

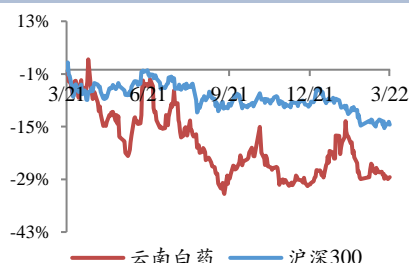
百年名药，百年品牌，成就大健康领导者

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022-03-02

收盘价（元）	90.88
近 12 个月最高/最低（元）	129.99/85.30
总股本（百万股）	1,283
流通股本（百万股）	607
流通股比例（%）	47.36
总市值（亿元）	1,166
流通市值（亿元）	552

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 百年名药，百年品牌，成就品牌价值

云南白药作为国家最高保密级别，有着百年的悠久历史。公司不仅仅局限于原有的白药传统药用功效，而是不断推陈出新，向大健康领域延伸拓展，一步步发展出超 50 亿元销售规模的大健康产品，在多项品牌排行榜中持续稳居行业首位，是当之无愧的中国大健康领域的领军者。体现在基本面上，过去十年，公司收入和归母净利润保持优质稳定增长。收入端由 2010 年的 100.75 亿元增长至 2020 年的 327.43 亿元，实现 CAGR13%；归母净利润端由 2010 年的 9.25 亿元增长至 2020 年的 55.16 亿元，实现年复合增长率 20%。

● 四大事业部各有特点，齐头并进

1) 药品事业部：包括传统的云南白药药品、透皮贴膏以及其他普药，其中白药贴膏以及气雾剂针对骨科大赛道，创可贴品牌连续 3 年得分最高，普药板块拥有较为完备的产品体系。2019 年药品事业部收入为 44.0 亿元，毛利率（母公司为主导）稳步提升至 2021 年 Q1 的 55.6%。

2) 健康产品事业部：长期优质增长，成为公司增长的核心动力。2020 年收入达 53.9 亿元，同比增长 15.1%，占公司总收入的 16.5%。其中牙膏市占率继续稳居第一，2020 年云南白药牙膏的国内市场占有率为 22.20%，具有强大品牌影响力。并且不局限于牙膏，而是云南白药以牙膏为成功典范，拓展至洗护用品、卫生用品以及美妆用品，开启大健康全产业链之路。

3) 中药资源：受三七价格下滑影响，2019 年板块收入增长停滞。但公司一直主打豹七三七，建全产业链体系，打造高标准、高品质的豹七三七，进一步强化豹七品牌在三七中高端市场的占位。渠道上有序推进以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式，“白药生活+”体验店持续收获好口碑，截至 2020 年已开店 18 家，开店规模逐年稳步提升。

4) 省医药公司：2020 年云南省医药公司营收 215 亿元，公司作为云南省内龙头，市占率不断提高。加上定增参与全国龙头医药商业公司上海医药，白药作为战略投资者拟认购金额共计 112.29 亿元，持有上海医药 18.02% 的股份，期待两者的强强联合。

● 改革激发白药新活力

混改完成：2019 年，为期四年的混改工作圆满落地。引入民营资本，通过无实际控制人方式协商共进；管理团队去行政化，回归到市场化的逻辑当中；增强白药资金实力，公司成为医药产业收购、资源整合的平台，开启战略规划和国际化布局。

产业新布局：借力混合所有制改革和吸收合并整体上市为公司带来的体制机制活力和资金资源优势，公司以市场化运作思路进行了下一步战略

调整和产业布局。资金运作也是动作频频，先后在工业大麻、抗体、投资、医美等热门领域发力，彰显自身大健康管理的战略方向。

引入新管理人才：2021年3月聘任华为前副总裁董明为云南白药集团股份有限公司首席执行官（CEO）；2022年1月聘任美国约翰·霍普金斯大学医学院生化、细胞及分子生物学博士，北京大学教授张宁担任首席科学家。打造科技+研发的全方位人才布局，为未来发展奠定基础。

● 投资建议

我们预计，公司2021~2023年收入分别383.9/441.7/505.4亿元，分别同比增长17.3%/15.0%/14.4%，归母净利润分别为38.0/51.8/60.2亿元，分别同比增长-31.2%/36.4%/16.3%，对应2021~2023年EPS为2.96/4.04/4.70元，对应估值为31X/23X/19X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

● 风险提示

产品价格波动不及预期，投资收益不及预期，牙膏及大健康产品业绩不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32743	38393	44170	50538
收入同比（%）	10.4%	17.3%	15.0%	14.4%
归属母公司净利润	5516	3795	5177	6023
净利润同比（%）	31.8%	-31.2%	36.4%	16.3%
毛利率（%）	27.8%	28.1%	28.3%	28.6%
ROE（%）	14.5%	9.1%	11.0%	11.4%
每股收益（元）	4.32	2.96	4.04	4.70
P/E	26.30	30.72	22.52	19.35
P/B	3.81	2.79	2.48	2.20
EV/EBITDA	30.36	16.75	11.81	9.46

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 云南白药历史悠久，坚持大品牌下多品牌发展的策略	6
2.健康事业部：打造全方位个人护理产品平台	11
2.1.云南白药牙膏错位竞争，切入高端细分市场	11
2.2.大健康品牌延伸，提升主业附加价值	16
3.药品事业部：品牌提高客户粘性	19
3.1.精准布局骨伤科大赛道：药膏、气雾剂为明星产品	20
3.2.云南白药创可贴：以含药创可贴为创新点击败邦迪	22
3.3.普药板块种类繁多，气血康大品种逐渐显现	23
4.中药资源板块与医药商业表现平稳	24
4.1.中药资源事业部：进一步强化豹七品牌	24
4.2.医药商业板块	25
5.推荐逻辑及盈利预测	26
5.1.盈利预测	26
5.2.推荐逻辑	26
风险提示：	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 云南白药历史事件轴	6
图表 2 云南白药近年品牌荣誉	7
图表 3 营业收入及同比增长（亿元、%）	7
图表 4 归母净利润、扣非归母净利润及同比增长（亿元、%）	7
图表 5 公司销售毛利率、销售净利率情况（%）	8
图表 6 公司期间费用率情况（%）	8
图表 7 云南白药旗下产品品牌分布	8
图表 8 公司收入构成（亿元）	9
图表 9 2020 年公司四大事业部收入占比	9
图表 10 2016 年混改前股份结构	10
图表 11 最新股权结构（2022/2）	10
图表 12 公司目前资金动向	10
图表 13 近年健康产品事业部收入及同比增速（亿元、%）	11
图表 14 中国牙膏市场规模（亿元）及增速	12
图表 15 2020 年中国牙膏产品需求结构	12
图表 16 云南白药牙膏中国占比变化	12
图表 17 中国牙膏顾客满意指数排行榜（C-CSI）	13
图表 18 2015-2020 年牙膏平均价格（元/盒）	13
图表 19 2017 年牙膏消费结构	13
图表 20 云南白药牙膏系列产品	14
图表 21 云南白药牙膏线上线下渠道	15
图表 22 公司洗漱系列产品	16
图表 23 大健康品牌延伸	16
图表 24 2019 年女性收入结构	17
图表 25 女性消费频率	17
图表 26 养元青洗护产品	17
图表 27 采之汲面膜	18
图表 28 云南白药采之汲获得相关资格证明	18
图表 29 近年药品事业部收入及同比增速（亿元、%）	19
图表 30 母公司毛利率情况（%）	19
图表 31 药品事业部核心药品基本情况	19
图表 32 云南白药膏介绍	21
图表 33 2019 年中国城市公立医疗机构终端中成药贴膏剂 TOP10 产品	21
图表 34 云南白药气雾剂产品介绍	22
图表 35 云南白药气雾剂特点	22
图表 36 中国创可贴品牌排行榜（C-BPI）	23
图表 37 气血康生产商家	23
图表 38 中药资源板块产品系列	24
图表 39 云南白药药七三七品牌	25

图表 40 省医药公司营收情况（亿元、%）	25
图表 41 省医药公司净利润情况（亿元、%）	25
图表 42 公司预测汇总（百万元）	26
图表 43 上市公司估值对比	26

1 云南白药历史悠久，坚持大品牌下多品牌发展的策略

云南白药，原名“万应百宝丹”，于 1902 年由云南民间名医曲焕章创制，拥有国家机密级配方，受到永久性保护。云南白药集团股份有限公司前身是 1971 年建立的云南白药厂，1993 年在深交所挂牌上市，成为云南省首家上市公司。公司主要经营涉及化学原料药、化学药制剂、中成药和中药材等，拥有云南白药散剂和云南白药胶囊两个国家一级中药保护品种，以事业部的形式，按照产品系列及服务划分四大业务板块，较早实施多元化战略。

