

国企混改落地，新白药快速启航

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 云南白药系列药品居骨伤科行业第一，拓展康复器械领域；2) 品牌价值延伸模式成熟，云南白药牙膏市占率高达 22%，护肤、洗护发、卫生巾持续发力；3) 国企混改落地，员工持股+股权激励保障未来 ROE 保持 10% 以上的增长。
- **主营业务战略目标精准定位，新业态增势迅猛。** 药品、大健康、中药保健和医药商业各自具备不同市场定位。**1) 明星产品:** 以云南白药牙膏为代表，具有高市占率和高增长率的特点，产品不断开拓创新，仍然具有较高增长潜力。2020 年健康事业部收入为 54 亿元，同比增长 15%，牙膏市占率突破 22%，龙头地位进一步稳固。**2) 金牛产品:** 传统核心业务药品事业部和医药商业事业部属于金牛产品业务部门，为公司贡献稳定的利润和现金流来源，具有较高的市场份额，同时奠定白药的品牌基础，为孵化其他系列产品提供稳定的现金流。2020 年商业实现收入 215 亿元，同比增长 13%，两票制后并购省内中小流通商，未来仍然有望在行业加速集中趋势下维持快速增长。以云南白药系列为代表的药品事业部 2020 年营收为 50.6 亿元，多个云南白药系列单品位居骨伤科用药前列。骨科器械外延拓展至康复器械领域，储备超 100 种产品；**3) 成长性产品:** 储备品种丰富，主要包括大健康事业部的洗护发用品、卫生巾、面膜以及茶品，这些产品具有较高的业绩弹性增长，且目前市占率较低，未来发展的空间大。
- **国改注入活力，推动渠道变革和国际化战略。** 1) 国企混改落地，推进三大激励举措，薪酬体制改革、员工持股与股权激励相继实施，极大的激发员工积极性。2) 渠道变革：线下开拓体验店数量，拓展品牌影响力；线上 IP 营销，推动传统医药、大健康产品与互联网结合。3) 国际化：设立北京、上海和海南国际中心，推动国际化发展，不断从产品、科研、人才方面走向国际化。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.48 元、4.72 元、5.06 元。运用分部估值法，2021 年传统中药的净利润为 18.2 亿元，给予公司估值为 21 倍，对应市值为 382 亿元；大健康板块 2021 年的净利润为 22.6 亿元，给予公司估值为 57 倍，对应市值为 1290 亿元；商业板块 2021 年净利润为 7.7 亿元，考虑到公司作为区域龙头，相较于全国性的流通企业还有一定差距，给予医药商业 7 倍估值，对应市值为 54 亿元。综上，三大板块的市值加总为 1726 亿元，对应股价为 135.14 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期，市场拓展不达预期，公允价值变动风险。

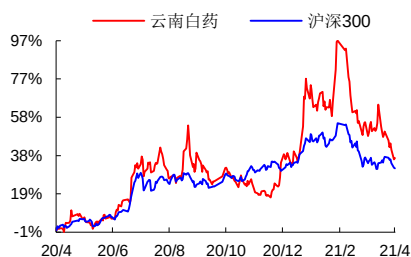
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32742.77	38754.57	45040.98	52334.98
增长率	10.38%	18.36%	16.22%	16.19%
归属母公司净利润(百万元)	5516.07	5725.55	6035.24	6461.10
增长率	31.85%	3.80%	5.41%	7.06%
每股收益 EPS(元)	4.32	4.48	4.72	5.06
净资产收益率 ROE	14.37%	13.32%	12.60%	12.16%
PE	26	25	24	22
PB	3.75	3.35	3.00	2.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.77
流通 A 股(亿股)	6.02
52 周内股价区间(元)	83.55-160.8
总市值(亿元)	1,428.14
总资产(亿元)	552.19
每股净资产(元)	29.79

相关研究

1. 云南白药(000538): 大健康拓展国际市场，国企混改提质增效显著 (2020-11-09)
2. 云南白药(000538): 业绩延续平稳增长，股权激励机制助力长期发展 (2020-08-29)

目 录

1 公司概况	1
1.1 百年药企，历久弥新	1
1.2 国企混改后焕发新生机	2
1.3 业绩持续稳健增长	4
2 四大主营业务精准定位，品牌延伸大有可为	6
2.1 药品：坚实品牌奠定发展基础，康复器械品牌延伸	6
2.2 健康产品：白药品牌延伸，有望延续牙膏传奇	12
2.3 中药保健：发挥地域特色优势，开拓保健实现快速增长	20
2.4 医药商业：坚守区域龙头，推动数字化建设	22
2.5 茶品：打造知名云南普洱品牌，开拓业务新增长	22
3 国企混改注入活力，推进渠道变革与全球化	23
3.1 国企混改落地，激励举措激发活力	23
3.2 渠道变革，线上线下齐发力	25
3.3 国际化布局，开启新征程	26
4 盈利预测与估值	27
4.1 盈利预测	27
4.2 相对估值	27
5 风险提示	28

图 目 录

图 1: 云南白药历史沿革	1
图 2: 云南白药历史阶段划与股价变动	2
图 3: 国企混改分步进行	3
图 4: 股权结构图	3
图 5: 公司近年来总收入情况	4
图 6: 公司近年来归母净利润增长情况	4
图 7: 2016-2020 年公司毛利率和净利润	4
图 8: 2016-2020 年公司四费率	4
图 9: 不同事业部收入占比情况	5
图 10: 不同事业部毛利占比 (测算)	5
图 11: 经营活动现金净流量及占扣非后归母净利润比例	5
图 12: 现金分红及现金分红比例	5
图 13: 四大主营业务的定位情况	6
图 14: 公司主要产品发展历程	7
图 15: 2010-2019 期间公司药品事业部营业收入	8
图 16: 2010-2019 期间公司药品业务毛利率	8
图 17: 2020E 中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药 TOP10 厂家	8
图 18: 2020 年中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药	9
图 19: 2018 年云南白药膏市场竞争格局	9
图 20: 云南白药普药系列产品	10
图 21: 公司器械板块产品线	11
图 22: 金健桥主要产品线	12
图 23: 公司主要健康产品	12
图 24: 健康产品事业部销售额及增长率	13
图 25: 健康事业部净利润及净利率	13
图 26: 云南白药牙膏在中国牙膏市场占比情况	13
图 27: 云南白药牙膏销售额 (单位: 亿元)	13
图 28: 云南白药牙膏拓展细分市场	14
图 29: 云南白药口腔产品系列	15
图 30: 全渠道营销	15
图 31: 采之汲护肤品系列	16
图 32: 采之汲主要植物精粹成分	16
图 33: 采之汲私人肌肤管理中心体验店	16
图 34: 中国面膜市场规模 (亿元)	17
图 35: 采之汲面膜产品功效	17
图 36: 养元青主要产品系列	18
图 37: 中国洗发护发市场规模 (亿元)	18
图 38: 2017 年中国洗护发行业竞争格局	18
图 39: 卫生巾产品系列	19

图 40: 中国卫生巾市场规模 (亿元)	20
图 41: 前十大品牌市占率变化	20
图 42: 中药资源销售收入及增长率	21
图 43: 三七系列产品	21
图 44: 省医药收入及增速	22
图 45: 云南省医药有限公司净利润及增速	22
图 46: 云南白药茶品系列	23
图 47: 2010-2020 年公司高管薪酬总额 (万元)	24
图 48: 主要中药类上市公司人均薪酬 (万元)	24
图 49: 公司员工持股计划与股权激励计划	24
图 50: “白药生活+”门店	25
图 51: 公司主要线上营销渠道	26
图 52: 云南白药的国际化战略	26

表 目 录

表 1: 公司白药系列药品	7
表 2: 中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药产品 TOP10	9
表 3: 普药系列主要产品情况	10
表 4: 2019 年我国零售药店终端补气补血类中成药亿级产品	10
表 5: 市场主要防脱洗发水对比	18
表 6: 市场主要卫生巾品牌特点	19
表 7: 茶品类别	23
表 8: 员工持股计划与股权激励计划	25
表 9: 分业务收入及毛利率	27
表 10: 中药、大健康、医药商业可比公司估值情况	28
表 11: 分部估值法对应市值	28
附表: 财务预测与估值	29

1 公司概况

1.1 百年药企，历久弥新

云南白药是我国云南省特有的老字号中成药，是经过百年的发展的老品牌，2019 年公司品牌价值 255 亿元位列 2019 胡润品牌榜第 66 位，蝉联医疗健康行业第 1 位。公司历史最早可追溯到 1902 年，名医曲焕章创立治疗跌打损伤、内脏出血的奇药“百宝丹”，抗战期间“百宝丹”作为军需物资立下奇功，新中国成立后曲焕章夫人将“百宝丹”献给云南省政府，随后被国家将其配方列为国家“绝密”。1993 年改制为云南白药实业股份有限公司，在深圳交易所上市。2003 年成立健康产品事业部，上市牙膏等日化产品。公司产品已经从 1 瓶百宝丹发展到 650 余个品种产品，产品覆盖药品、大健康、医药商业、器械等领域，畅销国内市场及东南亚一带，并逐渐进入日本、欧美等发达国家市场。

图 1：云南白药历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

自 1993 年上市以来公司发展主要分为五个阶段，实现多次成功战略转型，建立药品、大健康、中药及商业四大事业部。公司 2001 年 1 月市值约 33 亿元，到 2011 年 1 月市值翻十倍达到 396 亿元，再到 2021 年 2 月市值达到 2000 亿元，其背后原因在于公司管理层锐意进取，实现了一次次重大战略成功转型，并在公司管理层的带领下实现业绩不断高速增长。

- 1993-1998 年，云南省 4 家生产白药的企业合并，云南白药实现对大理制药厂、文山州制药厂、丽江药业有限公司三家企业进行控股。1996 年确立“五统一”（统一生产计划、统一商标、统一批准文号、统一质量管理、统一销售），奠定了白药的发展基础。这一阶段公司的主要产品以传统的白药散剂和胶囊为主，收入维持 22.3% 的复合增速。
- 1999-2004 年：引入市场运营机制，王明辉上任总经理，在管理、营销、研发、品牌四大领域进行改革。建立透皮事业部、健康产品事业部，走出伤科品牌单一领域。组建电子商务公司，整合省医药公司，构建全国销售网络，营销激励市场化。开拓胶囊、气雾剂、创可贴等 6 个白药品牌系列产品，收入保持 51.2% 的高速增长。

- 2005 年初公司确定“稳中央、突两翼”战略，中央即以云南白药系列产品为主，“两翼”战略即大力发展透皮产品和健康产品。云南白药牙膏是主要利润增长点，2005-2009 年收入维持复合增速 30.8% 的高速增长。
- 2010-2016 年，大力发展大健康事业部，2010 年全面实施“新白药，大健康”战略，牙膏业务取得重大突破，同时大健康日化板块培育洗护发、卫生巾及护肤新品牌。这一阶段收入维持 14.3% 的增长。
- 2017-2020 年国企混改激发新一轮增长活力，从 2017 年增资扩股引入新华都、鱼跃科技。完成云南白药集团吸收合并云南白药控股，启动薪酬制度改革、员工持股以及股权激励机制，极大调动员工的积极性。由于公司面临重大公司调整，2017-2019 年公司收入维持 10.5% 的复合增速。

图 2：云南白药历史阶段划与股价变动



数据来源：公司公告，西南证券整理

2021 年 3 月，公司聘任董明先生为公司 CEO，董先生此前是华为中国区副总裁，具有丰富的企业科技化赋能和数字化转型工作经验，同时也是华为海外市场的较早开拓者。在新任 CEO 的代理下，云南白药将开启数字化与国际化的转型之路。

1.2 国企混改后焕发新生机

公司积极践行国企改革战略，从 2017 年至 2018 年实现分两阶段完成国企改革，通过引入民营战略投资者、吸收合并母公司实现了国企混改，使公司重新焕发新的活力。