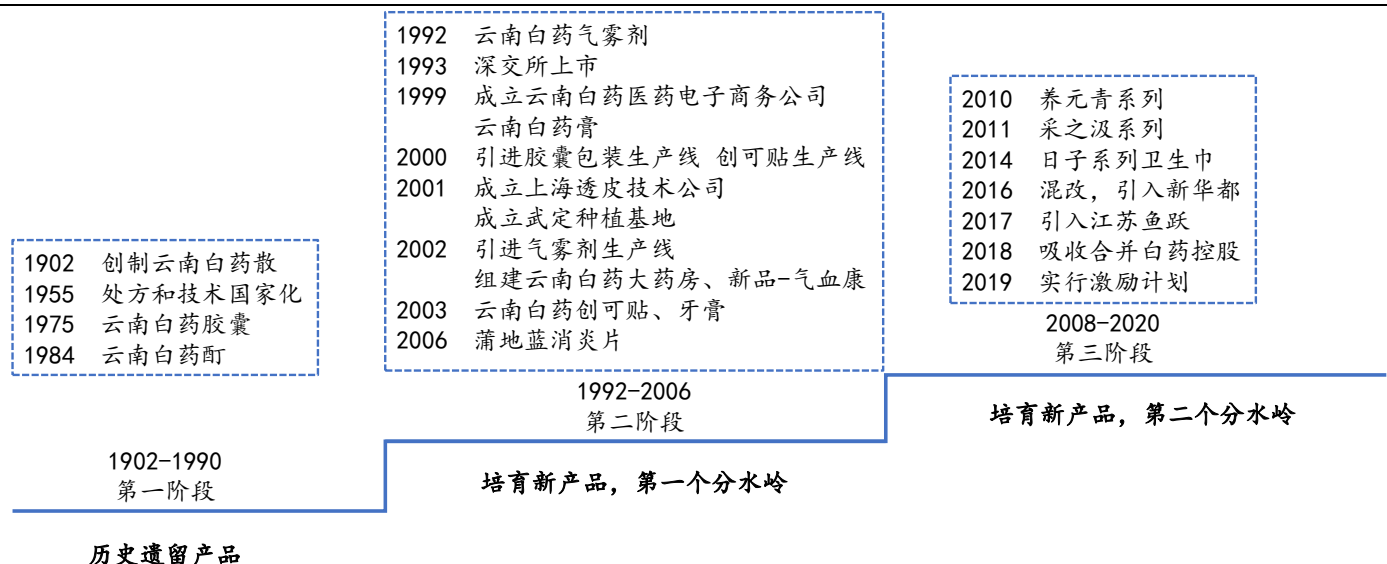
根据公司的历史沿革，可以划分为 3 个时期：

1902-1990 年：品种发现及培育期。从 1902 年曲焕章创制云南白药散开始，经历四十余年的民间传播，新中国成立后的 1955 年正式国有化，期间围绕白药成分，研制出云南白药胶囊、酊等剂型。

1992-2008 年：第一分水岭。1992 年云南白药气雾剂腾空出世，使得云南白药的名声继续扩大；紧接着公司丰富产品生产线，推出创可贴、云南白药牙膏等单品。云南白药从传统中药走向现代化大健康产品，完成从“疗伤圣药”到“止血化瘀”的概念转型。

2008-2020 年：第二分水岭。自 2010 年起，云南白药不止步于“止血化瘀”的概念，而是在云南白药牙膏的基础上实施“新白药、大健康”产业战略，陆续推出养元青、采之汲、日子系列卫生巾等系列产品，从中成药企业逐步发展成为我国大健康产业领军企业之一。现在，云南白药已经从单纯的制药企业向消费品企业转型，成为中药企业向消费品企业转型的标杆对象。

图表 1 云南白药历史事件轴



资料来源：公司官网，华安证券研究所

云南白药卓越的功效誉满中外，已经荣获多个实力品牌价值奖项。在胡润品牌榜、BrandZ 发布的品牌排行榜中，持续稳居行业首位。云南白药通过不断深挖“白药品牌”的内涵和核心价值，现已形成专属白药的核心竞争优势。

图表 2 云南白药近年品牌荣誉

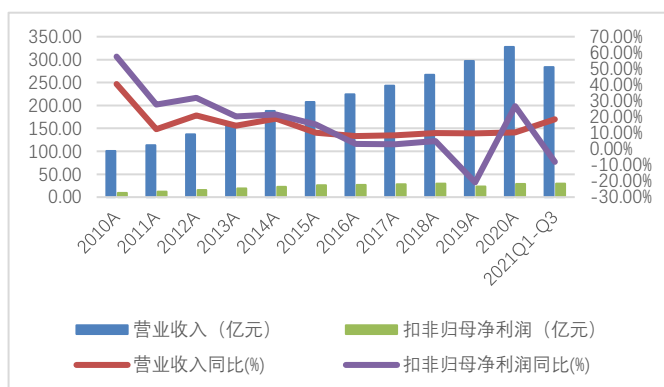
年度	获奖情况	颁发机构
2012	入选中国十大消费品牌榜单，成为其中唯一的本土医药品牌	美国《巴伦周刊》
2013	作为唯一医药企业上榜“最受赞赏公司”榜单	《财富》（中文版）
2014	获评中国工业领域的最高奖项“中国工业大奖”，为历次评选中唯一入选医药行业企业	中国工业大奖表彰大会
2015	荣获“中国医药企业老字号品牌礼赞”	全国医药经济信息发布会
2016	获 2016 年“最受赞赏的中国公司”，连续六年上榜	《财富》
2017	入选“2017 亚洲最佳上市公司 50 强”	福布斯中文网
2018	位列胡润品牌榜第 42 位，医疗健康业第 1 位，最具价值中国大健康品牌 TOP10，连续 10 年入围榜单	胡润品牌榜
2019	最具价值中国品牌 100 强”排行榜，云南白药位列医疗保健行业第 1 位	BrandZ
2020	连续 7 年上榜“福布斯全球企业 2000 强”，排名不断靠前	福布斯官网

资料来源：公司官网，华安证券研究所

过去十年，公司收入和归母净利润保持优质稳定增长。收入端由 2010 年的 100.75 亿元增长至 2020 年的 327.43 亿元，实现 CAGR13%；归母净利润端由 2010 年的 9.25 亿元增长至 2020 年的 55.16 亿元，实现年复合增长率 20%。（2019 年非经常性损益增加是由于现行的会计准则将公司相当规模的投资业务、委托理财业务等归为非经常性损益）

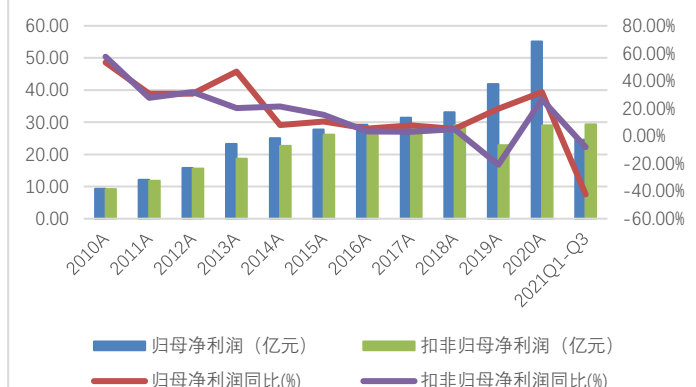
2020 年虽然受新冠疫情影响，但业绩仍保持稳定增长。2020 年实现营业收入 327.43 亿元，同比+10.38%；归母净利润 55.16 亿元，同比+31.85%；扣非归母净利润 28.99 亿元，同比+26.63%。2021 一季度继续摆脱疫情影响，2021 前三季度实现营业收入 283.63 亿元，同比+18.52%；归母净利润 24.51 亿元，同比-42.38%，主要受投资收益影响，公司持有的交易性金融资产亏损。不过根据 2022 年 1 月 24 日公司公告的调研记录，2022 年公司将严格控制二级市场投资规模，在董事会审批的额度范围内，公司将逐步减仓，不继续增持。扣非归母净利润为 29.31 亿元，同比-7.96%。

图表 3 营业收入及同比增长（亿元、%）



资料来源：wind，华安证券研究所

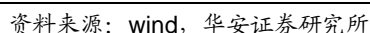
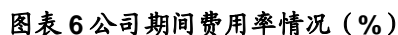
图表 4 归母净利润、扣非归母净利润及同比增长（亿元、%）



资料来源：wind，华安证券研究所

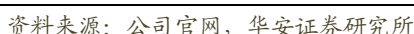
盈利能力稳健，费用率逐步下滑。2010 年至今，公司毛利率始终保持在 30% 左右保持稳定，净利率方面由于近年来投资收益比重占比提升，导致呈现波动，但从扣非归母净利率自 2019 年以来稳步提升，2021 年前三季度为 10%。

图表 5 公司销售毛利率、销售净利率情况 (%)



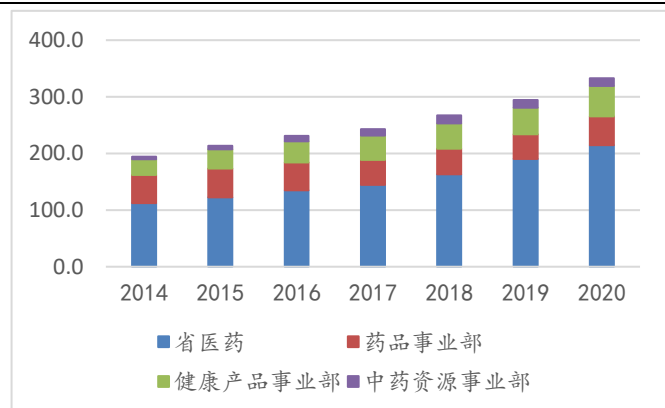
公司以事业部的形式划分，包括药品、健康产品、中药资源和省医药四大事业部。各个事业部既独立又相互支撑，形成从选育、种植、研发、制造到健康产品及服务的全产业链市场价值体系，形成三产融合贯通、多板块互利发展的经济生态圈。同时，公司逐渐形成以云南白药为驰名大品牌，延伸至药品品牌、个人健康护理产品品牌、原生药材及大健康产品品牌的多（子）品牌格局。

图表7 云南白药旗下产品品牌分布



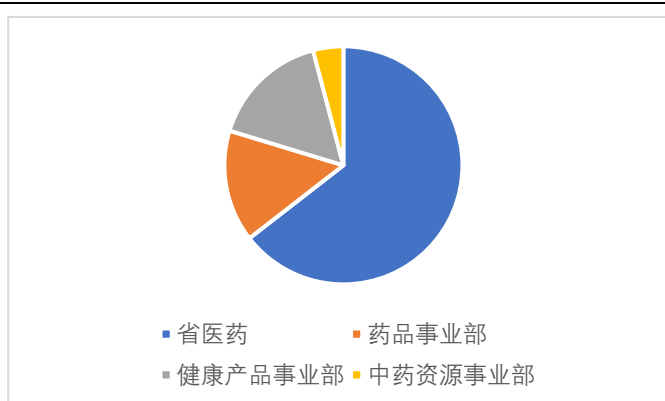
- 药品事业部：产品涵盖 16 个剂型共计 370 余个品种，包括主要分为含云南白药成分的核心产品系列和以中药（民族药）为主的普药产品系列，形成了涵盖伤科血症、心脑血管、妇科等多个疾病治疗领域的产品体系。2020 年，药品事业部实现营收 50.6 亿元，同比增长 15.1%，占公司总收入的 15.5%。
- 健康产品事业部：主要产品为牙膏、养元青、卫生巾、面膜等个人护理产品，培育情况良好。2020 年，健康产品事业部实现营收 53.87 亿元，同比增长 15.1%，占公司总收入的 16.5%。
- 中药资源事业部：通过整合文山公司、丽江公司、武定种源公司、中药饮片分公司形成。该事业部拥有中药材的全产业链布局，包括中药材种植、药材加工、物流、终端销售、进出口业务等环节。
- 云南省医药公司：主要负责公司医药商业业务。2020 年，省医药实现营收 214.64 亿元，同比增长 12.9%，占公司总收入的 65.6%。

图表 8 公司收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 2020 年公司四大事业部收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

混改实现真正的市场化，极大激活白药经营的活力

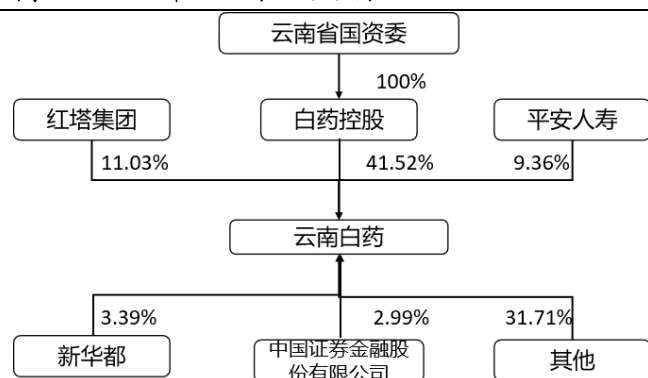
云南白药的混改经过了两个阶段。

第一阶段是实现“治理市场化”。于 2016 年由云南省国资委 100%控股的云南白药控股公司开始混改实质性操作。2016 年底，白药控股以增资扩股吸收新华都进入，云南国资委与新华都各持股 50%。2017 年 6 月，白药控股再次增资扩股，在江苏鱼跃持股 10%后，云南省国资委与新华都各自持股 45%。

第二阶段是实现整体上市。2018 年年末，云南白药通过向白药控股的三家股东云南省国资委、新华都、江苏鱼跃发行股份的方式对白药控股实施吸收合并。云南白药为吸收合并方，白药控股为被吸收合并方。为了实现交易完成后云南省国资委与新华都及其一致行动人所持有上市公司的股份数量一致，白药控股定向回购新华都实业持有的白药控股部分股权并在白药控股层面进行减资。

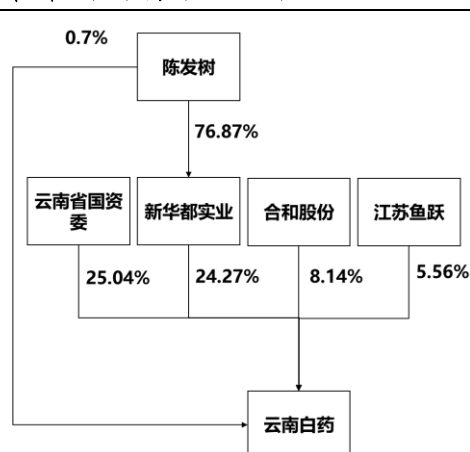
最新股权结构显示，云南国资委持股 25.04%，新华都持股 24.27%，云南合和持股 8.14%，江苏鱼跃的持股比例为 5.66%。

图表 10 2016 年混改前股份结构



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 最新股权结构（2022/2）



资料来源：wind，华安证券研究所

公司进一步的战略调整和产业布局

借力混合所有制改革和吸收合并整体上市为公司带来的体制机制活力和资金资源优势，公司以市场化运作思路进行了下一步战略调整和产业布局。资金运作也是动作频频，先后在工业大麻、抗体、投资、医美等热门领域发力，彰显自身大健康管理战略方向。

图表 12 公司目前资金动向

事件	时间	资金	内容目的
认购万隆控股发行的 2 年期可换股债券	2019. 10. 14	7.3 亿港元	借此布局工业大麻，一方面能够获得固定收益，另一方面可以进一步加深双方合作，在个人护理产品贸易，以及植物提取和配套监测、物流、进出口及相关服务方面继续合作。
认购中国抗体制药有限公司在香港联合交易所的首次公开发行股份	2019. 10. 26	5,000 万美元	扩展云南白药在创新药领域的业务，作为传统药企进军创新领域迈出的重要布局。
成立国际医学研究中心	2019. 12. 24	-	充分发挥北京大学的人才吸引优势和云南白药的市场化优势，在医药卫生健康领域开展项目合作。
参与厦门楹联健康产业投资	2020. 01. 20	10,000 万元人民币	共建产业投资平台。
设立上海科技有限公司、上海健康产品有限公司	2020. 06. 20	注册资本分别为 5,000 万、100 万	开展美肤基础研究、技术转化、小规模生产和资质取证等业务。
参与上海医药定增	2021. 05. 12	云南白药将作为战略投资者拟认购金额共计 112.29 亿元，持有上海医药 18.02% 的股份	借助上海医药的优质平台和产业资源，进一步放大云南白药作为行业领军企业所拥有的规模、渠道和品牌优势，通过双方未来在医药健康领域广泛而深入的合作。
设立上海国际中心	2021. 06. 09	总投资约 15.5 亿	建立白药集团国际运营中心、布局创新研发体系、建设云南白药精准定制肌肤管理平台等内容。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

引入多元人才

华为副总裁出任 CEO，为公司科技赋能。2021 年 3 月 4 日，云南白药经董事

会研究，决定聘任董明为云南白药集团股份有限公司首席执行官（CEO）。

董明出任云南白药集团 CEO 之前，是华为中国区副总裁，华为中国区首席知识官。董明在华为工作超过 21 年，经过华为的综合管理、销售、产品解决方案等多个岗位历练。出任 CEO 后，董明也表示今后将致力于持续打造研发、解决方案和用户运营的三个作战平台，以及数据、知识和质量的三个管理平台。

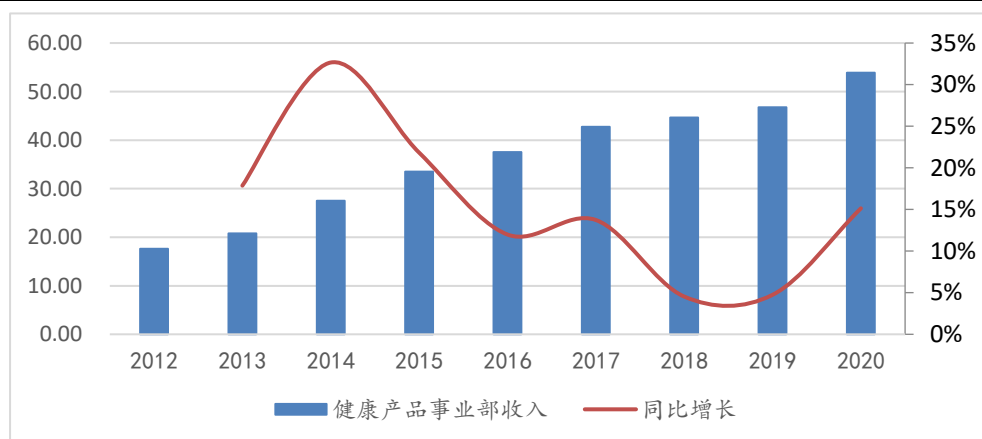
聘任张宁先生担任公司首席科学家。为了进一步丰富云南白药的研发管线，整合多种产品形态打造医药综合解决方案，聘任张宁先生为公司首席科学家。

张宁为美国约翰·霍普金斯大学医学院生化、细胞及分子生物学博士，北京大学教授。长期从事生物医学及细胞生物学研究，为国家杰出青年科学基金获得者、科技部中青年科技创新领军人才、突出贡献专家、天津市杰出人才、教育部新世纪优秀人才、天津市特聘教授、天津市十佳杰出留学回国人员、天津青年科技奖获得者、美国李氏基金会杰出成就奖获得者。

2.健康事业部：打造全方位个人护理产品平台

健康事业部长期优质增长，成为公司增长的核心动力。2006 年，云南白药集团成立了健康产品事业部，负责牙膏销售，现已延伸养元青洗护系列、采之汲护肤系列、清逸堂护理系列等产品线。从成立至今，云南白药健康产品事业部始终保持增长的态势，2012 年至 2020 年收入端 CAGR 为 15%。2020 年收入达 53.87 亿元，同比增长 15.1%。

图表 13 近年健康产品事业部收入及同比增速（亿元、%）



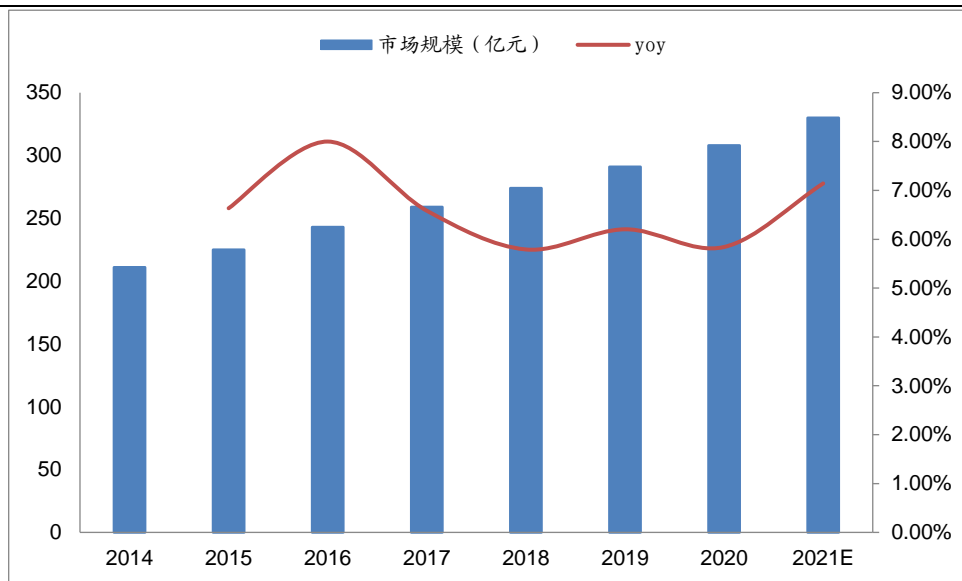
资料来源：wind，华安证券研究所

2.1.云南白药牙膏错位竞争，切入高端细分市场

2.1.1.牙膏行业：专业健口时代，中草药品类前景巨大

牙膏作为日常生活中的刚需品，随着人口增长、人们生活水平提高和消费观念转变，牙膏市场需求进一步扩大，牙膏市场规模也有所增长。我国牙膏市场规模从 2014 年 211 亿元到 2020 年增长至 308 亿元，实现 CAGR6%，预计 2021 年中国牙膏市场规模达 330 亿元，未来将继续保持增长。