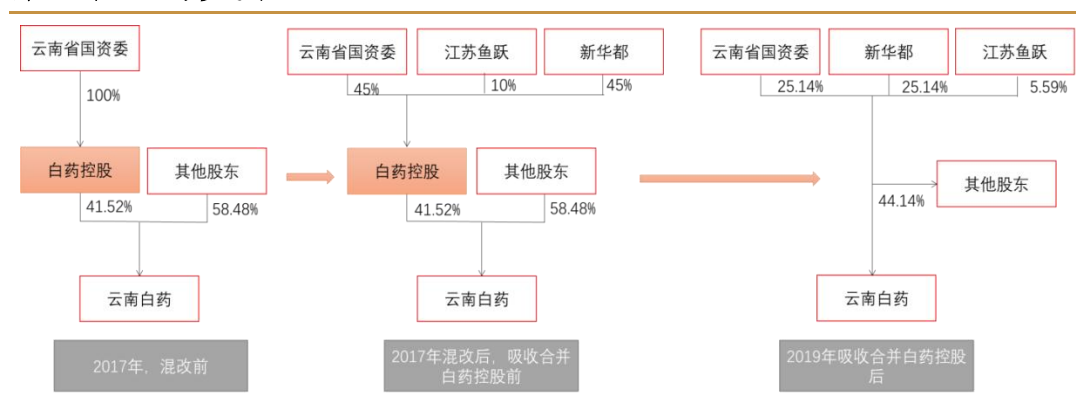
混改前：2017 年之前，云南省国资委 100% 控股白药控股，白药控股是云南白药的最大股东。

混改第一阶段：引入新华都、江苏鱼跃作为战略投资者。2017 年 3 月，白药控股完成增资扩股，注册资本由 15 亿元增加为 30 亿元，新华都注资 254 亿元，获得白药控股 50%

股权，白药控股由云南国资委全资控股企业变为混合所有制企业。2017 年 6 月，白药控股再次增加 3.33 亿元注册资本，江苏鱼跃注资 56.38 亿元，取得白药控股 10% 股权，白药控股的股权结构变为云南国资委、新华都和江苏鱼跃分别持股 45%、45% 和 10%。在白药控股中新华都与白药控股持股相同，上市公司无实际控制人。

混改第二阶段：上市公司吸收合并白药控股。2018 年 11 月，公司发布吸收合并白药控股方案，深化混改更进一步。根据公司公告，吸收合并由白药控股定向减资和吸收合并两个部分组成，交易完成后，白药控股将注销法人资格。云南省国资委、新华都、江苏鱼跃将直接成为上市公司股东，持股比例分别为 25.14%、25.14% 和 5.59%。云南省国资委与新华都并列为云南白药第一大股东。

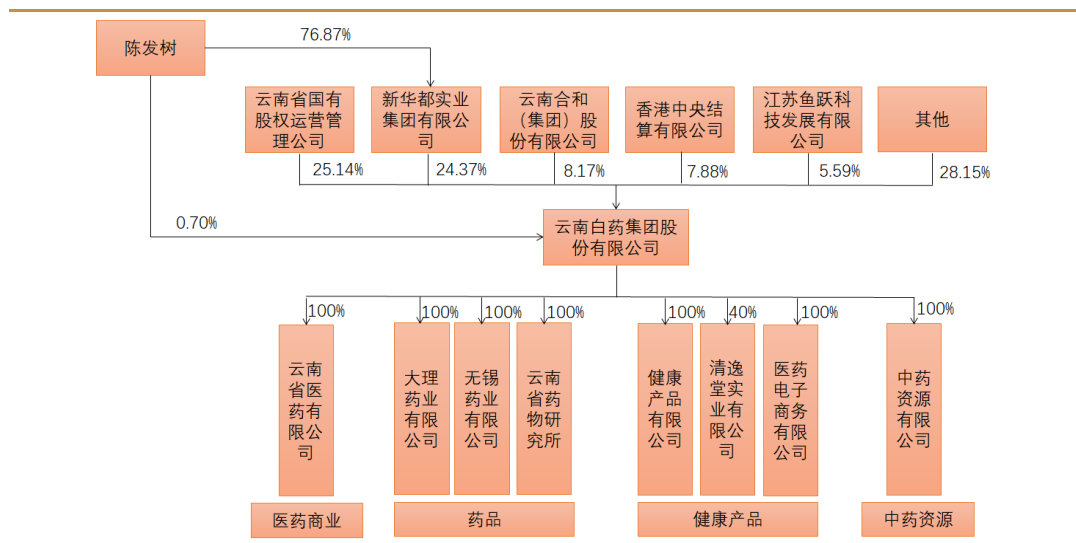
图 3：国企混改分步进行



数据来源：公司公告，西南证券整理

通过一系列重大改革重组，公司目前的两大股东分别为云南省国有股权运营管理公司和新华都实业集团有限公司。二者股权比例相当，公司暂无实际控制人。下属子公司主要包括医药商业板块的云南省医药有限公司，药品事业部主要包括大理药业、无锡药业及云南省药物研究所。医药健康事业部子公司主要以健康产品有限公司为主。中药事业部的子公司主要包括中药资源有限公司。

图 4：股权结构图

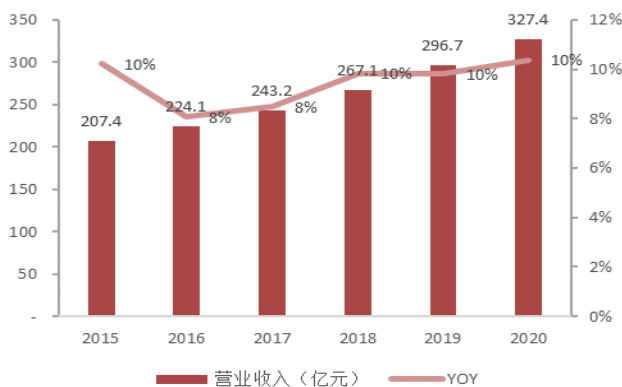


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 业绩持续稳健增长

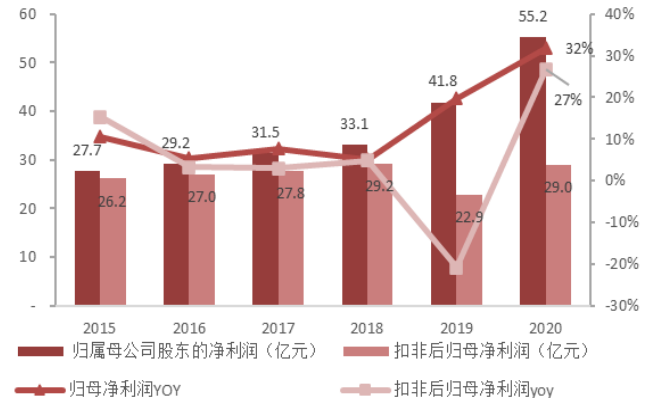
公司收入、净利润受疫情影响不大，近年来实现稳步增长。2016 年以来公司收入呈逐步增长趋势，公司 2015-2020 年收入复合增长率为 9.6%；2020 年总收入为 327 亿元，同比增长 10.6%，在疫情影响下，收入仍呈上升趋势，主要系牙膏作为刚需产品在疫情期间凭借品牌优势仍然保持快速增长。2020 年归母净利润为 55.2 亿元，实现同比增长 32%。2020 年扣非后归母净利润为 29 亿元，同比增长 27%。

图 5：公司近年来总收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

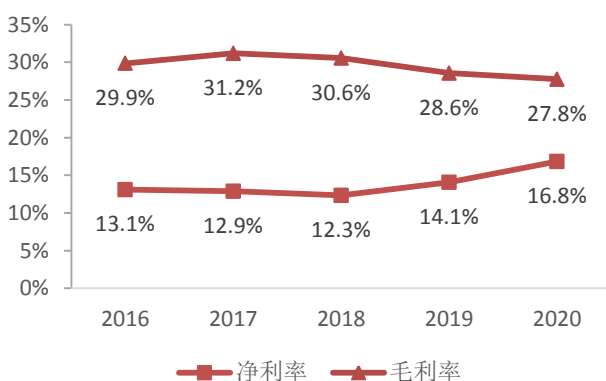
图 6：公司近年来归母利润增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

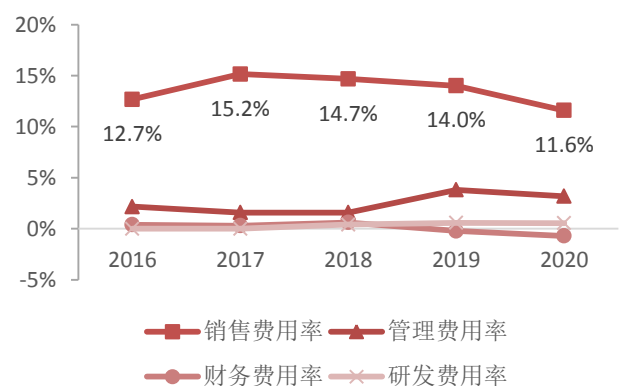
净利率稳步提升，四费率总体呈下降趋势，研发费用有所提升。2020 年毛利率为 27.8%，略有下滑主要系会计准则变化，将原先计入销售费用的运输费计入了成本，实际上毛利率水平保持稳定。2018-2020 净利率有明显提升，2020 年净利率达 16.8%。2020 年四费率除研发费用率外均有所下降，系国企混改后内部管理加强，控费管理得当，经营效率有效提高。公司研发费用逐年加大投入，为新产品推出提供持续稳定的保障。

图 7：2016-2020 年公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016-2020 年公司四费率

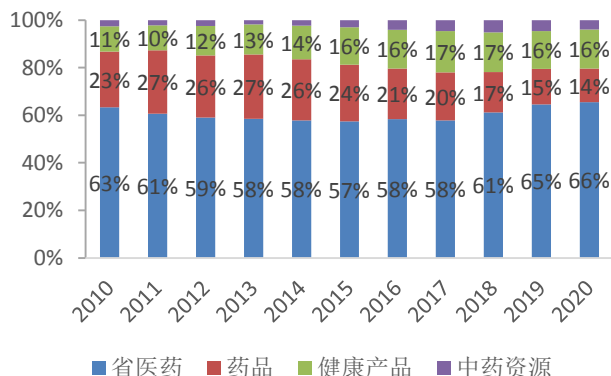


数据来源：公司公告，西南证券整理

医药商业和健康产品事业部为公司主要收入来源，收入占比逐年增加。医药商业仍然是收入第一大占比，2020 年实现收入 215 亿元，同比增长 15%，占比升至 66%。健康产品近 2020 年实现收入 54 亿，收入占比 15.8%。药品部分以云南白药为核心产品、普药特色产品和医疗器械类产品进行个性化定制专属产品组合包，2020 年实现收入 51 亿元，占比 14%，

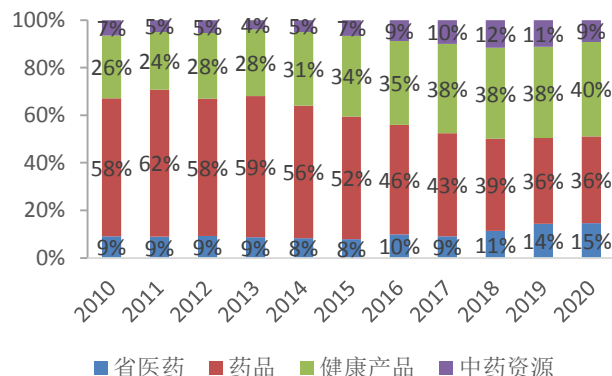
为第三大收入来源。从毛利率贡献上来看,健康品事业部是第一大毛利贡献来源,2020 年以 14%的收入贡献了 40%的毛利。

图 9: 不同事业部收入占比情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 不同事业部毛利占比(测算)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

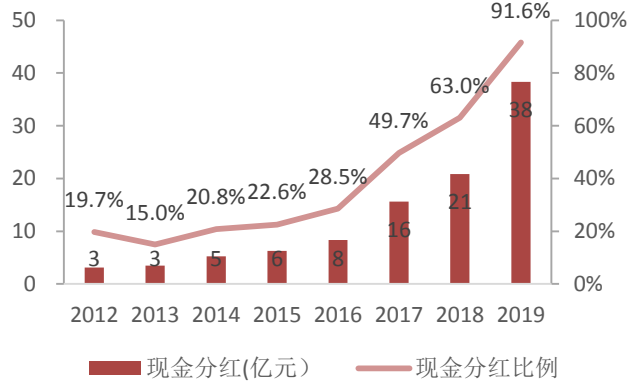
现金流稳定良好, 持续高比例现金分红回馈股东。公司经营活动产生现金流量净额与“经营活动产生现金流量净额/扣非后归母净利润”呈现较快增长态势。2018 年-2020 年的经营活动现金净流量占扣非后归母净利润的比例均达到 90%以上。从现金分红来看, 现金分红比例持续快速增长, 2019 年公司的现金分红达到 38 亿元, 现金分红比例达到了 91.6%。