图表 14 中国牙膏市场规模（亿元）及增速

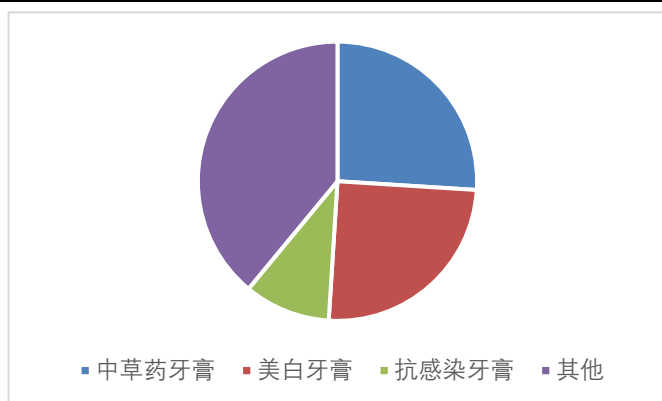


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

中草药品类牙膏更受消费者认可。从牙膏功效上看，中草药品类牙膏在逐年上涨的趋势下，占比 26% 位列第一。随着居民的健康意识和护理意识的持续增加，中国牙膏市场已经从传统的清洁护齿时代步入了一个新的专业健口时代。中草药主打天然成分概念，如植物提取物、矿物材料、动物提取物、生物酶、多肽等，以其绿色天然、安全、功效独特的优势顺应了现代人崇尚自然的消费观念，成为口腔护理用品发展的热点。同时，止血消炎、清洁解毒等内在功能镶嵌在牙膏上也更符合现代人对牙膏的功效性需求，中草药牙膏的开发具有很好的市场前景和长久的开发潜力。

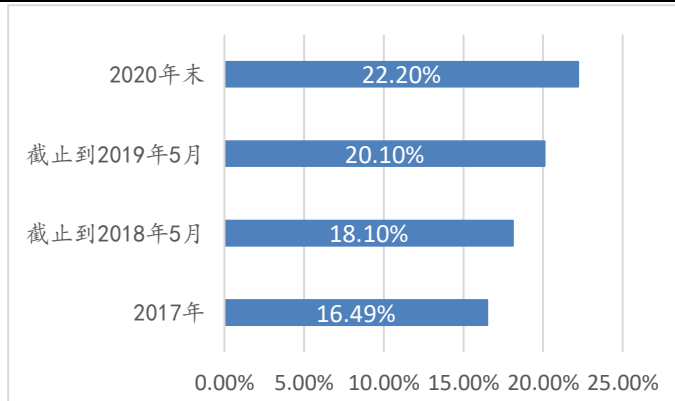
根据公司统计，云南白药牙膏市场份额持续稳居全国第一，2020 年市场占有率达到 22.2%。在前 5 品牌（占市场份额 65%）中增速领跑，与其他主要竞品差距持续拉开，第一地位进一步稳固；渠道纬度看，从大卖场到食杂店，渠道把控力度与管控精度在业内继续领跑。

图表 15 2020 年中国牙膏产品需求结构



资料来源：中国口腔护理用品工业协会，华安证券研究所

图表 16 云南白药牙膏中国占比变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

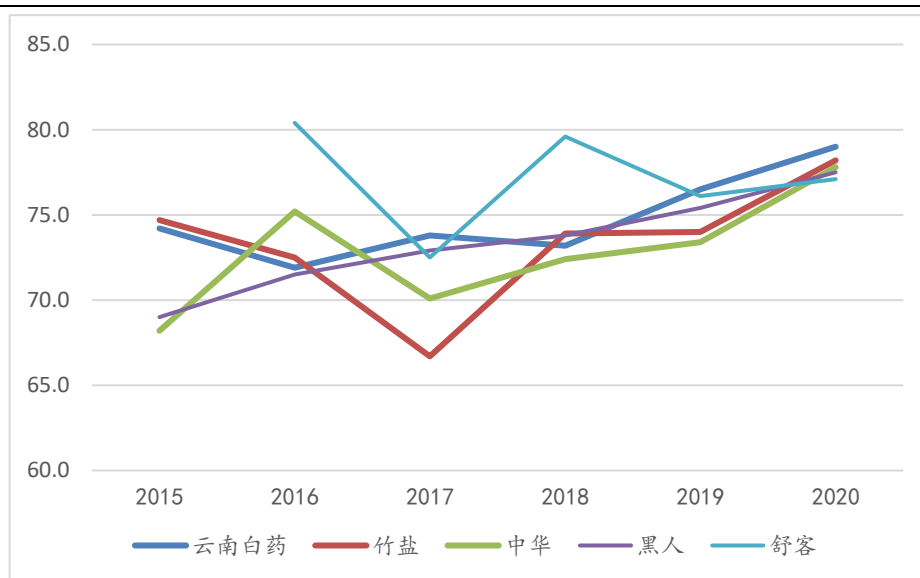
2.1.2. 云南白药牙膏：定位高端市场，产品布局顺应消费升级趋势

2003 年，公司推出云南白药牙膏，该产品是药和快消品的结合。国家保密配方

云南白药是止血、消炎、愈伤三个领域都非常出色的药品，跟牙膏嫁接之后，对口腔溃疡、牙龈出血都有非常好的抑制作用。白药牙膏完全承接了母品牌在认同度上的品牌资产，将止血这一功效，完全植入消费者的心里，从而获得消费者的极大认可。

品牌评级权威机构 Chnbrand 发布的 2019 年中国顾客满意度指数(C-CSI)品牌排名和分析报告中，云南白药牙膏高居牙膏品类榜首，这说明国产老字号云南白药牙膏通过积极开展创新研发、品牌赋能与年轻化升级，以及持续深耕并优化用户体验，使得顾客满意度上升明显，爆发出新的品牌活力，逐渐拉近与国际品牌的距离。

图表 17 中国牙膏顾客满意指数排行榜 (C-CSI)



资料来源：Chnbrand，华安证券研究所

回顾云南白药成功的原因，主要在于：

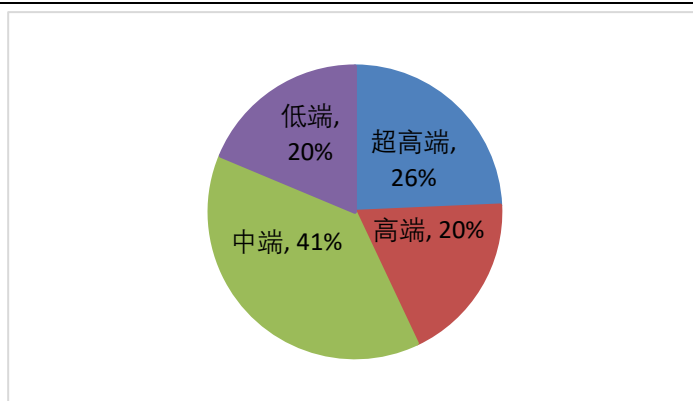
1) 云南白药牙膏定位准确，高端市场是牙膏趋势。消费结构上，2017 年超高端（平均价格 > 15 元/100g）和高端牙膏（9 元/100g < 平均价格 ≤ 15 元/100g）合计市场份额达到 46%，占据主要市场。同时从 2015-2020 年牙膏平均价格趋势上，也可看到牙膏的均价也在整体向上。随着中国口腔清洁护理产品市场高端化趋势愈加明显，高端、超高端价位的牙膏占比有望进一步提升。

图表 18 2015-2020 年牙膏平均价格（元/盒）



资料来源：中国口腔清洁护理用品工业协会，华安证券研究所

图表 19 2017 年牙膏消费结构











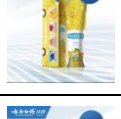






资料来源：中国口腔清洁护理用品工业协会，华安证券研究所

2) 产品向细分化渗透。2016 年，云南白药便持续推广金口健、朗健等不同定位

及功效的牙膏产品系列。2018 年, 云南白药相继推出儿童牙膏、活性肽系列等新品, 并且对金口健益优清新系列的包装及概念进行优化升级。云南白药牙膏对口腔进行日常保健护理、防治口腔疾病的同时并能洁齿美白, 标本兼顾, 一举两得。

图表 20 云南白药牙膏系列产品

系列	品类	分类	功效	产品示例
白药牙膏	云南白药牙膏(双效抗敏)		缓解敏感, 提升口腔健康	
	云南白药牙膏活性肽		修复黏膜损伤, 缓解口腔溃疡	
	经典款	留兰香型		
		薄荷清爽型	养护牙龈、清新口气、亮白健齿	
		冬青香型		
	朗健清爽薄荷牙膏		祛烟渍、异味, 美白清新	
金口健	益优 (两种薄荷香型)	激爽薄荷香型	添加口腔专属“益生菌 CPT”; 平衡口腔菌群; 祛除口腔异味	
		冰柠薄荷香型		
	亮齿白		抑菌因子: 抑菌; DCPA 洁牙亮白因子: 美白; 活血和养护因子: 养护	
	蕴康无氟-孕产期妇女专属		口气清新、清洁、牙周护理	
儿童牙膏	益生菌儿童牙膏 (3-6 岁三种香型)	橙香型	健齿防蛀、平衡口腔菌群、提高口腔免疫力; 吞咽安全; 零刺激	
		葡萄香型		