图 11: 经营活动现金净流量及占扣非后归母净利润比例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 现金分红及现金分红比例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 四大主营业务精准定位，品牌延伸大有可为

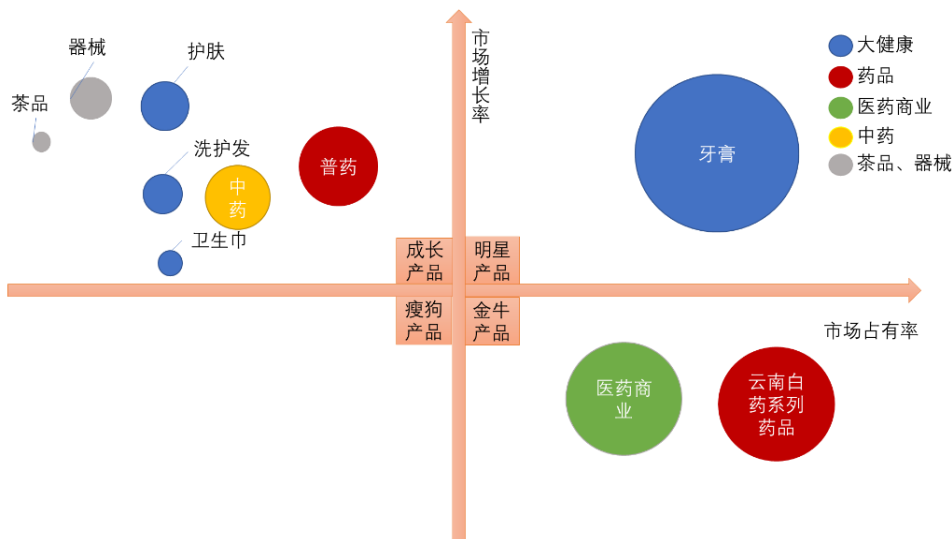
公司目前四大主营业务分别为药品、大健康、医药商业和中药保健，四大板块各自形成差异化战略定位。

1) 明星产品：以云南白药牙膏为代表，具有高市占率和高增长率的特点，产品不断开拓创新，仍然具有较高增长潜力。

2) 金牛产品：公司传统核心业务药品事业部和医药商业事业部属于金牛产品业务部门，为公司贡献稳定的利润和现金流来源，具有较高的市场份额，同时奠定白药的品牌基础，为孵化其他系列产品提供稳定的现金流。

3) 成长性产品：品种丰富，主要包括大健康事业部的洗护发用品、卫生巾、面膜以及茶品，这些产品具有较高的业绩弹性增长，且目前市占率较低，未来发展的空间大。

图 13：四大主营业务的定位情况



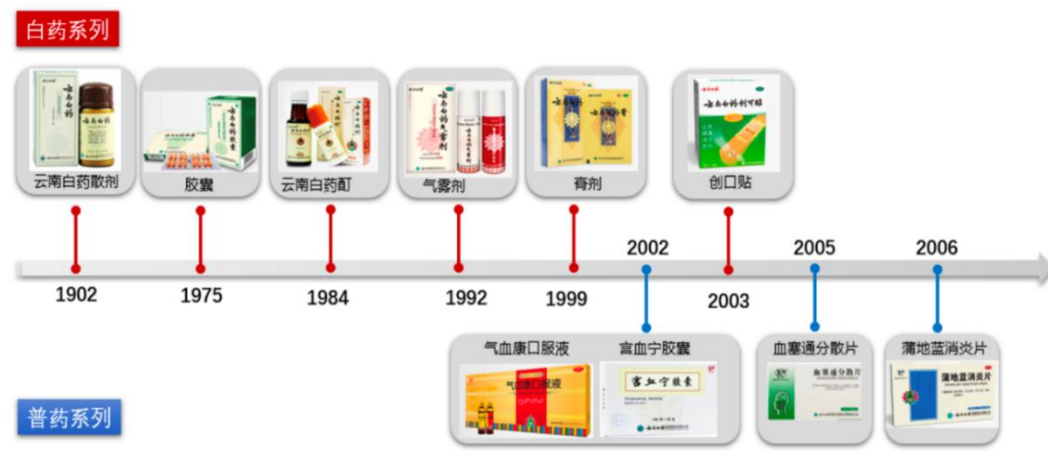
数据来源：西南证券

2.1 药品：坚实品牌奠定发展基础，康复器械品牌延伸

2.1.1 白药系列地位稳固，普药多点开花

公司以原有白药系列为核心，不断拓展药品覆盖领域。云南白药目前已拥有药品共 19 种剂型，300 余个品种，其中白药系列作为公司主要核心产品，已经由最初的云南白药散剂拓展至气雾剂、酏、胶囊、膏贴等 6 种类型；普药系列经由 2002 年推出气血康口服液产品开始，逐渐发展至覆盖多种疾病领域，主要分为感冒类、清热类、妇科类、内分泌系统类、补益类、胃肠道类、心脑血管类、抗感染类、解热镇痛类、消化类等 12 大类。

图 14：公司主要产品发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

“伤科圣药”奠定独特品牌优势，百年发展开拓多样化剂型。云南白药拥有国家批准的独有的配方专利，1902年曲焕章先生成功创制出云南白药（百宝丹），对治疗跌打损伤、化瘀止血有奇佳效果，随后被列为“国家绝密级配方”，与片仔癀目前仍处于国家一级保护中药保护期。经过百年发展，云南白药不断实现产品创新突破，白药系列已由最初的散剂，逐步开拓出包括胶囊剂、酊剂、气雾剂、贴膏剂、创口贴的6种剂型，兼备外用与口服两种用药方法，实现多剂型、多规格的产品管线，满足终端不同需求。

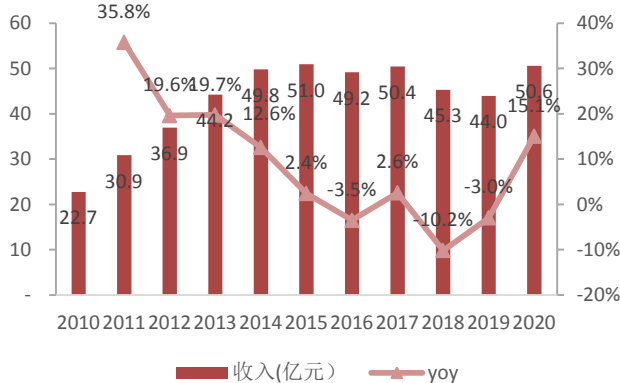
表 1：公司白药系列药品

剂型	上市时间	规格	用法	医保等级	国家基药	中药保护品种	功效
散剂	1902年	每瓶装 4g, 保险子 1 粒	外用	甲	是	是	化瘀止血、活血止痛、解毒消肿
胶囊剂	1976年	每粒装 0.25g	口服	甲	是	是	化瘀止血，活血止痛，解毒消肿。用于跌打损伤，瘀血肿痛，吐血、咳血、便血、痔血、崩漏下血，手术出血，疮疡肿毒及软组织挫伤，闭合性骨折，支气管扩张及肺结核咳血，溃疡病出血，以及皮肤感染性疾病。
酊剂	1983年	20ml; 30ml; 40ml; 25ml; 45ml; 50ml; 60ml; 80ml; 90ml; 100ml; 120ml	口服+外用	甲	是	是	活血散瘀、消肿止痛。用于跌打损伤，风湿麻木、筋骨及关节疼痛，肌肉酸痛及冻伤
贴膏剂	1984年	6.5cm×10cm; 6.5cm×4cm	外用	甲	是	是	活血散瘀、消肿止痛、祛风除湿，用于跌打损伤，瘀血肿痛，风湿疼痛
气雾剂	1994年	气雾剂+保险液 (每瓶 50g+100g; 85g+60g; 85g+100g; 50g+60g; 50g+30g)	外用	甲	是	否	用于跌打损伤，瘀血肿痛
创口贴	2001年	1.5cm×2.3cm 等	外用	-	否	否	止血，镇痛，消炎，愈创。用于小面积开放性外科创伤。

数据来源：公司官网，米内网，西南证券整理

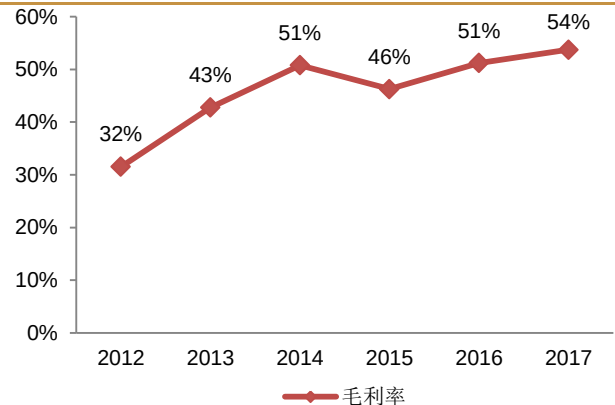
近年药品板块收入增速下滑趋势趋止，毛利率持续提升。2010-2015 年在“新白药、大健康”战略的引领下实现快速增长。2016-2020 年药品事业部受到公司国企混改后一系列重大战略重组政策的调整收入趋缓，略有下滑趋势。同时在此阶段也面临着去库存的影响，随着政策落地，去库存负面影响消退，药品事业部有望迎来新一轮复苏。受益于公司核心产品的品牌及质量优势，除 2015 年外，药品类毛利率保持逐年增长态势，由 2012 年的 32% 增长至 2017 年的 54%。2020 年我们测算公司药品事业部实现 50.6 亿元，同比增速回暖。

图 15：2010-2019 期间公司药品事业部营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2010-2019 期间公司药品业务毛利率

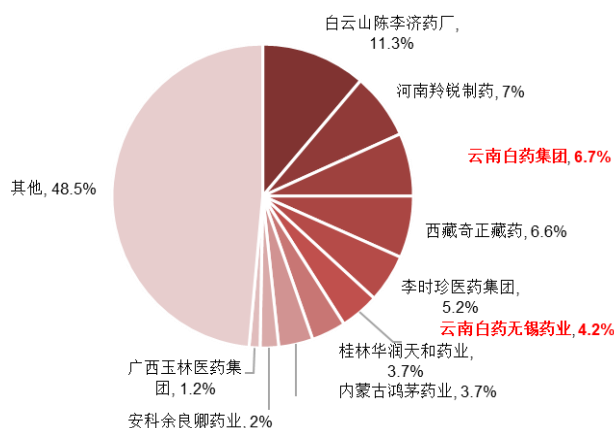


数据来源：Wind，西南证券整理

2.1.2 骨伤科用药龙头地位稳固

骨伤科中成药行业龙头地位稳固。根据米内网预测，在我国零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药市场中，云南白药集团与云南白药无锡药业集团（云南白药膏）以 6.7% 和 4.2% 的市场份额分列第 3 名与第 6 名，总市占率达到 10.9%，超过第二位的河南羚锐制药。

图 17：2020E 中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药 TOP10 厂家



数据来源：米内网，西南证券整理

气雾剂和药膏是白药系列高销量产品，根据米内网的《中国城市零售药店中成药终端竞争格局》，在骨骼肌肉用药市场中，云南白药气雾剂与云南白药膏分别位居第 3 名和第 6 名，是公司白药系列销售收入的主要增长点。

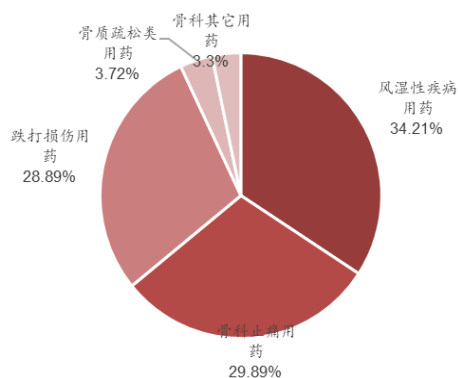
表 2：中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药产品 TOP10

排名	产品名称	2019 销售额 (亿元)	2020E 销售额 (亿元)	治疗领域 (亚类)
1	舒筋健腰丸	11.9	10.6	风湿性疾病用药
2	消痛贴膏	6.4	6	骨科止痛用药
3	云南白药气雾剂	5.8	5.1	跌打损伤用药
4	麝香祛痛搽剂			跌打损伤用药
5	麝香壮骨膏	4.15	4.1	风湿性疾病用药
6	云南白药膏	4.8	4.0	跌打损伤用药
7	鸿茅药酒	5.8	3.6	风湿性疾病用药
8	消炎镇痛膏			骨科止痛用药
9	通络祛痛膏	1.9	2.25	骨科止痛用药
10	活血止痛膏			跌打损伤用药

数据来源：米内网，西南证券整理 注：米内网预测收入是城市零售药店销售额，并非公司全部销售额

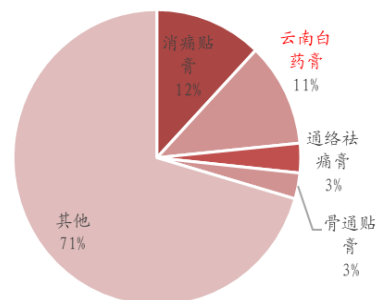
气雾剂和药膏在骨伤科细分领域市占率高。由于人口老龄化发展、人们医疗健康意识提高，滋生了大量的医疗市场终端需求，骨科市场得以扩容，作为骨科用药大类，跌打损伤用药（28.9%）与风湿性疾病用药（34.2%）、骨科止痛用药（29.9%），总计占据了骨骼肌肉疾病中成药 90% 以上的市场份额，其中云南白药气雾剂为跌打损伤用药之首。2020 年我们测算公司气雾剂收入占药品总收入的 30%，气雾剂实际销售额突破 9 亿元。据米内网统计，2018 年云南白药膏市占率 11%，在骨伤科膏贴类药中排名第二。

图 18：2020 年中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药



数据来源：米内网，西南证券整理

图 19：2018 年云南白药膏市场竞争格局



数据来源：米内网，西南证券整理

2.1.3 普药产品多元发展，重磅品种增长潜力大

普药系列产品多样、覆盖领域广。目前公司普药系列产品拥有 13 个大类，70 余品种，覆盖补益、妇科、心脑血管、清热解毒等多类常见疾病领域，多个普药品种被纳入国家医保目录或中药保护品种目录。感冒类（伤风停胶囊、小柴胡颗粒等 6 个品种）、清热类（蒲地兰消炎片、黄连上清片等 17 个品种）、妇科类（妇炎康片等 4 个品种）、内分泌系统类（普乐安片等 2 个品种）、补益类（脑心舒口服液、参苓健脾胃颗粒等 8 个品种）；胃肠道类（泻痢消片/胶囊、健胃消食片等 7 个品种）、心脑血管类（血塞通胶囊、复方丹参片等 4 个品种）、儿科类（小儿解表颗粒、小儿宝泰康颗粒等 8 个品种）、外用贴膏类（麝香跌打风湿膏、消

炎镇痛膏等 5 个品种)、抗感染类 (阿奇霉素胶囊等 4 个品种)、解热镇痛类 (阿咖酚散等 4 个品种)、消化类 (乳酸菌素片)。

图 20: 云南白药普药系列产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 3: 普药系列主要产品情况

产品名称	规格	OTC	医保等级	中药保护品种	治疗类别	功效
气血康口服液	10ml;100ml;250ml	是	-	是	补气用药	健脾固本, 滋阴润燥, 生津止咳。用于神倦乏力, 气短心悸, 阴虚津少, 口干舌燥。
宫血宁胶囊	每粒装 0.13g	否	甲	是	妇科调经药	凉血止血, 清热除湿, 化瘀止痛。
血塞通分散片	每片重 0.5g (含三七总皂苷 50mg)	否	乙	否	脑血管疾病用药	活血祛瘀, 通脉活络。用于脑络瘀阻, 中风偏瘫, 心脉瘀阻, 胸痹心痛。
蒲地蓝消炎片	每片重 0.3g	是	-	否	清热解毒用药	清热解毒, 抗炎消肿。用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎。
田七痛经胶囊	每粒装 0.4g	是	乙	否	妇科调经药	通调气血, 止痛调经。用于经期腹痛及因寒所致的月经失调。
小儿解表颗粒	每袋装 8g	是	-	否	儿科感冒用药	具有宣肺解表, 清热解毒之功效。主治小儿外感风热所致的感冒, 症见发热恶风、头痛咳嗽、鼻塞流涕、咽喉痛痒。

数据来源: 公司官网, 米内网, 西南证券整理

气血康口服液作为普药系列最早推出的主打产品之一, 其推广效益已初见成效, 在 2019 年我国零售药店终端市场中, 公司的气血康口服液是补血补气类中成药 TOP6, 在补气市场中位列第 2, 销售额同比增长 15.38%, 是公司的又一亿级产品。

表 4: 2019 年我国零售药店终端补气补血类中成药亿级产品

排名	产品名称	企业	销售额增长率	所属亚类市场
1	阿胶	东阿阿胶	-7.04%	补血用药
2	阿胶	山东福牌阿胶	31.13%	补血用药
3	复方阿胶浆	东阿阿胶	-26.88%	补血用药
4	益安宁丸	同溢堂药业	-14.49%	补气用药

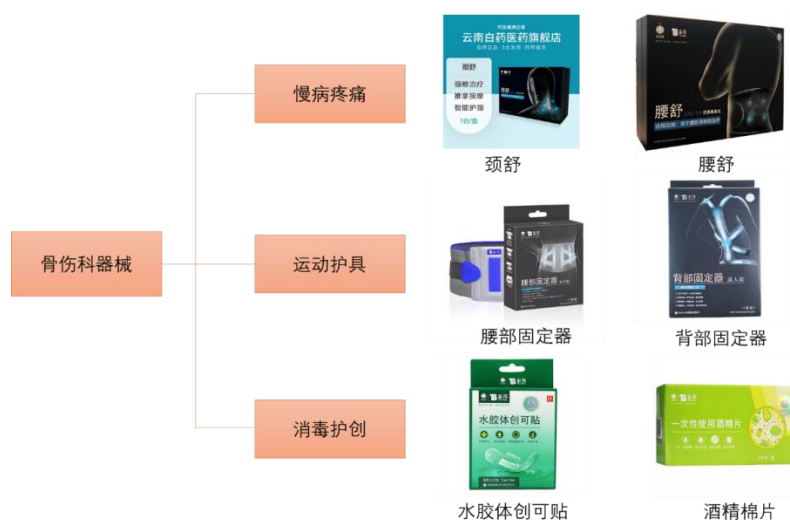
排名	产品名称	企业	销售额增长率	所属亚类市场
5	阿胶补血口服液	山东福牌制药	12.70%	补血用药
6	气血康口服液	云南白药文山七花	15.38%	补气用药
7	黄芪精	扬子江江苏龙凤堂中药	21.34%	补气用药
8	玉屏风颗粒	国药广东环球制药	6.33%	自汗用药
9	阿胶	东阿阿胶堂阿胶药业	-26.19%	补血用药
10	黄芪颗粒	四川百利药业	7.42%	补气用药

数据来源：米内网，西南证券整理

2.1.4 骨伤科外延拓展，器械扩展版图

公司自身在骨伤科具备长期的积累，近年来加大器械产品研发力度，在康复医疗领域将进一步与公司骨伤科药品事业部形成合力。2018 年，云南白药医疗器械品牌“泰邦”创立，泰邦医疗器械现有 101 个品种的产品，分为三个大类：慢病疼痛类包含颈舒、腰舒、脑功能（障碍）治疗仪等；运动护具类包含腰部固定器、背部固定器、膝部固定器等；消毒护创类包含水胶体创可贴、酒精棉片、免洗手抗菌凝胶等。

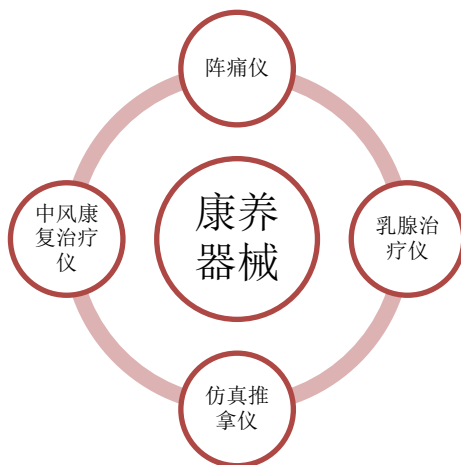
图 21：公司器械板块产品线



数据来源：公司官网、天猫旗舰店，西南证券整理

并购金健桥，拓展康复医疗器械。2020 年 12 月 11 日，耗资 1341 万元收购安徽金健桥医疗科技有限公司 70% 的股份，后续增资 6419 万元。金健桥成立于 2006 年，由中国科技大学、安徽中医药大学部分教师和科研人员共同组建，长期致力于中医临床治疗技术的现代化研究，现已获得仿真推拿仪、中风康复仪、乳腺治疗仪、镇痛仪四项独家医疗器械产品批准证书。金健桥拥有自有产权的现代化生产研发基地，目前有三条医疗器械生产流水线，可年产家用医疗设备 50 万台。自成立以来，金健桥研发投入占销售总额的 20% 以上。

图 22：金健桥主要产品线



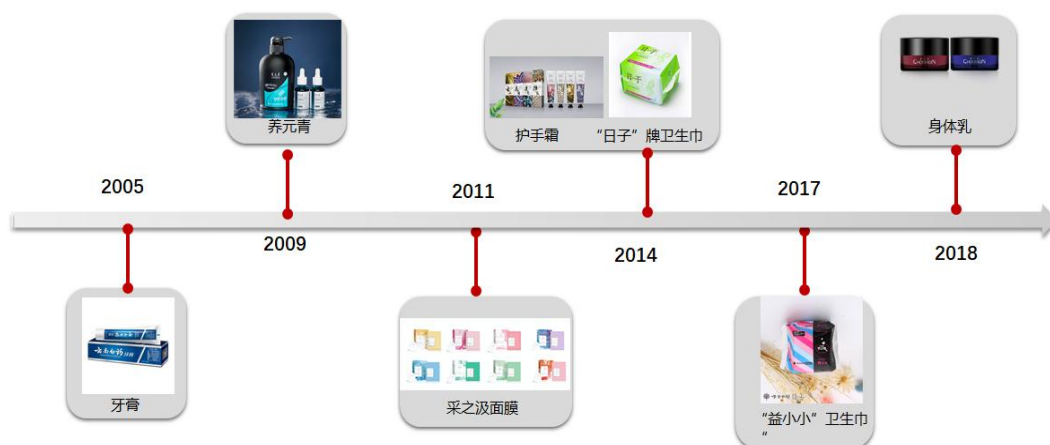
数据来源：公司公告，CDE，西南证券整理

金健桥深耕康复医疗器械领域多年，在知识产权储备、产品研发管线、医疗器械研发体系和人才团队等方面具有优势。通过本次股权投资，将进一步整合康复器械产业链，增强公司在康复器械领域的市场竞争力。

2.2 健康产品：白药品牌延伸，有望延续牙膏传奇

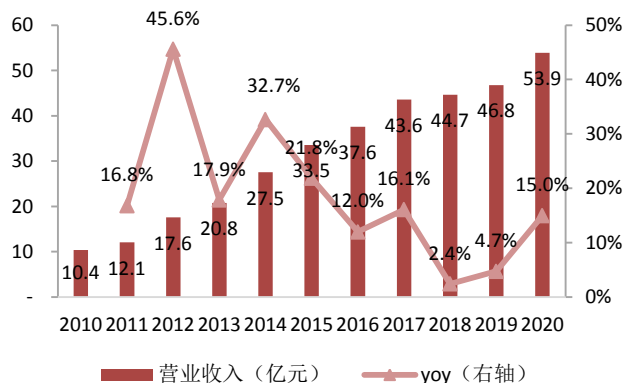
云南白药牙膏成功跨界，大健康产品系列不断丰富。健康产品主要分为口腔护理、头皮护理、植物美肌、个人卫生护理四个产品大类。2005 年第一支云南白药牙膏上市，在产品创新、渠道推广等方面树立公司大健康业务标杆。在牙膏的成功带领下，公司分别推出了“养元青”洗护发产品、“采之汲”面膜和“清逸堂”卫生巾，在品牌不断培育下，未来有望复制云南白药牙膏的成功模式。