益生菌儿童牙膏（6-12岁两种香型）	草莓香型	健齿防蛀、平衡口腔菌群、提高口腔免疫力、强健牙釉质	
	桃子果茶香		
	清爽薄荷香型		

资料来源：云南白药牙膏官方旗舰店，华安证券研究所

3)成分非传统，独含云南白药活性成分，功效更强。白药牙膏嵌合白药配方后能够帮助减轻牙龈出血、黏膜损伤等口腔症状；同时对牙龈炎、牙周炎、牙龈萎缩等问题也具有很好的预防作用。

4)线上线下渠道深度覆盖。在线下市场，云南白药通过深度分销策略，覆盖了药店、流通、KA等多个渠道；在线上市场，健康产品事业部门积极拥抱互联网，在以旗舰店形式入驻各大电商平台的基础上，在杭州成立互联网营销中心，进驻天猫、天猫超市、京东自营主流电商渠道，并精选拓展唯品会、苏宁易购等优质渠道。此外，还通过自主研发等多种方式，拓宽产品和服务覆盖范围，打造综合型全方位个人健康护理生态体系。

图表 21 云南白药牙膏线上线下渠道



资料来源：公司官网，华安证券研究所

5)产品扩充升级，牙膏延伸品带动增速稳健。云南白药不仅仅局限于牙膏的成功，更是瞄准口腔护理的品牌度继续衍生，研发儿童孕妇使用的牙膏、牙刷、漱口水等新品。围绕口腔安全，构建完善的国民口腔护理生态，让产品形象深入人心。

图表 22 公司洗漱系列产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2.大健康品牌延伸，提升主业附加价值

以牙膏为成功典范，云南白药开启和拉动了大健康产业之路。2010 年推出了养元青洗发护发系列，2011 年推出采之汲面膜系列，于 2014 年收购清逸堂 40% 股权，进行卫生巾领域，不断拓展大健康领域势力范围，产业价值链不断延伸。2018 年公司将健康品事业部团队拆分成口腔、洗护、美肤业务 3 个业务单元。公司持续对大健康系列产品进行重点培育投入，有望形成相关业务板块新的高速增长点。

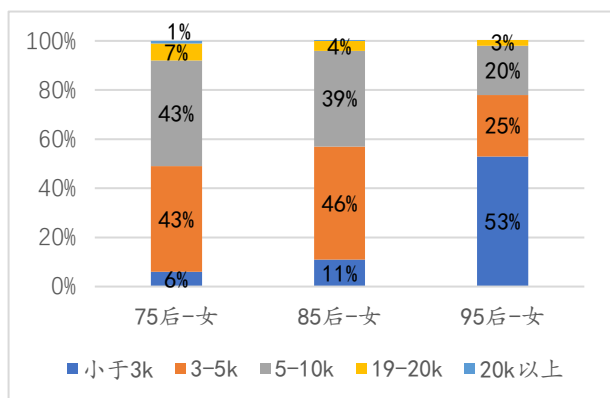
图表 23 大健康品牌延伸



资料来源：公司官网，华安证券研究所

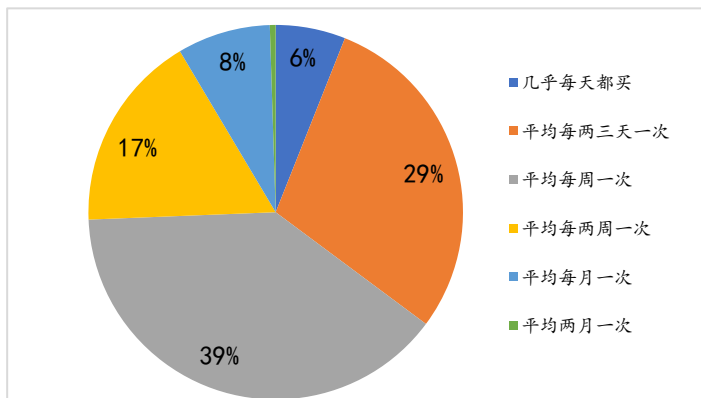
三大品牌延伸共同点：针对女性的健康生活。2019 年 75 后、85 后女性月收入 5k 以上接近半数。女性月均购物频次 7.2 次。另外，女性的消费特征不断的向“自我取悦”、“颜值”、“个性”、“品质”方向发展，尤其在美容和健康方面。随着中国女性受教育水平不断提升，女性自我独立意识觉醒，女性高收入群体数量增加，女性消费实现升级，成为新时代消费主力军。

图表 24 2019 年女性收入结构



资料来源：Mob 研究院，华安证券研究所

图表 25 女性消费频率



资料来源：Mob 研究院，华安证券研究所

全力布局医美赛道。2021 年 12 月 30 日，云南白药发布公告称，下属二级全资子公司将云臻公司 100%股权无偿转让给集团。股权转让完成后，云南白药拟向云臻公司增资 5 亿元。将医美子公司从三级子公司调整至二级子公司并增资。云臻公司计划于 2022 年 12 月前，在北京、上海开设 8 家医疗门诊部机构，以达成公司阶段性的战略意图。

养元青

养元青洗发水目前已经推出头皮护理系列、控油健发系列、淘米水滋养系列、小养系列等系列产品。基于养元青良好的产品力，集团层面及项目团队对产品未来充满信心，现阶段仍是放量阶段。养元青系列总体发展速度较为平缓，主要是由于产品的显效周期较长，通过营销推进消费者的培育时间较长。随着公司持续提升对养元青系列产品的推广力度，基于其本身较强的产品力，相信未来会为健康板块业务形成有力支撑。

图表 26 养元青洗护产品



资料来源：云南白药天猫旗舰店，华安证券研究所

采之汲系列：高端定位，率先登陆日本市场

采之汲的定位是高端护肤品牌，产品培育正在发力。云南白药 2011 年向市场推出采之汲面膜，将植物护肤理念与国外科研技术相结合，拥有 100%植物原浆面膜、Rh2 肌底面膜等多系列广受好评的天然植物保养产品。

图表 27 采之汲面膜



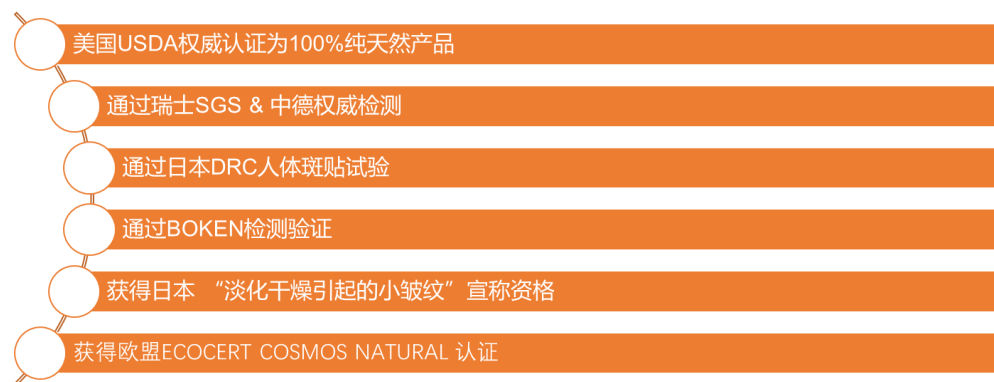
资料来源：云南白药天猫旗舰店，华安证券研究所

采之汲作为高端国货，有望迎接国潮。腾讯发布的 2019 年《国货美妆洞察报告》显示，有 42% 的消费者更愿意选择国货美妆品牌，九成消费者表示未来会再次购买国货美妆。随着人们对于国产化妆品的接受度越来越高，高端国货采之汲系列可能会迎来新一轮热度。

云南白药采之汲面膜继 2019 年日本认证“淡化干燥引起的小皱纹”宣称资格、美国 USDA 认证 100% 源于天然后，获欧盟 ECOCERT COSMOS NATURAL 认证，标志着采之汲代表中国优质品牌和产品进入欧美日市场具备了相应的条件。ECOCERT 是国际最具权威的、也是认证范围最广的有机护肤品认证机构，加上美国的 USDA 认证，目前二者占据全球 98% 以上的有机护肤品和化妆品认证市场。云南白药采之汲高端护肤品牌逐渐提升的国际影响力将有助于推动在中国美妆美肤市场的发展。

公司持续加大美肤产品的研发力度，验证数十种植物成分在美白、抗炎、抗衰等方面的护肤功效，近期还携手日本 POLA，打造植物护肤新航标，未来将致力于研发更适宜东亚人的护肤方式及产品，尽快推出能为国人肌肤健康问题提供解决方案的新产品。

图表 28 云南白药采之汲获得相关资格证明



资料来源：公司官网，华安证券研究所

清逸堂

公司 2014 年收购清逸堂 40% 的股份，进军巾领域，继续开拓公司在大健康领域的产品范围。云南白药清逸堂实业有限公司生产中心，是专业从事一次性卫生用品(卫生巾、卫生护垫)的生产基地。生产中心现有两个生产车间，拥有 9 条国内一流的全伺服高速卫生巾（卫生护垫）生产流水线，具备年产 10 亿片产品的生产能力。

公司在原有“日子”卫生巾的基础上推出了菲漾高端私护卫生巾（微商）、白晓晓系列（电商渠道）、益小小系列（线下渠道）等多款高端套装及产品，实现线上线下多渠道、不同消费群体的差异化销售。

此前，“日子”系列卫生巾产品线下已全面覆盖云南省地州市场，以产品独特的护理功效抢占了省内 40% 的市场份额，还拓展至渝、贵、川、鄂、湘及华东地区等外埠市场。随着清逸堂产品在云南地区所拥有的良好口碑扩散至全国，产品市场份额将进一步提升。