图 23：公司主要健康产品

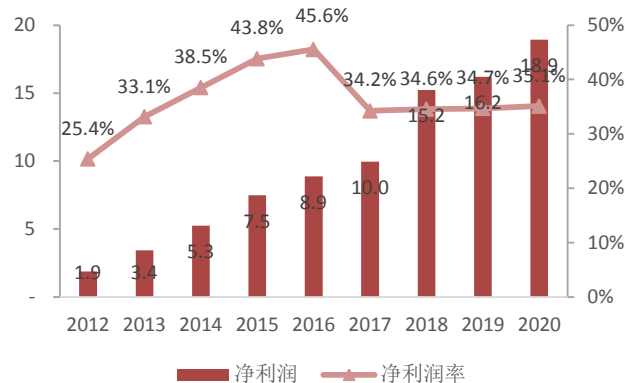


数据来源：公司官网，西南证券整理

十年翻五倍，以牙膏为代表的大健康板块实现飞速发展。2006 年公司成立健康产品事业部，负责牙膏销售，并以此品牌推进在商超、药店以及流通等渠道的运作。至今公司的健康产品事业部始终保持增长态势，大健康板块的收入从 2010 年的 10.4 亿元增长至 2020 年的 54 亿元，2020 年大健康收入和净利润的增速分别达到了 15% 和 17% 的高速增长，疫情冲击下仍然保持较高的增长态势。健康产品事业部的快速发展主要来源于牙膏，2020 年牙膏收入为 51 亿元，占比为 95%。养元青洗护系列产品、采之汲美肤系列产品目前处于品牌培育期，目前收入贡献较少。

图 24：健康产品事业部销售额及增长率


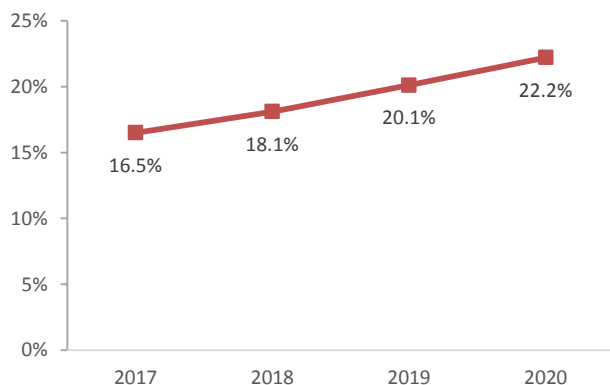
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：健康事业部净利润及净利率


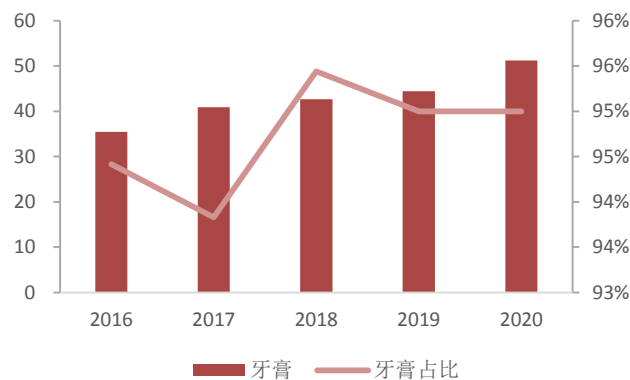
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.1 口腔：树立日化领域标杆，引领大健康增长

口腔护理系列现有牙膏、漱口水、牙刷、冲牙器等 30 款产品，2005 年第一支云南白药牙膏面市，含云南白药活性成分，有效减轻牙龈问题（出血、疼痛），修复口腔黏膜损伤，以显著的预防牙龈出血等疗效快速被消费者所认可。2009 年突破 7 个亿，2015 年超过 20 亿，直到 2020 年超 51 亿营收，牙膏收入贡献在大健康板块的收入占比约为 95%。目前是牙膏第一品牌，已远远超越高露洁、佳洁士、黑人等主流品牌。在中国牙膏市场占比从 2017 年的 16.5% 上升到 2020 年 22.2%，龙头地位进一步稳固。

图 26：云南白药牙膏在中国牙膏市场占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：云南白药牙膏销售额（单位：亿元）


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

我们认为云南白药牙膏已经为大健康板块开拓出一条成熟的发展道路，主要分为四点：
 1) 借助白药品牌优势，功能性产品打响品牌知名度；2) 挖掘细分市场，提高产品渗透率；
 3) 强化研发，不断增加产品科技含量；4) 渠道顺应时代变革，打通线上线下。

1) 功能性产品定位清晰，打造白药品牌独特竞争优势。2005 年我国的牙膏市场已经处于充分竞争的成熟市场环境，云南白药携“止血圣药”的独特认知，广告主打“预防牙龈出血”，突出“牙龈出血、口腔溃疡、牙龈肿痛”三大核心症状的修复作用，与其它宣传美白防蛀、盐氟成分、口气清新等卖点的牙膏品牌形成明显差异。在竞争激烈的市场格局下突破重围，占有一席之地。公司在牙膏细分领域不断发掘利用云南白药的功能优势，定位口腔问题解决专家，在多个细分领域树立优势。

2) 口腔系列不断通过差异化战略，挖掘细分市场。为培育和打造新品，寻找产品的新增长点，2018 年，公司推出云南白药儿童牙膏新品，其主打功能是强健牙釉质、预防蛀牙。公司通过研发利用益生菌生物技术护理儿童口腔健康，这也是首支富含益生菌的儿童牙膏，且根据不同年龄阶段儿童特点需求细分产品。同时针对孕产妇女制定专属牙膏，在口味上也开创了奶茶系列口味牙膏迎合年轻消费人群。

图 28：云南白药牙膏拓展细分市场

品牌	细分领域	人群定位
云南白药牙膏	口腔护理+清新口气OR美白	中老年人
金口健	口腔护理+清新口气OR美白	年轻人群
郎健	口腔护理+清新口气	吸烟人群
益优清新	清新口气	口气问题人群
儿童牙膏	强健牙釉质、预防蛀牙	3-12岁儿童
蕴康无氟牙膏	孕期口腔问题	孕妇

数据来源：云南白药天猫旗舰店，西南证券整理

3) 研发不断加码，产品科技属性增强。随着国内个人口腔护理意识的提升，以电动牙刷为代表的口腔个护健康品类进入一个爆发期。根据数据显示，2018 年我国电动牙刷市场规模为 77.3 亿元，同比增长 37.3%，展现较快增长趋势。我国的电动牙刷普及率仅有 5%，与发达国家相差较大，市场空间广阔。2020 年也针对年轻群体推出奶茶牙膏，也成为了销售额超过 1 亿元的大单品。2021 年公司即将推出口腔护理新品，针对牙釉质矿化相关问题，将推出含酶牙膏、牙龈修护凝胶、牙龈釉质修护凝胶等产品。公司也成立了云南白药口腔健康医学研究中心，将全方位提供口腔健康数字化智能护理及治疗解决方案。

图 29：云南白药口腔产品系列



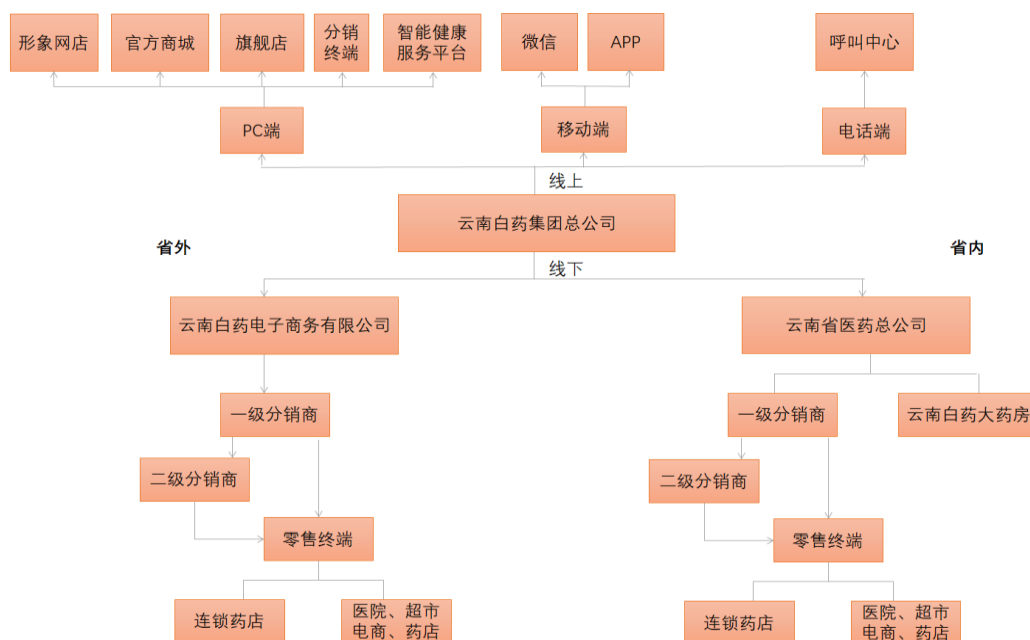
数据来源：公司官网，天猫商城、云南白药旗舰店，西南证券整理

4) 全渠道建设，为大健康产品拓展奠定基础。随着线上渠道在快消品行业的快速渗透，公司近年来也加大对线上渠道的开拓，从目前来看，线上渠道销售额占比约在 10%，线下约 90%。

线下：借鉴了保健品的“药店+商超”的渠道运作模式，利用药品渠道让云南白药牙膏进入药店销售，充分发挥云南白药在药店渠道的优势与云南白药的品牌优势。随后在商超渠道则大举进军全国各大连锁商超、便利店等。构建新零售渠道品牌“白药生活+”门店，销售精选自有白药产品。

线上：云南白药抓住自媒体和电商快速发展红利，大力拓展线上渠道，已经形成了以天猫、京东多平台建立旗舰店，结合专卖店、微信商城多种形式的“大网络渠道”体系。

图 30：全渠道营销



数据来源：《云南白药成功之道》，西南证券整理

2.2.2 护肤：蓄力待发，有望成为新明星产品

2011 年第一款采之汲面膜上市，凭借“全植物护肤”的理念与技术，获得消费者的认可；2014 年护手霜上市，舒缓双手、滋润手部肌肤；2018 年身体乳上市，保护身体肌肤。目前护肤产品系列有采之汲面膜、采之汲护手霜、采之汲身体乳等共 21 款产品。

采之汲主打植物护肤，细分产品线丰富。采之汲主打“以天然守护肌肤，用自然颠覆化学”。拥有全球首创的生产工艺 NEX 生物技术，保留植物的天然成分，实现护肤品中化学物质的零添加。现已开发以三七、松茸、重楼为核心的系列高能护肤植物精粹产品。同时吸取日本药妆经验，携手日本 POLA，打造植物护肤新航标。目前已经全面推出面膜、面霜、洁面产品、医用冷敷贴和护手霜等产品。

图 31：采之汲护肤产品系列

面膜		8-60元/片 多重功效护理，全植物精粹更安全	医用冷敷贴		40元/片 舒缓修护，提升肌肤抵御力
面霜		320元/30g 舒缓修护，提升肌肤抵御力	护手霜		320元/60g 植物精华，润泽滋养
洁面		199元/150ml 舒缓修护，提升肌肤抵御力	手工皂		99元/100g 温润除杂，自然素颜

数据来源：淘宝网，西南证券整理

科技 AI 赋能，精准护肤实现一站式购买。通过开设采之汲私人肌肤管理中心，在店内实现科学检测肌肤、精准配方和专业护理产品推荐的消费闭环。1) 科学检测：公司已经有 MPA580 皮肤多功能参数检测仪，UC22 皮肤超声诊断仪，更有全球独家云南白药自研设备 Mobile Intelligent Skincare 检测仪，实现肌肤问题精准检测；2) 精准配方：全 1000+ 全植物菁萃组方加持，匹配消费者不同的需求。

图 32：采之汲主要植物精粹成分



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 33：采之汲私人肌肤管理中心体验店



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

未来面膜市场空间大，渗透率有待提高，盈利空间足。我国面膜市场从 2010 年的 49.7 亿元增至 2019 年的 252.8 亿元，年均复合增长率为 19.81%，随着生活水平的提高以及人们对美追求需要的提高，未来面膜市场将持续稳步提升。云南白药采之汲面膜涉及不同功效的面膜包括补水、修护、控油清洁、提拉紧致等，且成分是零添加的纯植物精华，而市场上其他面膜技术上不能做到这一点，在这一点公司有自身的技术优势，加之人们物质生活的提高，健康护肤的需求也会提升，公司未来面膜产品需求量将会极大增加。

图 34：中国面膜市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 35：采之汲面膜产品功效



数据来源：淘宝网，西南证券整理

走出国门，畅销日本。2019 年 6 月，云南白药集团旗下美妆品牌“采之汲”携“光感亮颜面膜”、“玉肌奢润面膜”、“参肌透亮面膜”登陆日本市场，随即在日本美妆达人圈掀起了阵阵浪花。日本化妆品行业早已是红海，市场容量趋于饱和，并且行业集中度较高，龙头领跑，格局稳定。市场份额前十的企业中有 7 家皆为日本企业，市场累计占比接近 50%。而云南白药旗下的采之汲面膜却逆势而上，在已经趋于饱和的日本市场中开启了一个“新中式”的全植物护肤时代。云南白药在日本的成功，展现天然植物精华护肤品强大的市场潜力，是采之汲能够在日本站稳脚跟的重要保障，也是未来突破国内市场的竞争优势。

2.2.3 洗护发：瞄准防脱育发市场，打造头皮护理专家

2009 年，第一款养元青产品面世，使用中药材保护头皮健康，头皮护理系列现有养元青洗发水（10 款）、护发素、防脱育发液共 12 款产品。以云南少数民族养发古方为卖点，精选中草药调理头皮针对不同发质人群起到防脱育发、控油止痒以及去屑止痒等多种功效，洗发水现有 10 款产品还有护发素以及防脱育发液等两款产品。

独树一帜产品理念，抓好产品定位。公司将产品定义为“头皮护理专家”，主打中药去屑，从根入手，从根解决，主张洗发护发应该从头皮入手，区别于市面上现有从头发入手的普通洗护发产品。养元青系列产品特别添加云南白药活血活性成分，对改善头皮的血液循环、促进新陈代谢起到好的作用，同时与蛇床子、香茶菜等 13 味名贵中药精提物组合，产品品质优良有保障，主要面向注重洗发水成分和功效的高端人群。根据我国卫健委统计，目前我国面临脱发问题的人群已超 2.5 亿人，平均每 6 人就有一人受脱发困扰，艾瑞咨询《2018 年中国植发行业研究报告》显示，我国 35 岁以下脱发人群占比 63.1%，69% 的脱发患者会使用防脱洗发水。养元青防脱育发洗发水与市场普遍产品不同的是针对市场脱发问题将天然药用植物与医药科技结合，提取多重植物精粹，调理油脂分泌，效果更佳。

图 36: 养元青主要产品系列



数据来源: 淘宝网, 西南证券整理

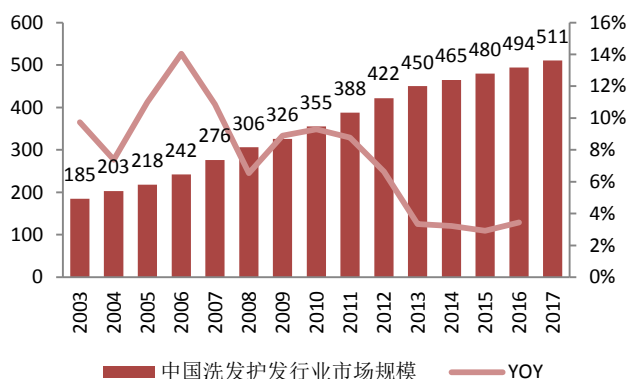
表 5: 市场主要防脱洗发水对比

品牌	特点
霸王	甄选植物精粹, 侧柏叶、生姜、白首乌, 防脱固发
章光 101	草本汉方科学配比, 采用丹参、苦参、人参
紫吕	针对不同头皮类型, 滋养初发, 采用高丽人参精华
养元青防脱洗发水	天然药用植物+医药科技

数据来源: 淘宝网, 西南证券整理

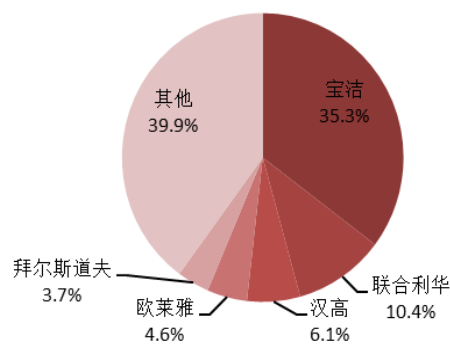
洗护发行业市场规模持续增加, 养元青有望抢占进口产品市场份额。从行业市场规模来看洗护发行业市场规模潜力巨大, 从 2003 年到 2017 年市场规模复合增长率达 7.5%, 未来市场有待进一步扩张。目前市场竞争情况来看占市场份额最大的为宝洁公司, 其余市场占比相对较小, 养元青系列仍有发展机会, 作为本土洗护产品, 结合自身中草药调理头皮的特点, 在消费者较快更换洗护产品的时代, 未来具有竞争潜力。

图 37: 中国洗护发市场规模 (亿元)



数据来源: 前瞻经济学人, 西南证券整理

图 38: 2017 年中国洗护发行业竞争格局



数据来源: 前瞻经济学人, 西南证券整理

2.2.4 卫生巾：符合市场新兴需求，成长空间较大

2014 年 1 月，公司出资 0.8 亿元间接持有清逸堂 40% 股份，将省内卫生巾品牌“日子”纳入旗下，正式宣告进军女性卫生用品领域。公司卫生巾系列主打中药抑菌概念，目前产品包括中端品牌“日子”、高端品牌“菲漾”、馨安适（产妇）等。清逸堂个人卫生护理系列现有日·子卫生巾、益小小卫生巾、携爽系列等产品，2001 年，“日·子”品牌开创国内卫生巾草本植物预防护理先河；2017 年，益小小卫生巾上市，三年劲销 1.6 亿，受到年轻消费者的青睐。未来公司卫生巾系列背靠白药品牌和抑菌概念，随着女性逐渐重视卫生健康和消费升级的大环境下将会进一步打开空间。

产品系列覆盖人群广，紧抓市场痛点，主打健康、抑菌功效。云南白药系列卫生巾设计涵盖从低端到高端人群，“日子”品牌主打苦参养护，价格便宜，适用于各年龄阶段的低端人群客户；“益小小”和“白晓晓”品牌主要针对年轻女性，“益小小”采用全新一代益生棉，有效抑菌，轻柔护肤，“白晓晓”适用于敏感体质且贴身防漏，价格都适中。馨安适针对高端用户群体，强调对女性身体健康保护，修复益生菌，抑制有害菌，适用于各年龄阶段。随着时代的发展，女性对经期健康逐渐重视，细菌感染成为女性最重视的问题之一，对比市场上主要卫生巾品牌，在抑菌方面强调不够，云南白药抓住这一关键点，设计系列卫生巾品牌都主打抑菌功效，呵护女性经期健康，迎合市场较大需求。

图 39：卫生巾产品系列



数据来源：公司官网、天猫旗舰店，西南证券整理

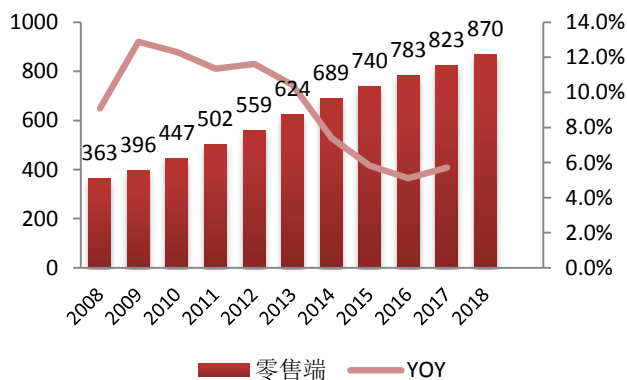
表 6：市场主要卫生巾品牌特点

品牌	特点	价格定位
七度空间	少女系列主打纯棉贴合无刺激，着力品牌年轻化	0.52 元/片，低端
苏菲	主打舒适和吸收力	0.88 元/片，中端
护舒宝	吸水性强且防渗性能好	0.92 元/片，中端
ABC	主打清凉感、干爽度	1.21 元/片，高端
高洁丝	定位中高端，高端款透气度、舒适性更佳	1.14-1.87 元/片，中高端
全棉时代	超薄瞬吸，干爽透气	1.01 元/片，中端
益小小	卫生标准高、抑菌能力强	0.95 元/片，中端
白晓晓	植物提取零敏感，防漏性好	0.71-1.07 元/片，中端
馨安适	主打健康，修复益生菌、抑制有害菌	1.55 元/片，高端
日子	苦参养护，洁菌柔润	0.7 元/片，低端

数据来源：淘宝网，西南证券整理

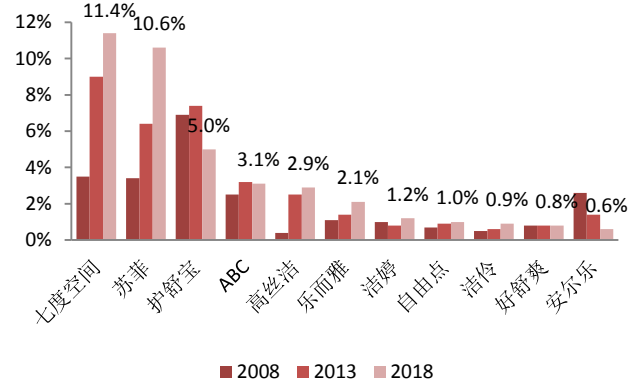
市场规模稳步提升，行业集中度较低，国产品牌有望新突破。卫生巾目前市场渗透率达100%，从零售端来看卫生巾市场规模从2008年的363亿元增至2018年的870亿元，年均复合增长率为9.1%，国内卫生巾使用在吸收性卫生用品的占比也将近50%，未来女性卫生巾市场将仍有稳步提升，一方面随着生活水平的提高，未来女性生理期将会延长；此外，随着健康意识的提升，更换卫生巾频率也会提高。目前行业发展已趋于成熟，市场集中度持续提升，卫生巾前十大品牌市场份额从2008年的23.4%上升到2018年的39.6%，一批国产品牌比如七度空间、ABC、自由点等均实现快速增长。云南白药作为本土品牌目前制造能力稳步提升，主打重视女性健康的产品，具备抢占市场份额的能力。

图 40：中国卫生巾市场规模（亿元）



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 41：前十大品牌市占率变化

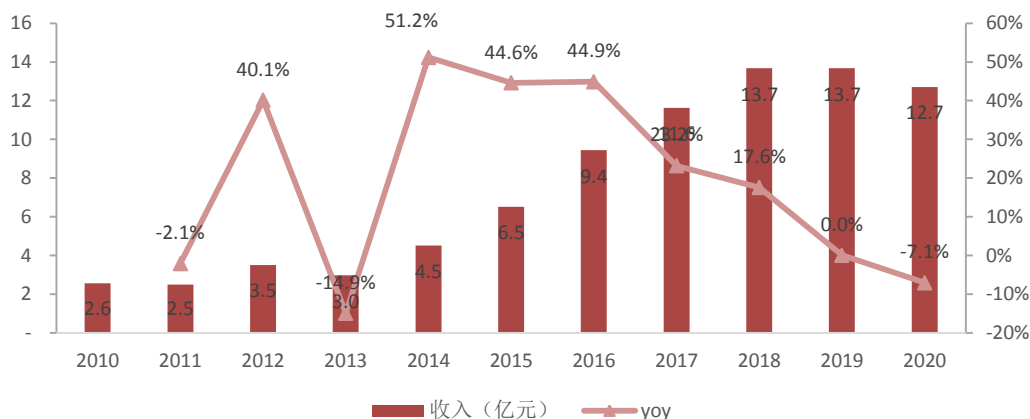


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

2.3 中药保健：发挥地域特色优势，开拓保健实现快速增长

地理资源优势，庞大产业基地种植，中药保健品有望迎来新的利润增长。云南省三七产量约占全国90%以上，云南文山也被称为“中国三七之乡”。2013年整合文山公司、丽江公司、武定种源公司、中药饮片分公司，成立中药资源事业部。公司充分利用云南地道天然植物药材的资源优势，从中药资源源头入手，建立中药资源完整产业链，建立了武定、丽江等重楼基地10000多亩及通过国家GAP认证的文山三七种植基地5000亩。近年来中药事业部收入呈逐年上升趋势，业务成长性高。公司中药资源收入从2010年的2.6亿增长到2019年的13.7亿，实现复合增长率20%。2020年收入为12.7亿元，受到疫情影响有所下降。