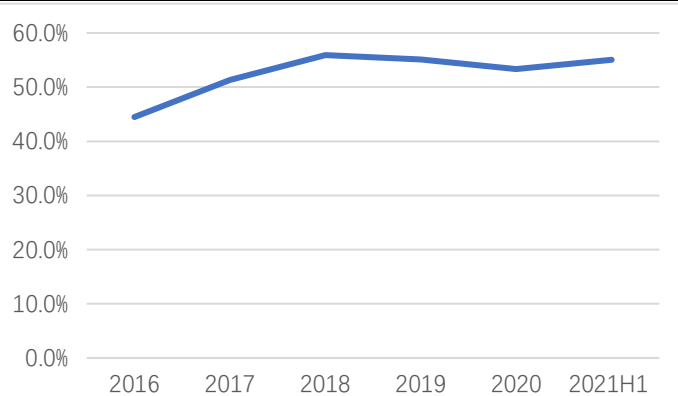
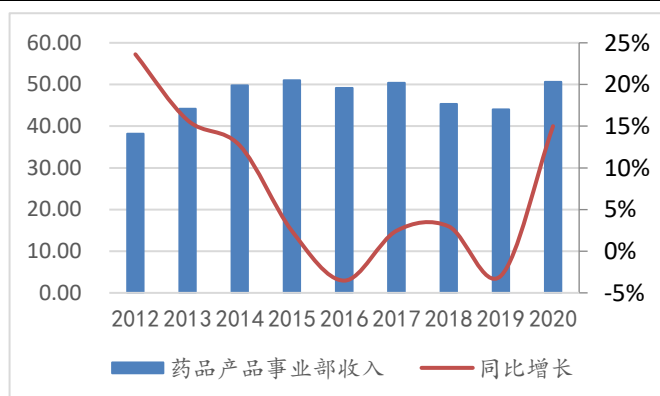
3. 药品事业部：品牌提高客户粘性

药品板块是公司传统主营业务，拥有较完备的产品体系，其中包括云南白药系列和以中药（民族药）为主的普药系列，共计药品产品品种 370 余个。公司围绕云南白药“活血止痛，消肿散瘀”的特点，不断的进行技术革新和适应市场消费者的习惯，从单一的剂型散剂发展到如今的胶囊、酊剂、气雾剂、贴膏剂等，产品品种丰富，用法多样，充分满足消费者的不同需求。

公司药品事业部 2012-2014 年增长速度较快，维持在 12% 以上。自 2015 年起，受医改、药品招标、两票制等政策影响，药品板块的增长速度有所下降。2020 年药品事业部收入为 50.6 亿元，同比增速为 15.0%。药品事业部主要由母公司生产，因此用母公司的毛利率进行测算药品事业部的毛利率。2016 年毛利率下降后，2017 年开始保持上升，毛利率从 2016 年的 44.5% 波动上行至 2021H1 的 55.1%。

图表 29 近年药品事业部收入及同比增速（亿元、%）

图表 30 母公司毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

药品板块中云南白药系列药品专注于止血镇痛、消肿化瘀；普药系列包括气血康口服液、蒲地黄消炎片等，是公司的重点培育样品。

图表 31 药品事业部核心药品基本情况

系列	产品名称	上市时间	独家	生产单位	用法	医保	中药保护品种
云南白药系列	云南白药	1902	是	云南白药集团股份有限公司	口服	甲	是，1 级
	云南白药胶囊	1975	是	云南白药集团股份有限公司	口服	甲	是，1 级
	云南白药酊	1984	是	云南白药集团股份有限公司	外用	甲	否

	云南白药气雾剂	1992	是	云南白药集团股份有限公司	外用	甲	否
	云南白药膏	1999	是	云南白药集团无锡药业有限公司	外用	甲	否
	云南白药创可贴	2003	是	云南白药集团无锡药业有限公司	外用	地方增补品种 (云南)	否
普药系列	气血康口服液	2002	否	云南白药集团文山七花有限责任公司	口服	地方增补品种 (云南)	否
	血塞通胶囊	2005	否	云南白药集团文山七花有限责任公司	口服	乙	否
	蒲地蓝消炎片	2006	否	云南白药集团股份有限公司	口服	地方增补品种 (天津、西藏)	否

资料来源：米内网，华安证券研究所

3.1.精准布局骨伤科大赛道：药膏、气雾剂为明星产品

从成立至今，云南白药精准布局骨伤科大赛道，陆续围绕“活血止痛，消肿散瘀”进行了多次的剂型创新。最初的剂型是以口服为服药方式的散剂和胶囊，1990年后，云南白药一改产品结构单一，产品形态日趋老化的状态，在白药配方的基础上，先后研制出数种创新品种，如酊剂、气雾剂、伤湿膏、创可贴等，均以外用方式起效，丰富了云南白药骨伤科赛道产品，有力稳固了“伤科圣药”的品牌形象。

云南白药药品板块的创新主要围绕于外用剂型，其原因有以下几点：

①通过外敷或外用达到治疗目的的外用法，大多经过皮肤、黏膜吸收，药物的成分进入体内已经通过一层屏障的过滤，有害成分也已减少，对肝肾损伤亦减少。

②从用药角度上看，骨科慢性病中的中长期服药特点使得患者依从性不高，而外用“哪里痛针对哪里”的针对性治疗特点大大提高患者的依从性。

③从骨科疾病的治疗特点上看，风湿性关节炎和跌打损伤前期的治疗都是以最大限度改善或缓解症状为目的，外用药治疗组织损伤等具有直接作用患处部位、药效作用发挥充分等明显优点，局部疗效优于内治药物。


④例如贴膏剂，以中医经络理论为基础的经络穴位经皮给药系统在中成药骨科领域具有很大的优势，同时也符合病患的用药习惯。

3.1.1.云南白药膏：中成药贴膏剂 top1 产品

中药贴膏剂是中药发展出来的一种经表皮给药的方式，是中药剂型的优势领域。因骨关节炎风湿病痛等需要长期慢性用药，中成药贴膏剂可减少对胃肠系统的刺激，且能长效发挥作用、使用方便、副作用少，因此相比于化学类镇痛药的耐受性及依赖性，消费者更愿意选择安全有效的中成药贴膏剂。

云南白药膏贴剂是由中药组方制备而成（保密方），具有活血散瘀、消肿止痛、祛风除湿功效，用于跌打损伤、瘀血肿痛和风湿疼痛等症。针对人群包括长期伏案工作的上班族、运动爱好者以及中老年人等。作为公司的主打产品，云南白药膏贴剂是药品事业部的收入主要来源之一。

图表 32 云南白药膏介绍

产品图	产品规格	产品价格	使用症状	产品优势
	6.5cmX10cm	5.1 元/贴	用于跌打损伤，瘀血肿痛，风湿疼痛。如颈椎病、肩周炎、关节炎。	1、百年白药秘方，原料出自云贵高原 GAP 种植基地。 2、先进针刺打孔技术，每贴 1600 余个微孔，透气性好。 3、独特“S”切口，方便撕拉。 4、双向高弹力布背衬，贴敷舒适性高、不紧绷、关节活动不受限。 5、铝塑膜包装，防潮隔热，方便携带。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

从米内网公布的 2019 年中国城市公立医疗机构终端中成药贴膏剂 TOP10 产品中来看，销售额均超过亿元，市场集中度较高，合计占中成药贴膏剂市场比例超过 70%，骨科止痛用药占半壁江山。云南白药膏 2019 年销售额突破 10 亿元规模，占据城市公立医疗机构终端 17% 的市场份额，成为 top1 产品。

图表 33 2019 年中国城市公立医疗机构终端中成药贴膏剂 TOP10 产品


排名	产品名称	独家	厂家	市场份额			医保	治疗类别
				2017	2018	2019		
1	云南白药膏	是	云南白药	17%	16%	17%	甲	跌打损伤用药
2	消痛贴膏	是	奇正藏药	14%	16%	16%	乙	骨科止痛用药
3	活血止痛膏	否	舒尔迈康、安科余良卿药业	13%	14%	12%	乙	跌打损伤用药
4	通络祛痛膏	是	羚锐制药	8%	8%	9%	乙	骨科止痛用药
5	骨通贴膏	是	华润天和	9%	9%	8%	乙	骨科止痛用药
6	复方南星止痛膏	是	康缘阳光	5%	5%	6%	甲	骨科止痛用药
7	麝香追风止痛膏	是	希尔安药业	2%	2%	3%	甲	风湿性疾病用药
8	千山活血膏	是	修成药业	3%	3%	2%	—	骨科止痛用药
9	神农镇痛膏	否	吉民药业、燕舞药业、羚锐制药	1%	2%	2%	乙	跌打损伤用药
10	罗浮山风湿膏药	是	罗浮山国药	2%	2%	2%	乙	风湿性疾病用药

资料来源：米内网，华安证券研究所

3.1.2. 云南白药气雾剂：品牌价值持续绽放

云南白药气雾剂是药品事业部的重磅产品之一，2002 年公司引进气雾剂生产线，2012 年年产值突破 10 亿元，成为云南白药第一个产值过 10 亿元的药品。云南白药气雾剂采用双瓶双效的治疗方法，红瓶冷敷镇痛，白瓶持续疗伤，用于跌打损伤，瘀血肿痛，风湿疼痛，肌肉酸痛。云南白药气雾剂常备人群：热爱手游、玩游戏人群，热爱外出旅行的人群，全职居家人群，老年人群，久坐久站人群，热爱运动健身的人群。

图表 34 云南白药气雾剂产品介绍

产品图	产品规格	产品价格	使用症状	用法用量
	气雾剂 85g/瓶*1+保险液 30g/瓶*1	49.9 元/瓶	用于跌打损伤，瘀血肿痛，风湿疼痛，肌肉酸痛。	外用，喷于伤患处。使用云南白药气雾剂，一日 3~5 次。凡遇较重闭合性跌打损伤者，先喷云南白药气雾剂保险液，若剧烈疼痛仍不缓解，可间隔 1~2 分钟重复给药，一天使用不得超过 3 次。喷云南白药气雾剂保险液间隔 3 分钟后，再喷云南白药气雾剂。