图 42: 中药资源销售收入及增长率



数据来源: wind, 西南证券整理

开发三七系列保健食品业务, 打造全新利润增长点。从中药源头入手, 开发三七系列终端产品, 三七系列保健品主要有超细粉产品、冻干三七切片以及主根产品系列。我国三七产量自 2017 年开始逐年增加, 目前三七种植业年产值约 55 亿元, 销售收入约 50 亿元。目前我国有 400 多个品种、1000 多家药厂需要以三七为原料, 国内需求量超过 2 万吨; 2019 年总产量超过 3.5 万吨, 种植业销售收入达 47.7 亿元, 加工业销售收入达 13.4 亿元, 流通业销售收入约 74.1 亿元。

图 43: 三七系列产品



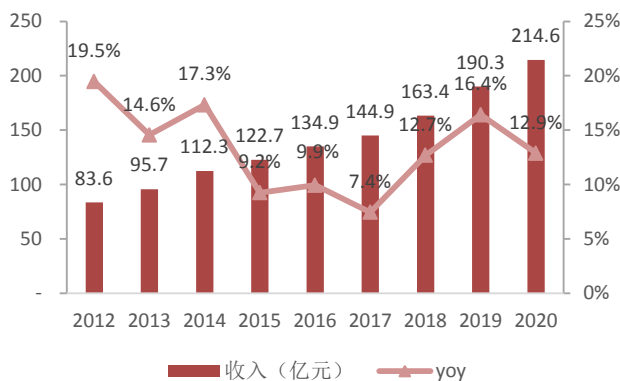
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

产品开拓挖掘潜在利润空间。公司目前整合基地建设资源, 全面启动“滇重楼同心计划”, 实现从种苗到药材回收全程追溯的闭环生产模式, 保障重楼药材的长期供应体系。自 2015 年来产品开发以“三高”防治为主线的理念, 以三七为核心, 结合天麻、丹参等形成系列精品中药饮品产品。

2.4 医药商业：坚守区域龙头，推动数字化建设

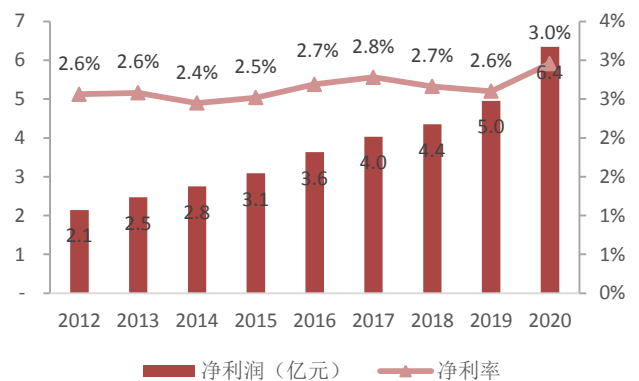
公司医药商业业务始于 1999 年，以药品批发业务为主，通过全资子公司“云南省医药有限公司”来开展。1999 年，云南省医药公司配股进入云南白药集团，成为集团的四大板块之一，营收占比稳定在 60% 左右，拥有常年动销品种近 6000 个，以品牌品种和医疗器械为主导，拥有新药品、特殊药品、专科药等品种优势。2020 年销售额达 214.6 亿元，同比增长 13%，毛利率持续提升，2020 年毛利率提升至 3%。

图 44：省医药收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：云南省医药有限公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

省内市场份额第一，两票制加速行业集中。十余年来，云南省医药有限公司销售额以年均两位数的速度增长，根据中国医药商业协会的统计，云南省医药有限公司销售额连续多年排名云南省第一，2017 年以销售额 144.9 亿元在全国医药流通百强企业中排名第 16 位。在两票制推出后，云南省内流通企业加速集中，近年来公司已经并购十几家云南省当地小型医药流通企业，也推动公司近年来收入快速增长。

利用“互联网+物联网技术”，建立智能药品零售生态圈。公司自主研发“滇医宝”医药流通供应链智慧协同平台，利用“互联网+物联网技术”实现医药流通环节高效协同、可追溯、管理精细化，基础医疗机构市场最后一公里配送能力有效增强，以零售药店为中心，将患者、药店、医院、供应商、医保、监管部门互联，搭建药品新零售平台。

2.5 茶品：打造知名云南普洱品牌，开拓业务新增长

2010 年，云南白药天颐茶品公司成立，以制药理念做健康好茶，现已成功打造世界红茶典范品牌“红瑞徕”，庄园普洱茶品牌“醉春秋”，特色月光白茶品牌“当年的月光”，拥有 111 款品种的产品，领跑中国茶叶领域的创新之路。

红瑞徕凤庆滇红工夫红茶系列现有产品 27 款，是红茶中的典范，是给予希望成功和享受成功的人最好的精神驱动力。醉春秋普洱茶系列现有产品 75 款，走高品质普洱茶路线。当年的月光白茶系列现有产品 9 款，是打造追忆往昔的情怀茶。

表 7：茶品类别

品牌	茶类	特点
醉春秋	普洱茶	由云南白药天颐茶源生产
红瑞徕	滇红茶	中国红茶之都临沧出品
当年的月光	散白茶	产品清香、甜润、柔滑、浪漫
金酒保	植物饮料	云南白药独有配方，用于酒前酒后的养生饮品
天颐	大叶白茶	选自天颐茶园特有大叶种超长芽头特殊工艺精致而成的专属大叶白茶

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 46：云南白药茶品系列



数据来源：公司官网，西南证券整理

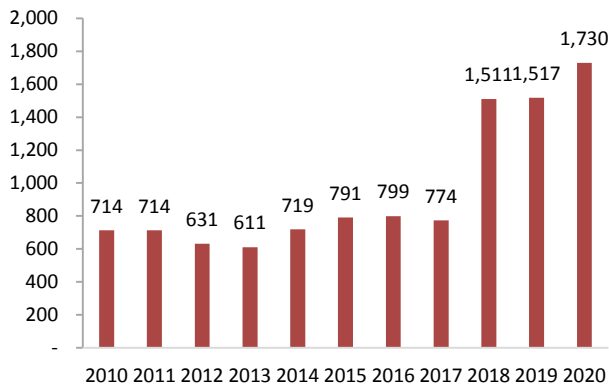
公司通过销售团队多方推广、茶博会、茶会体验、线上线下造势以及重点样本市场打造等运作，形成灯塔效应，带动了整个体系的普洱茶动销，产品推出后收入增长迅速。2018-2019 年天颐茶品营业收入分别为 8332 万元和 9277 万元，2019 年增长率为 11.34%，增速表现亮眼。

3 国企混改注入活力，推进渠道变革与全球化

3.1 国企混改落地，激励举措激发活力

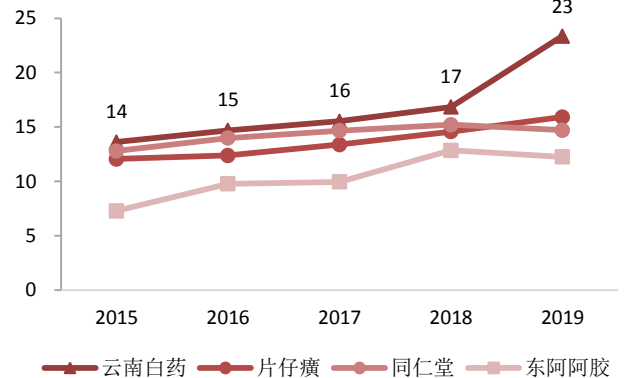
薪资体系改革，员工薪酬市场化。公司在 2016-2017 年完成国企混改之后，公司高管薪酬突破国企薪酬限制成为可能。公司高管均以市场化原则进行选聘，员工薪酬实行市场化机制，对于稳定公司管理层。针对稀缺人才实施“特区工资制”及“名匠工作室”，提升对战略业务所急需人才的吸引力。公司高管薪酬自从混改落地以来已经实现翻倍以上的收入，从人均薪酬上来看，也实现了快速增长，相较于其他几家中药类上市公司的人均薪酬，云南白药的薪酬实现快速增长。

图 47: 2010-2020 年公司高管薪酬总额 (万元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

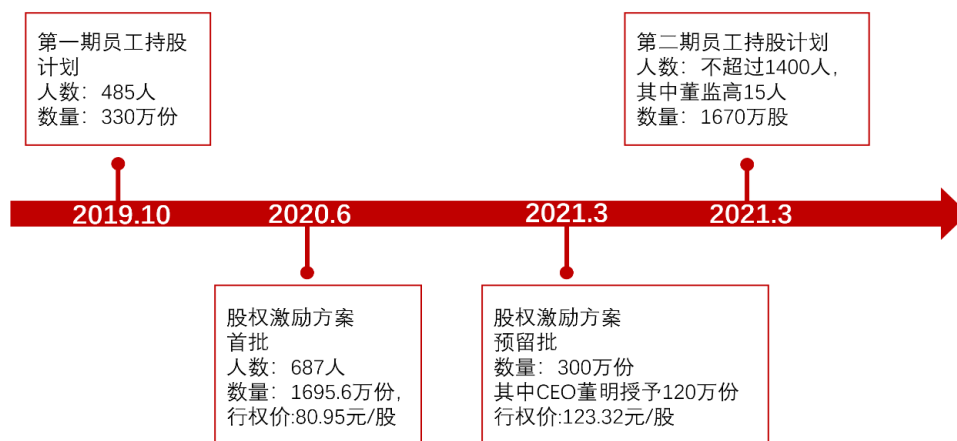
图 48: 主要中药类上市公司人均薪酬 (万元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

员工持股+股权激励提高管理层积极性。2019 年 10 月公司推出员工持股计划, 该计划总人数达 485 人, 一共回购 330 万份股票用于员工持股计划。2020 年新一轮的股权激励方案规模更大, 行权条件更加严格, 一共拟向公司员工授予股票期权总量为 2000 万份, 分两批进行。首批授予的激励对象共 687 人, 授予的股票期权为 1700 万份, 占总的计划授予股票期权总量的 85%, 行权条件从公司层面需达到 2021-2023 年 ROE 分别不低于 10%、10.5% 和 11%, 并且分红比例不低于 40%, 从个人层面需要个人业绩考核达到目标, 才能分阶段行权 40%、30% 和 30% 的股票期权, 行权价格为 80.95 元/股。2021 年 3 月将预留部分股权授予新任 CEO 董明 120 万份, 行权价格为 123.32 元/股。

图 49: 公司员工持股计划与股权激励计划



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 8：员工持股计划与股权激励计划

行权期（首次授予）	授予日	授予对象	数量	行权价	ROE 考核指标	分红比例
2020 年	2020/4/21	687 人	1695.6 万份	80.95 元/股	不低于 10%	不低于 40%
2021 年					不低于 10.5%	不低于 40%
2022 年					不低于 11%	不低于 40%
行权期（预留授予）	授予日	授予对象	数量	行权价	ROE 考核指标	分红比例
2021 年	2021/3/27	用于新增的核心骨干	300 万份	123.32 元/股	不低于 10.5%	不低于 40%
2022 年					不低于 11%	不低于 40%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 渠道变革，线上线下齐发力

“白药生活+”体验店已开店 14 家，通过打造私域传递“云南白药”品牌温度，打造品牌新优势。它是云南白药集医、药、养、健康生活、健康体验、增值服务为一体的新零售健康生活空间。产品覆盖白药经典普药类、健康洗护日化类、以豹七三七为主的养生中药材类，及具有功能性的康养食品类。为消费者提供高品质的健康生活服务未来有望成为新的利润增长点。