资料来源：京东，华安证券研究所

在一项云南白药气雾剂治疗急性软组织损伤的临床研究中，将 110 例急性软组织损伤患者随机分为观察组 60 例和对照组 50 例，分别外用云南白药气雾剂和扶他林乳胶剂。两组均以 7d 为 1 个疗程，疗程结束后参照《中医病证诊断疗效标准》进行疗效评价，从高到低疗效等级分为：痊愈、显效、有效、无效。结果表明观察组临床痊愈率、总有效率分别为 18.3%(11/60)、96.7%(58/60)，高于对照组 4.0%(2/50)和 92.0%(46/50)，痊愈率比较有显著性差异($P<0.05$)。云南白药气雾剂双瓶根据临床病情程度搭配使用，疗效显著。此外，气雾剂给药操作简单、方便、易保存，有助于患者及时用药，更适用于患者需求。

图表 35 云南白药气雾剂特点



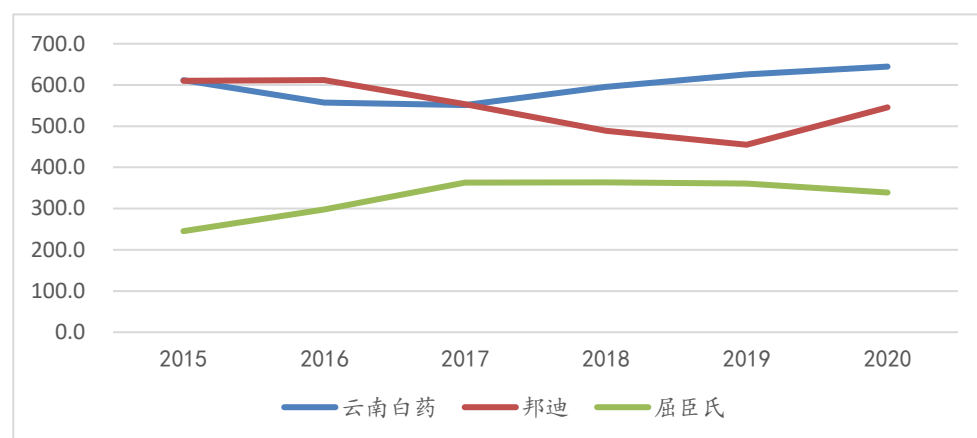
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2.云南白药创可贴：以含药创可贴为创新点击败邦迪

创可贴具有止血，愈创作用，用于小创伤，擦伤等患处，有助于防止细菌感染和异物的侵入，加速伤口愈合。云南白药创可贴是公司在伤科护理领域内研发的一项衍生产品，是市场内独树一帜的含药创可贴。自 2000 年公司创可贴生产线交付生产，创可贴市场实现“从无药到有药”的变革，本身由邦迪主导的小创伤市场的竞争格局完全被打破，市场份额被迫重新分配。凭借其强大的品牌影响力，云南白药创可贴市场份额逐步扩大，目前收入超 6 亿元。

云南白药创可贴独有的止血、镇痛、消炎、愈创的组合功效，使其成为 2020 年中国创可贴品牌排行榜（C-BPI 指数）认可度最高的产品，并在众多创可贴品牌中连续 3 年 C-BPI 得分最高。

图表 36 中国创可贴品牌排行榜（C-BPI）



资料来源：Chnbrand，华安证券研究所

3.3. 普药板块种类繁多，气血康大品种逐渐显现

公司普药板块拥有较为完备的产品体系，涵盖了止血疗伤、心脑血管治疗等多个领域，产品本身具备强大的产品力。2019 年气血康口服液、血塞通系列均达到上亿元规模。

气血康口服液作为公司普药板块主打产品，由云南白药集团文山七花有限责任公司研发生产，用于补气养血。该药采用了云南文山的鲜三七入药，并与人参、葛根、黄芪经过科学搭配精制而成。据《本草纲目》记载，人参补气第一、三七补血第一。云南白药医药人员通过研究表明：新鲜三七和干三七入药，对产品功效有非常大的影响。云南文山的鲜三七有效成分比普通的干三七高 28%。采用新鲜三七的提取物，之后再和其他的几味药材通过处方配伍后，可以达到最佳的疗效。为了保证三七的新鲜，云南白药集团在文山打造了国际领先的生产线，也是全国唯一的一条气血康全产业链。云南白药气血康的产品剂型是口服液的剂型，可以有效保障新鲜三七的有效物质让人更容易吸收，因此效果也更好。

随着社会经济水平发展的要求，人们的生活节奏越来越快，生活压力也越来越大，很多人处于“亚健康”状态。从中医的角度看，气虚与亚健康状态转化最为密切，尤其以肾气、肾阳、脾气亏虚为主。如果能从这个角度出发，随着“亚健康”人群的增加，补气用药将有更大的上升空间。在云南白药强大品牌影响力及在渠道管理、成本管理等多方面的竞争优势支撑下，未来将实现稳健增长。

图表 37 气血康生产商家

序号	产品名称	OTC 分类	剂型	规格	集团名称
1	气血康口服液	甲	口服液	10ml ; 100ml ; 250ml	云南白药文山七花
	气血康片	非 OTC	片剂	每基片重 0.32g	
	气血康胶囊	甲	胶囊	每粒装 0.3g，相当于原药材 1.074g	
2	气血康口服液	甲	口服液	每支装 10ml	亚宝药业
3	气血康口服液	甲	口服液	每支装 10ml ; 每瓶装	先声药业

				100ml	
4	气血康口服液	甲	口服液	每支装 10ml	浙江一新制药
5	气血康口服液	甲	口服液	每支装 10ml	宁波立华制药

资料来源：米内网，华安证券研究所

4. 中药资源板块与医药商业表现平稳

4.1. 中药资源事业部：进一步强化豹七品牌

中药资源事业部是公司未来重点培育的业务板块之一，板块围绕药材运营，植提，进出口，终端运营等四大核心板块持续深耕。目前在药材贸易、中药饮片、原生药材种植及提取物生产等方面具备较强竞争力。

充分利用云南中药材资源优势，保障药材原料的供应及助力公司大健康产业发展。中药资源事业部产品主要分为白药养生饮片系列，保健食品系列，豹七三七系列，四季养生系列和特色精制功能性食品系列。

图表 38 中药资源板块产品系列



资料来源：公司官网，华安证券研究所

中药资源部主打产品是豹七三七，是云南白药 2015 年创立的三七品牌。作为集团“新白药·大健康”的战略品种之一，豹七三七致力于构建全产业链体系，打造高标准、高品质的好三七，其原料均通过 208 项国际权威机构检测和认证，是国内三七行业首家进行 SGS 检测的品牌,而目前国家标准仅检测 13 项。豹七三七皂苷总量比国家标准高出 20%，水分含量比国家标准低 60%左右。豹七三七凭借优异的品质，为我国三七产业树立了行业的高标准，推动了三七产业的高质量升级发展。同时，进一步强化豹七品牌在三七中高端市场的占位。

图表 39 云南白药豹七三七品牌



资料来源：公司官网，华安证券研究所

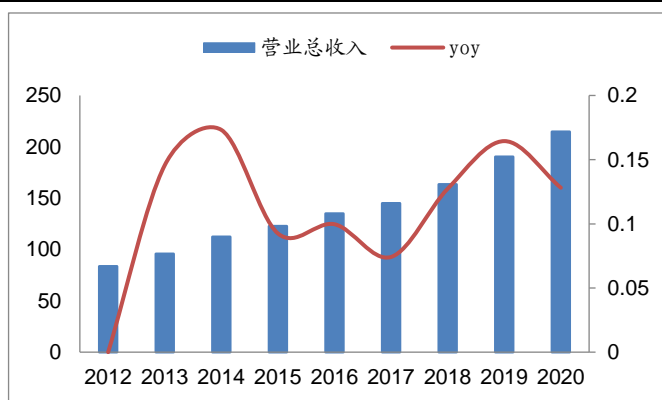
渠道探索上，有序推进以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式。目前，已在昆明市中心南屏街商业区、恒隆广场，交通枢纽长水机场、高铁南站、腾冲机场，以及大理古城、丽江古城等旅游风景区相继开设 18 个门店。产品覆盖白药经典普药类、健康洗护日化类、以豹七三七为主的养生中药材类，及具有功能性的康养食品类。未来，还将继续扩大版图，打造云南白药新优势和新竞争力。

4.2. 医药商业板块

公司的医药商业板块由省医药进行运营，主营医药产品的商业流通业务，包含商业物流及云南白药大药房。作为一个区域性的商业公司，占有云南区域市场较大份额，整体规模较大，经营情况稳定，正加快实现从配送商到向智慧型医药供应链服务商的转型。

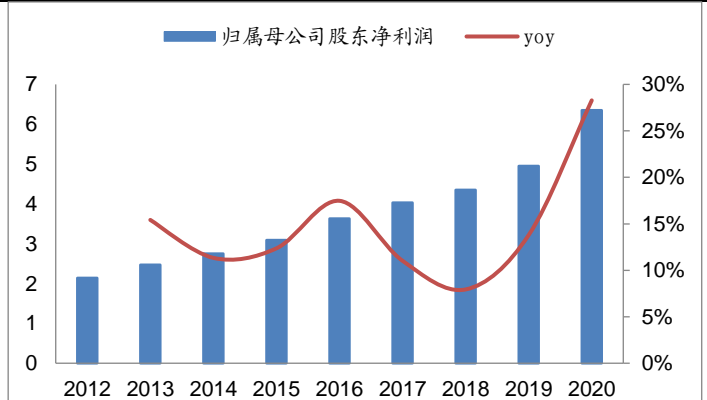
医药商业业务在云南省地区的优势持续扩大。2020 年省医药公司收入、净利润端分别 214.64 亿元、6.35 亿元，同比增长 13%、28%。未来白药商业板块将搭建以零售药店为中心，将患者、药店、医院、供应商、医保、监管部门互联的药品新零售平台，为处方流转和分级诊疗做好准备，未来将得益于承接医院外流处方份额，医药商业业务稳中向好。

图表 40 省医药公司营收情况（亿元、%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 省医药公司净利润情况（亿元、%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.推荐逻辑及盈利预测

5.1.盈利预测

关键假设：疫情影响消除下工业板块恢复至 12%左右稳定水平；商业板块维持相对稳定。

图表 42 公司预测汇总（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,743	38,393	44,170	50,538
(+/-%)	10.4%	17.3%	15.0%	14.4%
营业成本	-23,656	-27,603	-31,666	-36,091
毛利率	27.8%	28.1%	28.3%	28.6%
工业	11,716	13,591	15,630	17,974
YOY	6.3%	16.0%	15.0%	15.0%
占公司收入百分比	35.8%	35.4%	11.5%	35.6%
毛利率	61.2%	62.5%	63.0%	63.5%
医药商业	20,974	24,750	28,462	32,447
YOY	13.1%	18.0%	15.0%	14.0%
占公司收入百分比	64.1%	64.5%	64.4%	64.2%
毛利率	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%
其他	52	52	78	117
YOY	-42.1%	0.0%	50.0%	50.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 上市公司估值对比

股票	股票	收盘价	EPS (元)				P/E			
代码	名称	(元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020E	2021E	2022E
600085.SH	同仁堂	45.49	0.75	0.93	1.11	1.31	38.55	48.87	41.15	34.73
000999.SZ	华润三九	34.80	1.63	2.07	2.42	2.78	14.30	16.85	14.39	12.53
000423.SZ	东阿阿胶	38.07	0.07	0.69	1.60	2.12		55.33	23.85	17.94
	平均值						26.42	40.35	26.47	21.73
000538.SZ	云南白药	90.54	4.32	2.96	4.04	4.70	29.65	30.59	22.41	19.26

资料来源：wind（一致预期，2022/3/1），华安证券研究所

5.2.推荐逻辑

► 百年名药，百年品牌，成就品牌价值

云南白药作为国家最高保密级别，有着百年的悠久历史。公司不仅仅局限于原有的白药传统药用功效，而是不断推陈出新，向大健康领域延伸拓展，一步步发展出超 50 亿元销售规模的大健康产品，在多项品牌排行榜中持续稳居行业首位，是当

之无愧的中国大健康领域的领军者。体现在基本面上，过去十年，公司收入和归母净利润保持优质稳定增长。收入端由 2010 年的 100.75 亿元增长至 2020 年的 327.43 亿元，实现 CAGR13%；归母净利润端由 2010 年的 9.25 亿元增长至 2020 年的 55.16 亿元，实现年复合增长率 20%。

► 四大事业部各有特点，齐头并进

1) 药品事业部：包括传统的云南白药药品、透皮贴膏以及其他普药，其中白药贴膏以及气雾剂针对骨伤科大赛道，创可贴品牌连续 3 年得分最高，普药板块拥有较为完备的产品体系。2019 年药品事业部收入为 44.0 亿元，毛利率（母公司为主导）稳步提升至 2021 年 Q1 的 55.6%。

2) 健康产品事业部：长期优质增长，成为公司增长的核心动力。2020 年收入达 53.9 亿元，同比增长 15.1%，占公司总收入的 16.5%。其中牙膏市占率继续稳居第一，2020 年云南白药牙膏的国内市场占有率为 22.20%，具有强大品牌影响力。并且不局限于牙膏，而是云南白药以牙膏为成功典范，拓展至洗护用品、卫生用品以及美妆用品，开启大健康全产业之路。

3) 中药资源：受三七价格下滑影响，2019 年板块收入增长停滞。但公司一直主打豹七三七，建全产业链体系，打造高标准、高品质的豹七三七，进一步强化豹七品牌在三七中高端市场的占位。渠道上有序推进以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式，“白药生活+”体验店持续收获好口碑，截至 2020 年已开店 18 家，开店规模逐年稳步提升。

4) 省医药公司：2020 年云南省医药公司营收 215 亿元，公司作为云南省内龙头，市占率不断提高。加上定增参与全国龙头医药商业公司上海医药，白药作为战略投资者拟认购金额共计 112.29 亿元，持有上海医药 18.02% 的股份，期待两者的强强联合。

► 改革激发白药新活力

混改完成：2019 年，为期四年的混改工作圆满落地。引入民营资本，通过无实际控制人方式协商共进；管理团队去行政化，回归到市场化的逻辑当中；增强白药资金实力，公司成为医药产业收购、资源整合的平台，开启战略规划和国际化布局。

产业新布局：借力混合所有制改革和吸收合并整体上市为公司带来的体制机制活力和资金资源优势，公司以市场化运作思路进行了下一步战略调整和产业布局。资金运作也是动作频频，先后在工业大麻、抗体、投资、医美等热门领域发力，彰显自身大健康管理战略方向。

引入新管理人才：2021 年 3 月聘任华为前副总裁董明为云南白药集团股份有限公司首席执行官（CEO）；2022 年 1 月聘任美国约翰·霍普金斯大学医学院生化、细胞及分子生物学博士，北京大学教授张宁担任首席科学家。打造科技+研发的全方位人才布局，为未来发展奠定基础。

投资建议

我们预计，公司 2021~2023 年收入分别 383.9/441.7/505.4 亿元，分别同比增长 17.3%/15.0%/14.4%，归母净利润分别为 38.0/51.8/60.2 亿元，分别同比增长 -31.2%/36.4%/16.3%，对应 2021~2023 年 EPS 为 2.96/4.04/4.70 元，对应估值为 31X/23X/19X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险提示：

- 产品价格波动不及预期：云南白药产品众多，受市场因素影响较大，价格的波动不及预期可能导致销售额出现波动；
- 投资收益不及预期：由于二级市场波动性较大，公司投资性收益存在较大不确定性，从而影响公司净利润水平；
- 牙膏及大健康产品业绩不及预期：大健康产品作为公司持续发力的板块，由于行业天然壁垒不高，可能存在新玩家进入改变原本竞争格局情况。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	49261	54987	64107	73751	营业收入	32743	38393	44170	50538
现金	15280	18432	24341	30101	营业成本	23656	27603	31666	36091
应收账款	3554	3403	4355	4731	营业税金及附加	165	193	222	254
其他应收款	288	427	440	533	销售费用	3795	4607	5389	6317
预付账款	465	648	683	813	管理费用	860	998	1148	1415
存货	10990	14062	15422	17982	财务费用	-232	0	0	0
其他流动资产	18684	18015	18867	19592	资产减值损失	-125	0	0	0
非流动资产	5959	5025	3697	1972	公允价值变动收益	2240	-1000	-200	0
长期投资	329	340	352	363	投资净收益	392	460	529	605
固定资产	3097	2742	1991	844	营业利润	6812	4465	6090	7085
无形资产	535	532	529	525	营业外收入	8	10	10	10
其他非流动资产	1998	1411	825	239	营业外支出	19	15	15	15
资产总计	55219	60012	67803	75723	利润总额	6801	4460	6085	7080
流动负债	15637	16633	19252	21154	所得税	1290	669	913	1062
短期借款	1965	1965	1965	1965	净利润	5511	3791	5172	6018
应付账款	4637	5695	6370	7353	少数股东损益	-5	-3	-5	-5
其他流动负债	9034	8973	10916	11835	归属母公司净利润	5516	3795	5177	6023
非流动负债	1239	1239	1239	1239	EBITDA	4372	6034	8056	9447
长期借款	37	37	37	37	EPS (元)	4.32	2.96	4.04	4.70
其他非流动负债	1202	1202	1202	1202	主要财务比率				
负债合计	16875	17872	20491	22393	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	291	288	283	278	成长能力				
股本	1277	1283	1283	1283	营业收入	10.4%	17.3%	15.0%	14.4%
资本公积	17655	17655	17655	17655	营业利润	43.6%	-34.5%	36.4%	16.3%
留存收益	19120	22914	28091	34114	归属于母公司净利	31.8%	-31.2%	36.4%	16.3%
归属母公司股东权	38053	41852	47029	53052	获利能力				
负债和股东权益	55219	60012	67803	75723	毛利率(%)	27.8%	28.1%	28.3%	28.6%
现金流量表					净利率(%)	16.8%	9.9%	11.7%	11.9%
单位:百万元					ROE(%)	14.5%	9.1%	11.0%	11.4%
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	8.2%	8.4%	10.3%	10.7%
经营活动现金流	3829	3313	6004	5775	偿债能力				
净利润	5516	3795	5177	6023	资产负债率(%)	30.6%	29.8%	30.2%	29.6%
折旧摊销	189	1571	1966	2362	净负债比率(%)	44.0%	42.4%	43.3%	42.0%
财务费用	-162	0	0	0	流动比率	3.15	3.31	3.33	3.49
投资损失	-392	-460	-529	-605	速动比率	2.42	2.42	2.49	2.60
营运资金变动	550	-2577	-792	-1982	营运能力				
其他经营现金流	3094	7357	6150	7983	总资产周转率	0.59	0.64	0.65	0.67
投资活动现金流	1086	-166	-94	-15	应收账款周转率	9.21	11.28	10.14	10.68
资本支出	-471	-615	-612	-609	应付账款周转率	5.10	4.85	4.97	4.91
长期投资	1409	989	189	-11	每股指标(元)				
其他投资现金流	148	-540	329	605	每股收益	4.32	2.96	4.04	4.70
筹资活动现金流	-2978	5	0	0	每股经营现金流薄)	3.00	2.58	4.68	4.50
短期借款	1965	0	0	0	每股净资产	29.79	32.63	36.67	41.36
长期借款	33	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	5	0	0	P/E	26.30	30.72	22.52	19.35
资本公积增加	235	0	0	0	P/B	3.81	2.79	2.48	2.20
其他筹资现金流	-5212	0	0	0	EV/EBITDA	30.36	16.75	11.81	9.46
现金净增加额	1934	3152	5909	5760					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。