图 50：“白药生活+”门店



数据来源：公司官网，西南证券整理

积极推动传统医药与互联网结合，发展 IP 平台营销新策略。基于互联网大数据时代背景，公司积极探索新型的营销推广模式。搭建新媒体营销矩阵，积极拥抱互联网营销新趋势，与头部网红主播薇娅合作营销，微信公众号、知乎、小红书等流量平台开展营销推广，拓展互联网零售新渠道，走大 IP 场景化营销路线。凭借着独特配方和百年品牌优势，公司的白药系列已在市场中占据天然的领先地位，且已基本开发出满足各类需求的剂型、规格，通过产品升级可以开拓的市场空间较小，因此营销模式创新可成为公司进一步占领市场份额的有效驱动力。

图 51：公司主要线上营销渠道

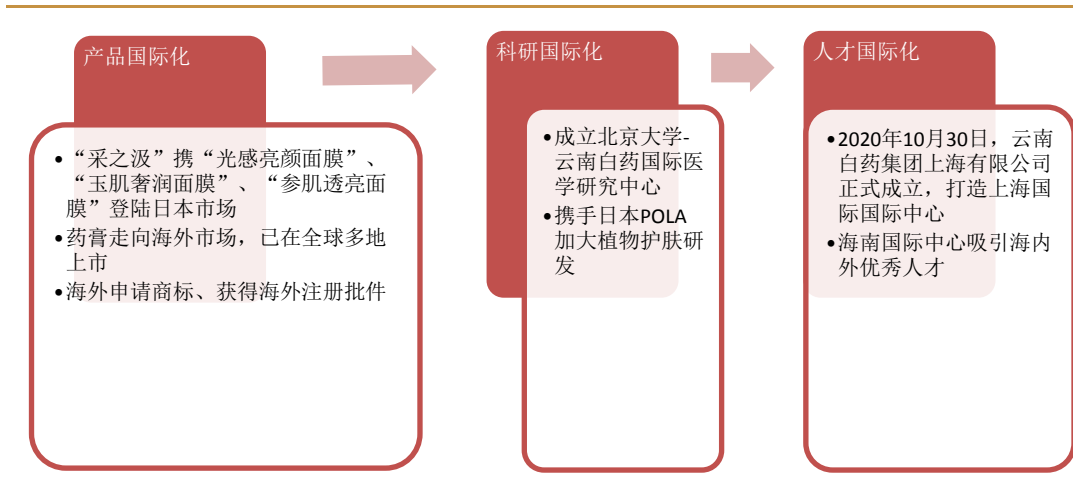


数据来源：微信、抖音、知乎、小红书等APP，西南证券整理

3.3 国际化布局，开启新征程

设立上海、海南国际中心，推动国际化发展。2020 年相继设立北京大学-云南白药国际医学研究中心、上海国际中心、海南国际中心相继落地。云南白药的国际化战略内涵不断从产品、科研、人才方面拓展。未来有望在北京、上海和海南三大国际化桥头堡的推动下进一步拓展海外市场。

图 52：云南白药的国际化战略



数据来源：西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司医药商业维持稳定的收入增长, 预计 2021-2023 年收入的增速分别为 20%、15% 和 15%, 毛利率分别为 9.6%、9.7% 和 9.7%。

假设 2: 药品事业部预计 2021-2023 年收入增速分别为 20%、15% 和 15%, 毛利率分别为 56%、56% 和 56%。

假设 3: 健康产品事业部主要是牙膏, 预计 2021-2023 年牙膏销量增速分别为 20%, 毛利率分别为 76%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
医药商业	收入	214.64	257.57	296.20	340.63
	增速	12.89%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	9.50%	9.60%	9.70%	9.70%
	净利润	6.35	7.73	8.89	10.22
药品事业部	收入	50.60	60.72	69.83	80.30
	增速	15.08%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	54.00%	56.00%	56.00%	56.00%
	净利润	29.82	18.22	20.95	24.09
健康产品事业部	收入	53.87	64.64	77.57	93.09
	增速	15.14%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	75.00%	76.00%	76.00%	76.00%
	净利润	18.93	22.63	27.93	33.51
其他 (包括中药事业部及其他主营和抵消项)	收入	8.32	4.62	6.81	9.33
	净利润	(23.24)	8.69	2.59	(3.21)
主营业务合计	收入	327.43	387.55	450.41	523.35
	增速	10.38%	18.36%	16.22%	16.19%
	毛利率	27.76%	26.02%	26.60%	27.09%
	净利润	31.86	48.57	57.76	67.82
非经常性损益		23.30	8.69	2.59	(3.21)
归母净利润 (加上非经常性损益后)		55.16	57.26	60.35	64.61

数据来源: 西南证券

4.2 相对估值

云南白药的业务主要涉及传统中药、大健康板块和医药商业三个板块，我们分别选取行业中 2 家主流公司，按照分部估值法给予估值。传统中药领域 2 家可比公司 2021 年的平均 PE 为 21 倍，大健康板块 2021 年 2 家公司的平均 PE 分别为 57 倍，医药商业板块 2021 年 3 家公司的平均 PE 为 10 倍。

表 10：中药、大健康、医药商业可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
传统中药								
600085.SH	同仁堂	28.90	0.85	0.95	1.02	34.00	30.42	28.33
000423.SZ	东阿阿胶	37.24	1.27	1.66	2.23	29.32	22.43	16.70
平均值						21.11	17.62	15.01
大健康板块								
证券代码	可比公司	股价（元）	21E	22E	23E	21E	22E	23E
600315.SH	上海家化	45.80	0.74	1.13	1.53	61.89	40.53	29.93
603605.SH	珀莱雅	159.35	3.04	3.77		52.42	42.27	
平均值						57.15	41.40	29.93
医药商业								
证券代码	可比公司	股价（元）	21E	22E	23E	21E	22E	23E
000028.SZ	国药一致	42.10	3.79	4.3		11.11	9.79	
603368.SH	柳药股份	22.66	2.79	3.4		8.12	6.66	
平均值						9.62	8.23	

数据来源：西南证券整理

结合公司几大业务板块的盈利预测，2021 年传统中药（包含中药资源事业部与药品事业部及其他）的净利润为 18.2 亿元，给予公司估值为 21 倍，对应市值为 382 亿元。大健康板块 2021 年的净利润为 22.6 亿元，给予公司估值为 57 倍，对应市值为 1290 亿元。商业板块 2021 年净利润为 7.7 亿元，考虑到公司作为区域龙头，相较于全国性的流通企业还有一定差距，给予医药商业 7 倍估值，对应市值为 54 亿元。综上，三大板块的市值加总为 1726 亿元，对应股价为 135.14 元/股，维持“买入”评级。

表 11：分部估值法对应市值

	2021 年净利润（亿元）	可比公司估值	给予公司估值	市值（亿元）
传统中药	18.22	21	21	382.54
大健康	22.63	57	57	1,289.65
医药商业	7.73	10	7	54.09
合计	48.57			1,726.27

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期，金融资产公允价值变动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32742.77	38754.57	45040.98	52334.98	净利润	5511.04	5720.32	6029.73	6455.20
营业成本	23655.88	28668.73	33061.99	38159.38	折旧与摊销	188.66	280.46	289.28	291.05
营业税金及附加	164.63	202.61	229.57	268.43	财务费用	-231.95	-775.09	-225.20	-261.67
销售费用	3795.03	3875.46	4504.10	5756.85	资产减值损失	-125.48	-200.00	-200.00	0.00
管理费用	860.45	968.86	1261.15	1465.38	经营营运资本变动	3439.75	-1606.18	-1992.49	-2273.37
研发费用	181.00	193.77	225.20	261.67	其他	-4953.12	-643.04	-754.96	-882.01
财务费用	-231.95	-775.09	-225.20	-261.67	经营活动现金流净额	3828.91	2776.47	3146.36	3329.19
资产减值损失	-125.48	-200.00	-200.00	0.00	资本支出	-927.84	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	392.17	400.00	400.00	400.00	其他	2014.34	900.00	900.00	900.00
公允价值变动损益	2240.37	500.00	500.00	500.00	投资活动现金流净额	1086.49	850.00	850.00	850.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	1965.44	-1965.44	0.00	0.00
营业利润	6812.00	6720.23	7084.17	7584.95	长期借款	33.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.87	9.55	9.64	9.41	股权融资	235.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	6801.14	6729.79	7093.80	7594.35	支付股利	-3832.21	-1103.21	-1145.11	-1207.05
所得税	1290.10	1009.47	1064.07	1139.15	其他	-1379.96	-142.91	225.20	261.67
净利润	5511.04	5720.32	6029.73	6455.20	筹资活动现金流净额	-2978.44	-3211.57	-919.90	-945.37
少数股东损益	-5.04	-5.23	-5.51	-5.90	现金流量净额	1933.52	414.90	3076.46	3233.82
归属母公司股东净利润	5516.07	5725.55	6035.24	6461.10					
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15279.73	15694.63	18771.09	22004.90	成长能力				
应收和预付款项	7334.33	8029.49	9444.98	11060.49	销售收入增长率	10.38%	18.36%	16.22%	16.19%
存货	10990.35	13262.32	15358.36	17708.58	营业利润增长率	43.62%	-1.35%	5.42%	7.07%
其他流动资产	15656.48	14402.99	14917.89	15515.31	净利润增长率	32.06%	3.80%	5.41%	7.06%
长期股权投资	328.95	328.95	328.95	328.95	EBITDA 增长率	39.34%	-8.02%	14.82%	6.52%
投资性房地产	0.55	0.55	0.55	0.55	获利能力				
固定资产和在建工程	3483.91	3275.50	3058.25	2839.24	毛利率	27.75%	26.02%	26.60%	27.09%
无形资产和开发支出	568.43	550.00	531.57	513.14	三费率	13.51%	10.50%	12.30%	13.30%
其他非流动资产	1576.73	1573.12	1569.50	1565.89	净利率	16.83%	14.76%	13.39%	12.33%
资产总计	55219.45	57117.54	63981.14	71537.06	ROE	14.37%	13.32%	12.60%	12.16%
短期借款	1965.44	0.00	0.00	0.00	ROA	9.98%	10.01%	9.42%	9.02%
应付和预收款项	7843.71	9483.80	10936.56	12633.78	ROIC	30.50%	29.51%	30.20%	28.43%
长期借款	36.60	36.60	36.60	36.60	EBITDA/销售收入	20.67%	16.06%	15.87%	14.55%
其他负债	7029.67	4636.09	5162.30	5772.84	营运能力				
负债合计	16875.43	14156.49	16135.46	18443.23	总资产周转率	0.62	0.69	0.74	0.77
股本	1277.40	1277.40	1277.40	1277.40	固定资产周转率	12.83	12.31	14.43	17.80
资本公积	17655.34	17655.34	17655.34	17655.34	应收账款周转率	11.71	11.08	11.88	11.57
留存收益	20927.64	25549.97	30440.10	35694.15	存货周转率	2.07	2.36	2.31	2.31
归属母公司股东权益	38052.55	42674.81	47564.95	52819.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.61%	—	—	—
少数股东权益	291.47	286.24	280.73	274.83	资本结构				
股东权益合计	38344.02	42961.06	47845.68	53093.83	资产负债率	30.56%	24.78%	25.22%	25.78%
负债和股东权益合计	55219.45	57117.54	63981.14	71537.06	带息债务/总负债	11.86%	0.26%	0.23%	0.20%
					流动比率	3.15	3.98	3.93	3.85
					速动比率	2.45	2.95	2.90	2.82
					股利支付率	69.47%	19.27%	18.97%	18.68%
					每股指标				
					每股收益	4.32	4.48	4.72	5.06
					每股净资产	29.79	33.41	37.24	41.35
					每股经营现金	3.00	2.17	2.46	2.61
					每股股利	3.00	0.86	0.90	0.94
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	6768.72	6225.60	7148.25	7614.32					
PE	25.89	24.94	23.66	22.10					
PB	3.75	3.35	3.00	2.70					
PS	4.36	3.69	3.17	2.73					
EV/EBITDA	17.39	18.37	15.57	14.19					
股息率	2.68%	0.77%	0.80%	0.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn