

百年品牌内求外修，持续探索新增长

云南白药（000538.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2023年07月02日

核心结论

百年品牌，焕发新活力。2019年“白药模式”混改落地，公司引入民营资本并实施股权激励和员工持股等政策，激发员工积极性。白药参与上海医药定增，双方未来有望在药品研发、医药商业等领域强强联合；全面要约收购万隆控股，完善工业大麻产业布局，搭建国际化贸易平台。

四大事业部行稳致远，进而有为。1) 药品事业部：云南白药作为百年名药，其配方享有国家最高保密级别，其中云南白药膏与云南白药气雾剂均为10亿级别大单品，多款产品位居骨伤科前列；2) 健康事业部：2022年，健康事业部营业收入61.97亿元，同比+5%，其中牙膏市占率稳居细分赛道第一；3) 中药资源事业部：在2013年单独成立后，营业收入从2013年的2.98亿，增长到2022年的峰值14.47亿元，在各事业部中增长最快，是公司四大业务部门中最有潜力的增长点，受益于产业布局，公司中药材板块在三七价格持续走低的背景下逆势上扬；4) 医药商业板块主要依托云南省医药公司，发展医药流通和云南白药大药房两大业务，两票制后公司并购中小流通商，并获上海医药支持，区域龙头地位稳固，将长期受益于行业集中度提升。

持续探索外延，力求第二增长曲线，数字化平台焕新赋能。在做深做实现有业务板块的同时，云南白药立足“1+4+1”战略，积极探索“第二增长曲线”，着力布局医美、口腔护理、骨伤以及女性关怀产业链，推出“齿说”智能电动牙刷、冲牙器等多个产品，并集中优势资源，积极推进医美产业布局。

盈利预测。预计公司2023~2025年归母公司净利分别为39.44/45.00/48.79亿元，同比+31.42%/+14.10%/+8.41%，对应EPS分别为2.20/2.50/2.72元。鉴于公司为中药龙头且投资风险基本出清，积极寻求第二增长曲线，给予2023年34xPE，对应目标价格74.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：投资收益风险，大健康产品销量不及预期、新业务落地不及预期等。

核心数据

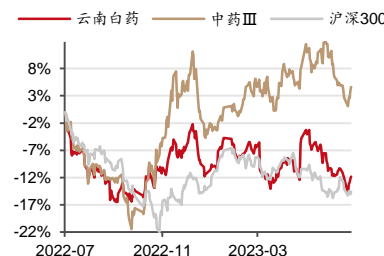
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	36,374	36,488	39,905	43,688	47,958
增长率	11.1%	0.3%	9.4%	9.5%	9.8%
归母净利润（百万元）	2,804	3,001	3,944	4,500	4,879
增长率	-49.2%	7.0%	31.4%	14.1%	8.4%
每股收益（EPS）	1.56	1.67	2.20	2.50	2.72
市盈率（P/E）	33.6	31.4	23.9	21.0	19.3
市净率（P/B）	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	000538.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	52.48

近一年股价走势



分析师

吴天昊 S0800520080002
13262686562
wutianhao@research.xbmail.com.cn

联系人

杨欢
17326949583
yanghuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
云南白药核心指标概览	6
一、百年白药，守正创新	7
1.1 百年历史名族品牌	7
1.2 混改之路，两步走	8
1.3 管理层更迭，引领数字化转型	10
1.4 战投上海医药，深度赋能医药产业	11
1.5 全面要约收购万隆控股，完善工业大麻产业布局	12
1.6 业绩稳健增长，稳定分红回报股东	13
二、四大事业部行稳致远，进而有为	14
2.1 药品事业部：以药品为核心，培育器械产品矩阵	15
2.1.1 白药系列：国家绝密配方构筑坚实护城河，多形态产品满足差异化需求	16
2.1.2 普药系列：覆盖领域广，品类齐全	18
2.1.3 医疗器械：围绕慢病领域，主打院端理疗家用化	19
2.2 健康品事业部：立足口腔护理优势，拓展个护消费新领域	20
2.2.1 云南白药牙膏：创国产新高峰	21
2.2.2 养元青进入洗发护发市场，有望复制牙膏成功之路	25
2.3 中药资源事业部：发挥地域特色，建立中药资源全产业链布局	26
2.4 医药商业：重整营销运营体系，巩固省内龙头地位	27
三、盈利预测及投资建议	28
3.1 关键假设和盈利预测	28
3.2 相对估值	29
3.3 投资建议	29
四、风险提示	30

图表目录

图 1：云南白药核心指标概览图	6
图 2：2019 年上市公司吸收白药控股前股权结构	9
图 3：2019 年上市公司吸收白药控股后股权结构	9

图 4: 云南白药股权结构.....	9
图 5: 上海医药股权结构.....	12
图 6: 1999 年~2023Q1 云南白药经营情况	13
图 7: 2011 年~2023Q1 云南白药销售毛利率及销售净利率	14
图 8: 2011 年~2023Q1 云南白药期间费用率	14
图 9: 1993~2022 年云南白药现金分红总额及股利支付率	14
图 10: 2011~2022 年云南白药主营业务构成	15
图 11: 云南白药产品汇总	15
图 12: 2011~2022 年药品事业部营收及同比增速	16
图 13: 云南白药普药类产品	19
图 14: 云南白药医疗器械类产品	20
图 15: 2011~2022 年健康品事业部营收及同比增速	20
图 16: 2016~2025 年中国基础口腔护理产品零售额及同比增速	23
图 17: 2012~2022 年中国牙膏产量	23
图 18: 2020 年中国牙膏产品销售价格分布 (100g/支)	24
图 19: 2018 年中国牙膏功能性分布	24
图 20: 中国口腔护理市场零售额	24
图 21: 2019 中国口腔细分市场占比	25
图 22: 2019 全球口腔护理细分市场占比	25
图 23: 中国洗护发市场规模及同比增长率	25
图 24: 2011~2022 年营业收入及同比增长率	26
图 25: 近五年三七价格走势 (元/千克)	27
图 26: 近五年重楼价格走势 (元/千克)	27
图 27: 医药商业板块营业收入及同比增速	28
图 28: 两票制实施前医药流通行业模式	28
图 29: 两票制实施后医药流通行业模式	28
表 1: 云南白药历史发展年表	7
表 2: 江苏鱼跃限售股份解禁情况	10
表 3: 2020 年云南白药股权激励解锁条件	10
表 4: 2020 年股票期权激励计划激励对象名单	11
表 5: 国家中药保护品种	16
表 6: 白药系列核心产品	17
表 7: 云南白药系列产品历年提价情况	18
表 8: 云南白药创可贴与邦迪创可贴部分规格价格对比	18
表 9: 普药系列核心产品	19
表 10: 云南白药牙膏系列产品	21
表 11: 养元青系列产品介绍	25

表 12: 中药资源部核心产品	27
表 13: 云南白药营收拆分及盈利预测	29
表 14: 云南白药可比公司估值	29

投资要点

关键假设

假设 1: 药品事业部受益于云南白药与天然植物药两大系列去库存及新冠管控放开的影响, 预计销量平稳增长, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 6.0%、4.3%和 4.3%。

假设 2: 健康品事业部受渠道数字化变革影响及新品迭出, 预计销量稳步上升, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 6.4%、6.5%和 6.7%。

假设 3: 中医药资源事业部中三七种植的商业布局开始显成效, 抗市场价格扰动性强, 且公司将重楼作为又一战略品种进行布局, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 45.0%、30.0%和 30.0%。

假设 4: 省医药事业部 2022 年受集采政策影响, 后续和上海医药的合作有望在医药商业板块产生协同效应, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 10.0%、10.0%和 10.0%。

区别于市场的观点

数字化转型为公司第二增长曲线的探索提供良好的契机, 四大事业部也将随着数字化平台的成功搭建达到新的高度。目前, 专业口腔产品在国内的渗透率仍较低, 较全球仍有一定差距。随着未来消费升级, 专业口腔产品市场空间较大。

股价上涨催化剂

超强品牌力和现有产品基础是云南白药的两大护城河。云南白药作为中医药龙头企业, 牙膏以及创可贴等市占率全国第一, 份额稳固; 云南白药系列产品拥有“国家绝密级”作为背书, 市场替代性较弱, 构成了云南白药稳固的估值底线。

公司“1+4+1”战略旨在探索外延追求新增长。口腔科学、皮肤科学、女性关怀、骨伤科学等赛道成长空间都较大。此外, 医美方面, 公司计划于北京、上海等地开设医疗门诊部, 集中资源优势, 推动医美行业布局。每个新领域均有机会拉起云南白药的第二增长曲线。

公司完成对万隆的全面要约收购, 推动公司国际化进程, 并采取审慎的态度, 完成商誉减值和资产减值损失。此外, 公司优化投资结构并逐步减持证券投资, 风险基本出清。

估值与目标价

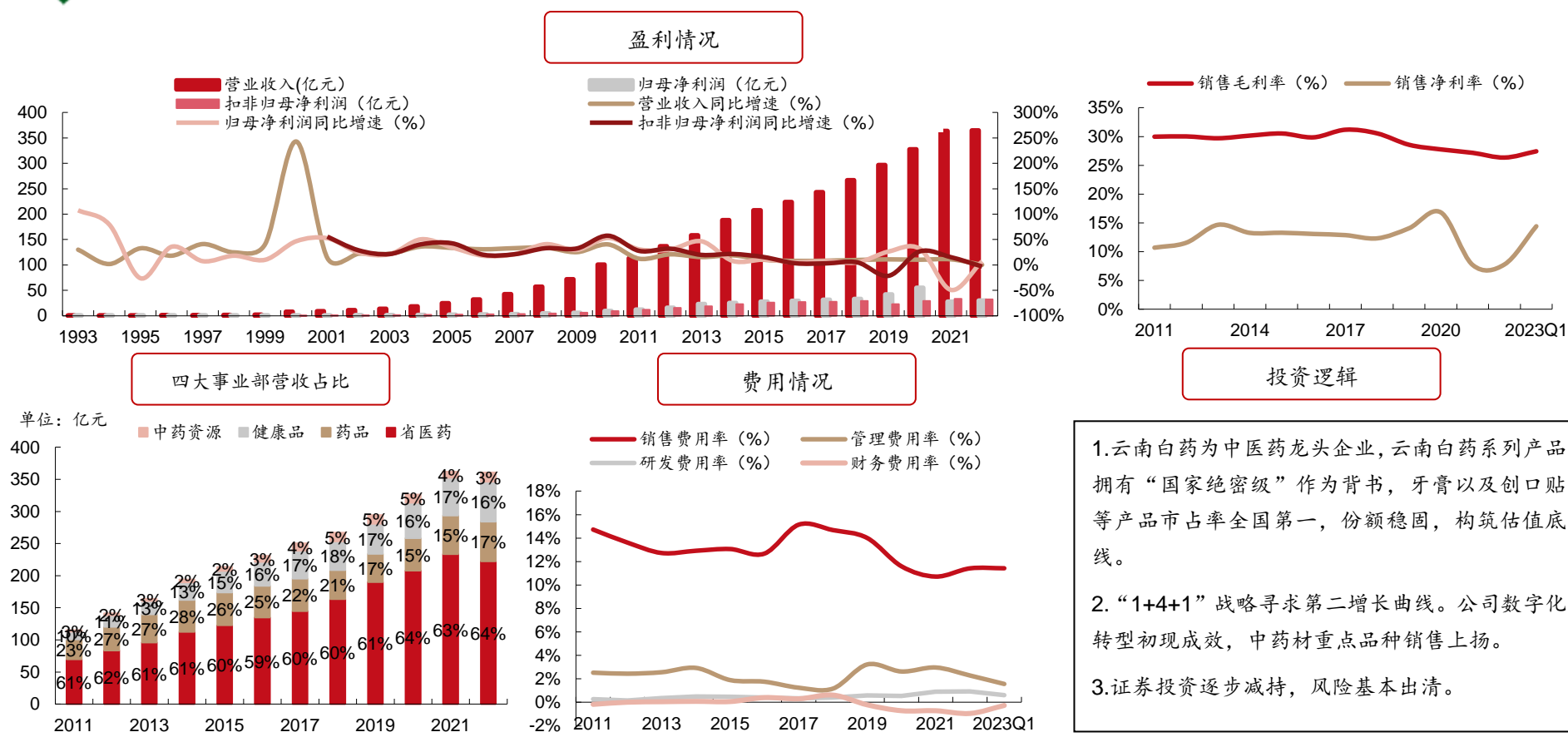
预计公司 2023~2025 年归母公司净利分别为 39.44/45.00/48.79 亿元, 同比 +31.42%/+14.10%/+8.41%, 对应 EPS 分别为 2.20/2.50/2.72 元。鉴于公司为中药龙头且投资风险基本出清, 积极寻求第二增长曲线, 给予 2023 年 34xPE, 对应目标价格 74.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

云南白药核心指标概览

图 1: 云南白药核心指标概览图



云南白药创制于1902年，作为中国驰名商标，云南白药名列首批国家创新型企业，是享誉中外的中华老字号品牌。在“稳中央·突两翼”和“新白药·大健康”的战略牵引下，云南白药实现了从传统中医药制造企业到领先的大健康产业领导者的飞跃。在“守护生命与健康”的企业愿景领航下，云南白药正朝着以成为领先的医药健康综合解决方案提供商的宏伟目标扎实迈进。公司采取营销、创新、资本和数字化“四轮驱动”模式，力争尽快有重大的增长和突破，为中国医药健康产业发展跃升作出贡献。



资料来源：公司财报，Wind，西部证券研发中心

一、百年白药，守正创新

1.1 百年历史名族品牌

百年民族品牌守正创新，寻求第二增长曲线。云南白药前身为“百宝丹”，1902年由曲焕章根据民间传说与自身的行医经验研制而出，经过改良后，被定名为“曲焕章万应百宝丹”。台儿庄战役中，来自云南的滇军受伤后，将百宝丹内服外敷，便可继续上阵拼杀，百宝丹名扬中外。1955年，曲焕章妻子缪兰英女士将白药配方和制作技艺贡献给国家，“曲焕章万应百宝丹”更名为“云南白药”，由国营昆明市制药厂正式生产，并被列为国家绝密品种。后应周恩来总理对云南白药的“三条指示”，1971年云南白药厂正式成立。1993年，云南白药厂改制为云南白药实业股份有限公司，并在深圳证券交易所成功上市。历经120年，云南白药作为中华老字号历久弥新。目前，公司已建立药品、健康品、中医药资源和省医药四大事业部，拥有涵盖中药天然药物、中药饮片、医疗器械、日化及个人护理产品、保健食品等立体化产品族群构成的商业版图。2021年，公司再启征程，深度聚焦中医药、口腔护理、皮肤科学、女性关怀和骨伤科等5个方向，内求外修，寻求第二增长曲线。

表 1：云南白药历史发展年表

阶段	年份	事件
云南白药问世，名扬中外	1902	云南名医曲焕章创制“百宝丹”，即云南白药前身。
	1927	曲焕章设计了一药化三丹一子（普通百宝丹、重升百宝丹、三升百宝丹和保险子）方案，并将“百宝丹”定名为“曲焕章万应百宝丹”。
	1938	因战时需求，年产量达40万瓶，台儿庄战役使“百宝丹”名扬中外。
	1955	缪兰英女士将药方与工艺献给国家，百宝丹改名为“云南白药”。
	1956	昆明制药厂正式工业化生产云南白药，处方和工艺被列入国家保密范围。
	1971	应周恩来总理“三条指示”，“云南白药厂”在西坝落成。
登陆深交所，实现品牌统一	1993	云南白药厂改制为云南白药实业股份有限公司，并于深交所上市，总股本8000万股。
	1996	“云南白药集团”成立，并控股大理制药、丽江药业、文山州制药，实现生产经营“五统一”。
“企业再造”阶段	1999	王明辉任集团总经理，合并云南省医药公司，成立云南白药电子商务公司，涉足医药商业业务。
	2001	推出云南白药创可贴，当年即实现3000万年销售额；推出云南白药红、白瓶双效气雾剂。
“稳中央，突两翼”	2004	里程碑产品云南白药牙膏问世，成立健康产品事业部。
	2005	推出“稳中央，突两翼”产品战略，以散、胶、囊等白药系列产品为中央产品族群，创可贴与牙膏为两翼。
	2007	云南白药牙膏“金口健”系列上市；组建“药品事业部”，成立“原生药材事业部”。
	2009	白药控股成立，收购丽江药业，文山州制药剩余股份，实现对白药产品100%控制权。
“新白药，大健康”	2010	实施“新白药，大健康”产业战略，从中成药企业逐步发展为我国大健康产业领军企业之一。养元青上市。
	2011	正式转型，形成药品，大健康，中药材，商务物流四大业务线。
	2013	成立中药资源事业部和白药集团创新研发中心，剥离白药置业。
	2014	开始酝酿混改方案，结束自1999年来长达15年的高速增长。
混改落地	2016	在云南省委省政府主导下启动白药混改。
	2017	完成控股公司混改，引入战略投资者新华都与江苏鱼跃。
	2018	认购万隆控股及雅各臣科研制药股份，为国际化进程奠定基础。
	2019	完成对控股公司的吸收合并、整体上市，首日市值过千亿。
“1+4+1”战略	2021	聚焦中医药、口腔护理、皮肤科学等5大方向，寻求第二增长曲线。
	2022	认购上海医药18.01%股份，成为其第二大股东。

资料来源：公司官网，公司财报，西部证券研发中心

1993年云南白药上市后，历经六个发展阶段：

- 1) 登陆深交所，实现品牌统一（1993~1998）：**公司产品以白药散剂和胶囊为主，产品线单一，市场需求逐渐疲软，公司管理较为混乱，转变迫在眉睫。1996年“云南白药集团”成立，并控股大理制药、丽江药业、文山州制药，实现生产经营“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）。
- 2) 企业再造阶段（1999~2003）：**之后为公司发展立下赫赫战功的王明辉先生于1999年任职总经理，此阶段，公司陆续推出“云南白药气雾剂”和“云南白药创可贴”等明星产品，同时推出气血康等新品以拓展药品线。
- 3) “稳中央，突两翼”（2004~2010）：**2004年，王明辉先生任职公司董事长。公司抓住“口腔健康”这一市场痛点，推出与公司形象契合的“云南白药牙膏”，并成立健康品事业部。2005年，公司确立了“稳中央，突两翼”的发展战略，以白药系列药品为核心，健康产品与透皮产品为突破的业务体系。同年，云南白药牙膏达到8000万年销售额。2007年金口健系列上市，2009年沐浴露产品上市，公司大健康产品线逐步扩大。
- 4) “新白药，大健康”（2011~2015）：**公司业务核心从药品系列单核驱动，逐步升级为药品和大健康双核驱动，并形成药品、大健康、中药材和商业物流四大业务架构。云南白药牙膏与养元青洗发水持续推出细分产品，公司市场份额不断扩大。2017年混改落地前，云南白药牙膏的牙膏品牌市场份额达到17.8%。
- 5) 混改落地（2016~2020）：**公司先后通过引入新华都等战略投资者和吸收合并云南白药控股，最终实现云南白药集团整体上市，整体上市首日市值达1074.93亿元。同时，公司采用薪酬制度改革、员工持股以及股权激励机制等方式，激发企业内部活力，提质增效。
- 6) “1+4+1”战略（2021~至今）：**2021年公司提出“1+4+1”战略，未来将在中医药、口腔护理、皮肤科学、女性关怀和骨伤科等5个方向持续发力，寻求第二增长曲线。2022年，云南白药作为战略投资者，以现金方式认购上海医药非公开发行的665,626,796股新增A股股份，合计持有上海医药18.01%股份，成为上海医药第二大股东。未来双方将在研发、大健康及中药OTC、中药资源产业链、医药流通等领域展开合作，通过协同以形成发展合力。

1.2 混改之路，两步走

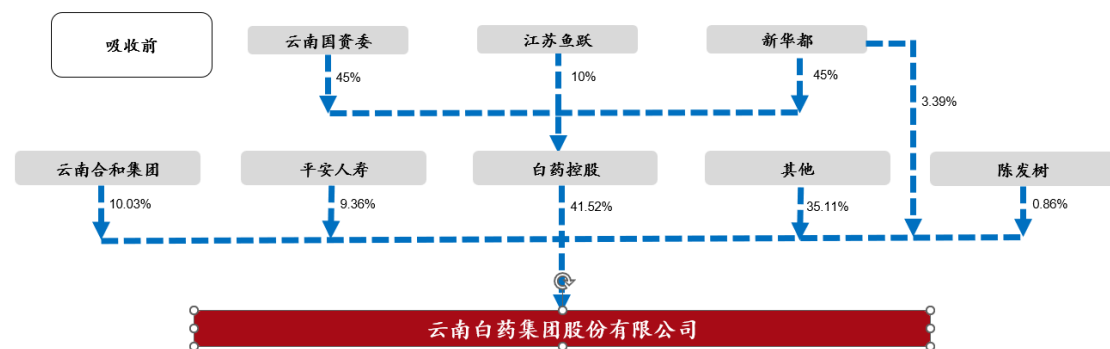
2016年，在云南省委省政府主导下，白药混合所有制改革正式启动，主要分为“增资扩股，引入战投”和“吸收合并，整体上市”两个阶段。历经四年，以白药集团整体上市，市值破千亿元圆满落幕。

第一阶段：“增资扩股，引入战投”。增资扩股分为两部分：1) 2016年，云南白药混改方案初步确定，新华都通过注资254亿元的方式，获得白药控股50%股权，云南省国资委持有另外50%股权，白药控股正式从国有独资企业转变为混合所有制企业。2) 2017年，公司进入新一轮混改，白药控股增加3.3亿注册资本，江苏鱼跃通过注资56.38亿，获得白药控股10%股权，云南国资委和新华都各持有45%股权。白药控股持有上市公司41.52%股权，新华都和陈发树直接持有上市公司4.25%股权。因此，新华都及其一致行动人成为上市公司最大股东，但因新华都与云南国资委持有白药股份股权相当，上市公司无实际控制方。

第二阶段：“吸收合并，整体上市”。2018年11月，为提高公司核心竞争力，公司公布上

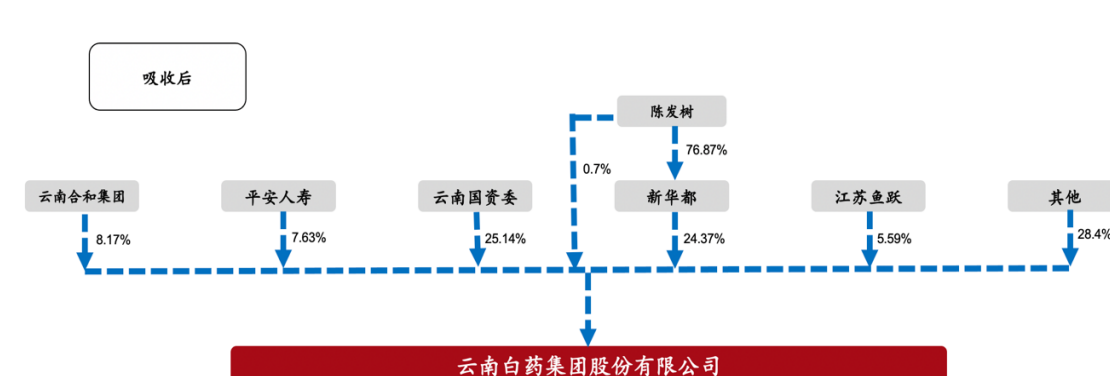
市公司吸收合并母公司白药控股方案，吸收合并后，云南省国资委持股比例为 25.14%，与新华都实业及其一致行动人并列为上市公司第一大股东，均未取得对上市公司的控制权，且云南省国资委和新华都及其一致行动人做出长期股票锁定承诺。因此，本次交易前后，上市公司均无实际控制人。

图 2：2019 年上市公司吸收白药控股前股权结构



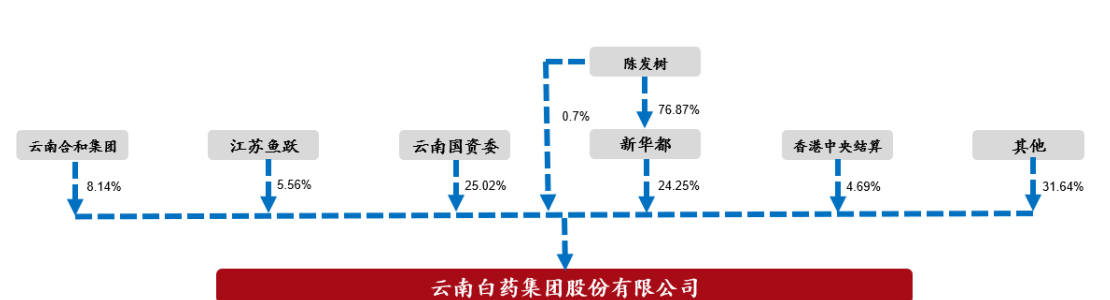
资料来源：《关于吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易之股份发行结果暨股份变动的公告》，公司财报，西部证券研发中心

图 3：2019 年上市公司吸收白药控股后股权结构



资料来源：《关于吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易之股份发行结果暨股份变动的公告》，公司财报，西部证券研发中心

图 4：云南白药股权结构



资料来源：公司财报，西部证券研发中心（注释：截至 2023 年 3 月 31 日）

部分限售股票解禁上市流通。在混改阶段，各方签订协议规定：云南省国资委、新华都所认购的云南白药新增股份自发行结束之日起至 2022 年 12 月 27 日（含）期间不得转让；

江苏鱼跃所认购的公司新增股份发行结束之日起至 2023 年 6 月 26 日（含）期间不得转让。2022 年 12 月 28 日，云南省国资委、新华都所持 835,885,761 股公司股票迎来解禁期，解禁的限售股票占到当时公司总股本的 46.52%。2023 年 6 月 27 日江苏鱼跃 99,916,513 限售股上市流通，占公司总股本的 5.56%。出于经营发展及自身资金需要，江苏鱼跃将于 2023 年 7 月 17 日至 2024 年 1 月 13 日期间通过竞价交易减持总数累计不超过 35,937,250 股（不超过云南白药总股本的 2%）的云南白药股份。

表 2：江苏鱼跃限售股份解禁情况

序号	股东名称	持股总数（股）	所持限售股份数量（股）	本次解除限售股份数量（股）	本次解除限售股份占公司无限售股份的比例	本次解除限售股份占公司总股本的比例	质押股份数量（股）
1	江苏鱼跃科技发展有限公司	99,916,513	99,916,513	99,916,513	5.93%	5.56%	32,365,781

资料来源：《关于部分限售股上市流通的提示性公告》，西部证券研发中心

1.3 管理层更迭，引领数字化转型

公司运营机制高度市场化，以薪酬管理制度改革为切入点，推进建立激励机制。混改后，公司治理结构和运行机制高度市场化，全部董、监、高等高管均去行政化，不再保留国企领导的一切待遇，成为完全市场化的职业经理人，并进行市场化的选聘、薪酬及评价考核。2020 年公司发布新一轮股权激励方案，股权激励分两批进行，一共拟向公司员工授予股票期权 2000 万份，其中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%；另外 300 万份为预留授予的股票期权。从公司层面业绩考核要求来看，首次授予的股票期权的行权条件为 2021~2023 年 ROE 分别不低于 10%、10.5%和 11%，并且三年分红比例均不低于 40%。公司第一年行权期考核要求已完成；由于 2021 公司经营业绩受公允价值变动影响较大，第二个行权期考核要求未达成，相关股权已注销；由于 2022 年受到宏观经济因素的影响，第三个行权期考核要求未完成。鉴于 2020 和 2021 年利润分配方案的完成，公司首次授予部分期权行权价格从 74.05 元/股调整为 51.75 元/股；预留部分期权行权价格从 123.32 调整为 84.16 元/股。

新一轮激励或将开启。2022 年 4 月 6 日云南白药召开的第九届董事会 2022 年第五次会议及 2022 年 4 月 20 日召开的公司 2021 年度股东大会审议通过了《关于〈回购公司股份方案〉的议案》，同意公司使用自有资金以集中竞价或法律法规允许的方式回购公司股份用于实施员工持股计划或股权激励计划。公司自 2022 年 5 月 5 日首次回购股份至 2022 年 6 月 6 日通过回购专用证券账户在二级市场以集中竞价交易方式已累计回购股票 12,599,946 股，约占公司总股本的 0.7015%，最高成交价为 64.46 元/股，最低成交价为 53.71 元/股，支付总金额为人民币 707,428,892.15 元（不含交易费用）。

表 3：2020 年云南白药股权激励解锁条件

类别	行权期	业绩考核指标
首次授予股票期权	第一个行权期	2020 年净资产收益率不低于 10%，且 2020 年度现金分红比例不低于 40%
	第二个行权期	2021 年净资产收益率不低于 10.5%，且 2021 年度现金分红比例不低于 40%
	第三个行权期	2022 年净资产收益率不低于 11%，且 2022 年度现金分红比例不低于 40%
预留授予的股票期权	第一个行权期	2021 年净资产收益率不低于 10.5%，且 2021 年度现金分红比例不低于 40%
	第二个行权期	2022 年净资产收益率不低于 11%，且 2022 年度现金分红比例不低于 40%

资料来源：《2020 年股票期权激励计划（草案）（更新后）》，西部证券研发中心

表 4：2020 年股票期权激励计划激励对象名单

阶段	名单	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占本计划拟授予股票期权总量的	
				比例	
首次授予股票期权	王明辉	董事长	180	9.00%	
	汪戎	副董事长、党委书记	45	2.25%	
	纳鹏杰	董事	10	0.50%	
	杨昌红	执行董事	90	4.50%	
	尹品耀	首席运营官、高级副总裁	90	4.50%	
	王锦	高级副总裁	90	4.50%	
	秦皖民	高级副总裁	90	4.50%	
	杨勇	高级副总裁	90	4.50%	
	吴伟	首席财务官兼董秘、高级副总裁	50	2.50%	
	余娟	首席人力资源官	25	1.25%	
	李劲	技术质量总监	10	0.50%	
	朱兆云	中药研发总监	10	0.50%	
		公司中层管理人员及核心技术 (业务) 骨干 (含控股子公司相关人员)		920	46.00%
	预留授予股票期权	董明	首席执行官	120	6%

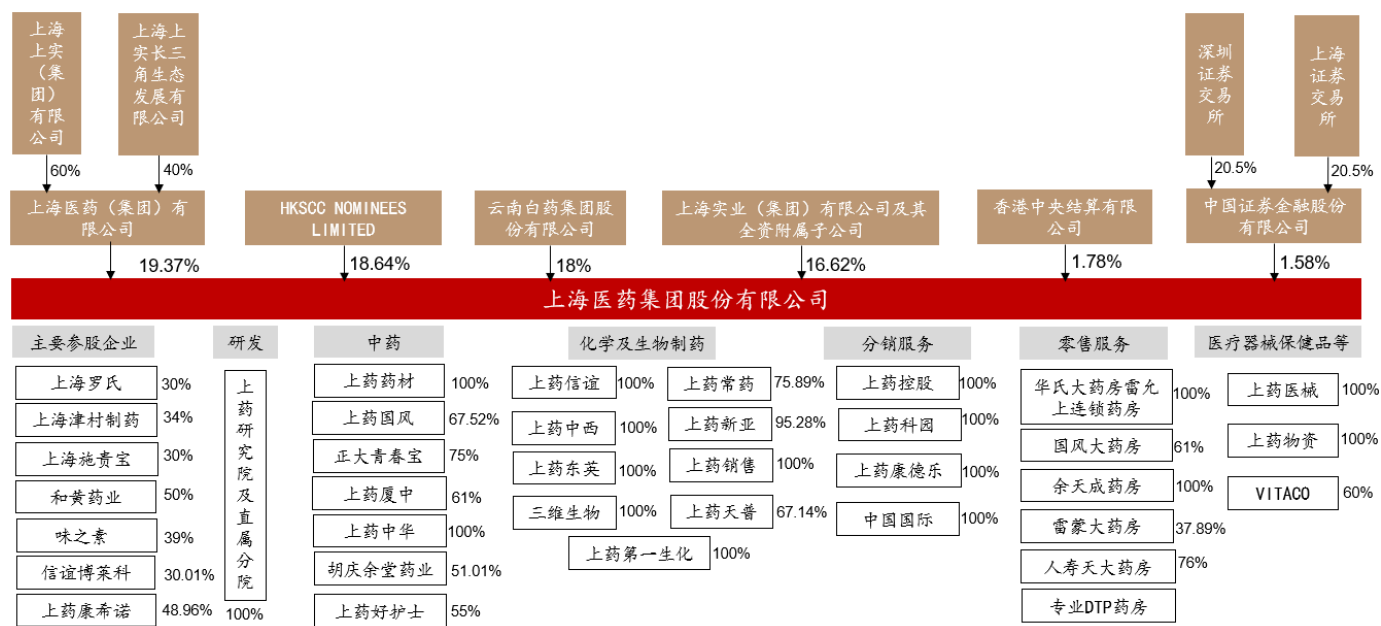
资料来源：《2020 年股票期权激励计划 (草案) (更新后)》，《关于公司 2020 年股票期权激励计划股票期权(预留部分)授予完成的公告》，西部证券研发中心

管理层更迭，百年药企注入新活力。公司从内部人才培养向“内部培养+外部引进”双通道模式转变，引入多领域高层次人才，构筑高质量人才梯队。1) 外部引进：2021 年原华为技术有限公司中国区副总裁董明先生加入云南白药，担任首席执行官和总裁。2022 年 6 月原华为技术有限公司中国区 CFO 马加履新云南白药首席财务官一职。随着两位前华为高管加入云南白药，公司将加快从传统制造企业向数字化运营的智慧企业转型。2) 内部培养：公司以科学系统的培养体系，为员工的发展提供多样渠道，帮助员工提高专业知识和综合能力，构建内部专业化、常态化培训平台，实现人才与企业共成长。

1.4 战投上海医药，深度赋能医药产业

战投上海医药。2022 年 4 月，云南白药发布公告，作为战略投资者，以现金方式认购上海医药 665,626,796 股份。此次认购完成后，云南白药持有上海医药 18.01% 股份，成为上海医药第二大股东，上海市国资委仍为上海医药实际控制人。2022 年公司战投上海医药实现投资收益 7.41 亿元，约占当期投资收益的 85.34%。

图 5：上海医药股权结构



资料来源：公司财报，天眼查，西部证券研发中心（截至 2022 年 12 月 31 日）

深度赋能，合力发展医药产业。云南白药和上海医药将在以下 5 个方面实现优势互补：**1) 协同推进创新研发药：**上海医药在新药研发方面建立了相对成熟的平台和体系，并具有丰富的在研新药管线，本次定增一方面有助于上海医药进一步加大研发投入力度，另一方面，也可以满足白药在研发上的协同需求；**2) 大健康及 OTC 产品协同：**上海拥有丰富的现代中药产品资源及完善的中药研发体系，而白药在品牌建设、渠道管理和大健康产品销售上具有丰富的经验和优秀的团队，双方协同合作有利于充分发挥中药产品潜力和品牌魅力；**3) 中药资源产业链协同：**双方将在中药材种植等相关领域进行多维度合作，共建原料药材保障供应体系；**4) 医药商业协同：**云南是上海医药在全国 24 个通过子公司直接覆盖的省份之一，在云南区域，省医药公司和上海医药云南公司可在互联网医疗、新零售、物流、仓储、医疗机构覆盖等各方面形成协同；**5) 着眼长远深度赋能：**2022 年 8 月，上海医药提名公司董事陈发树先生为上海医药第八届董事会非执行董事候选人、公司首席执行官董明先生为上海医药第八届董事会执行董事候选人，通过向上海医药提名董事，云南白药将深度参与上海医药公司治理与运营，充分整合双方优势，进一步增强双方的核心竞争力和内在价值。

1.5 全面要约收购万隆控股，完善工业大麻产业布局

云南白药全面要约收购万隆控股。2019 年云南白药首次披露收购万隆控股可转债，以此切入工业大麻领域。2021 年 11 月 5 日，云南白药发布《关于云白药香港有限公司拟全面要约收购万隆控股集团集团有限公司全部股份暨关联交易的公告》，拟全面要约收购万隆控股集团。截至 2022 年 12 月 31 日，云南白药分别直接和间接持有万隆控股集团集团有限公司 28.06% 和 45.62% 的股权。基于谨慎性原则，2022 年公司计提万隆控股集团集团有限公司其他应收款坏账准备 5.38 亿元和商誉减值准备 5.79 亿元，万隆控股并表风险基本出清。

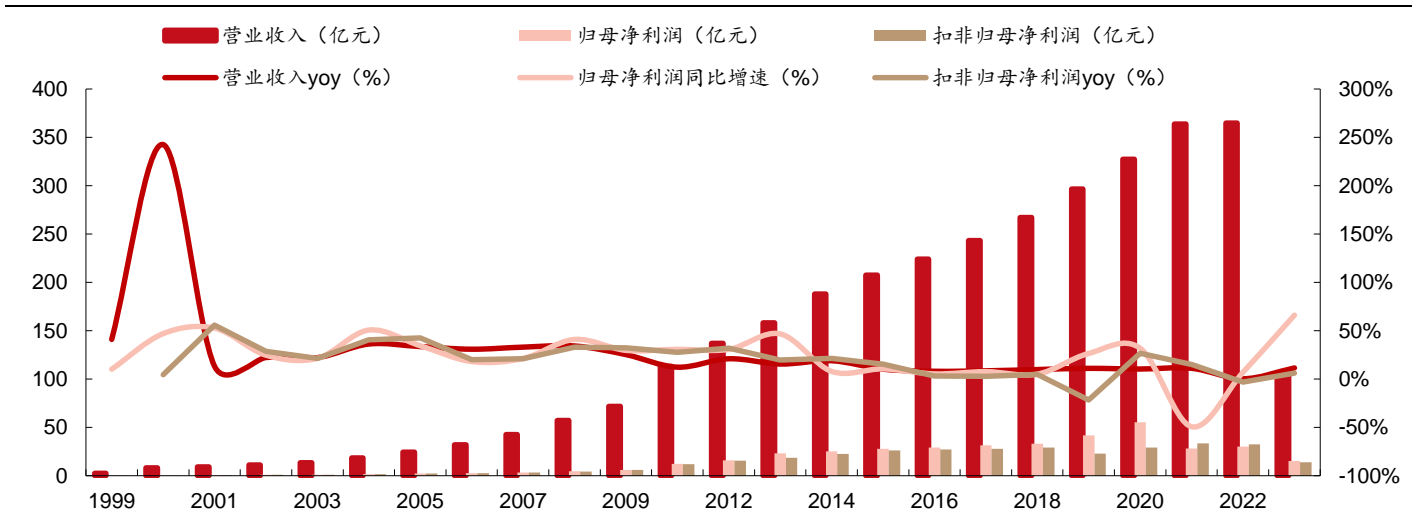
完善工业大麻产业布局，搭建国际化贸易平台。云南白药在工业大麻领域具有多重优势：**1) 2010 年 1 月 1 日，**云南省正式实施《云南省工业大麻种植加工许可规定》，以法规形式允许并监管工业大麻的种植，成为具有工业大麻品种资源和原料资源产业化开发的省份。此外，云南低纬度、高海拔成就的生物多样性特点，也为工业大麻原材料提供了天然的沃土。**2) 根据《云南省工业大麻种植加工许可规定》，**工业大麻种植包括科学研究种植、繁种种

植、工业原料种植、园艺种植和民俗自用种植，其中工业大麻的科学研究种植、繁种植、工业原料种植依法实行许可制度。云南白药公司已取得《工业大麻加工许可证》、《工业大麻科学研究种植许可证》，且《工业大麻科学研究种植许可证》标志着云南白药具有工业大麻育种资质，这将有利于提高 CBD 提取率；3) 通过收购万隆控股，公司将在利用云南省的道地优势的同时，通过香港将工业大麻产品推广到海外市场。2022 年 6 月，万隆控股与瑞士 Apex 集团订立战略合作框架协议，就工业大麻提取大麻素产品的商业化进行合作。

1.6 业绩稳健增长，稳定分红回报股东

公司业绩保持稳健。从 1999 年至 2022 年，公司营业收入和扣非归母净利润连续 24 年保持稳健增长，营收由 2.32 亿元增长到 364.88 亿元，增长 156 倍；扣非归母净利润总额由 0.45 亿元增长到 32.32 亿元，增长 71 倍，CAGR 分别达到 24.60%和 20.42%。2022 年云南白药实现营收 364.88 亿元，同比+0.31%；扣非归母净利润 32.32 亿元，同比-3.19%；归母净利润 30.01 亿元，同比+7.04%。2021 年公司归母净利润变动较大，主要是由于公司持有的证券和基金单位净值发生变化，对业绩造成影响。鉴于此，2022 年 12 月 29 日公司在《关于 2022 年利用闲置自由资金开展证券投资并调整额度的公告》中指出将择机妥善处置公司当前所持有的二级市场股票投资，逐步退出，不继续增持。截止 2022 年 12 月 31 日，公司交易性金融资产为 24.16 亿元，较年初减少 23.04 亿元，主要持仓的股票为小米集团。2023Q1 云南白药实现营收 105.13 亿元，同比+11.49%；归母净利润 15.18 亿元，同比+66.01%，预计一方面受益于疫情管控放开前公司备货充足，相关产品销售增长较快；另一方面港股回暖，公司投资收益增加。

图 6：1999 年~2023Q1 云南白药经营情况



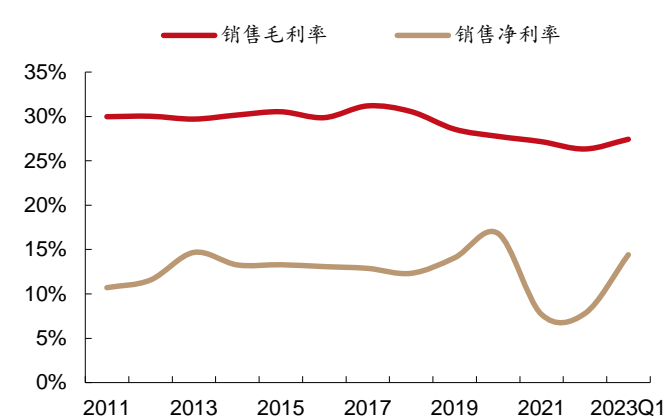
资料来源：公司财报，Wind，西部证券研发中心

毛利率近几年略有下降。公司毛利率近 10 年来基本维持在 30%左右，净利率近几年波动较大。2022 年云南白药毛利率 26.32%，较 2021 年略有下降；2022 年净利率为 7.78%，较 2021 年(16.83%)下降 9.14pcts，主要系公允价值变动损益造成净利润下降；2023Q1 公司销售毛利率为 27.42%，较同期-2.72pcts，净利率为 14.42%，较同期+4.84pcts。

费用控制良好，期间费用稳中有降。过去几年中，销售费用率仅 2017 年略高于 15%，其他年份均控制在 15%以下，管理费用率维持在 2%-3%左右。总体来看 2011-2023Q1 各项期间费用率保持稳定，呈下降趋势，主要为公司控费管理得当，且疫情期间销售宣传费用降低。2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率依次为

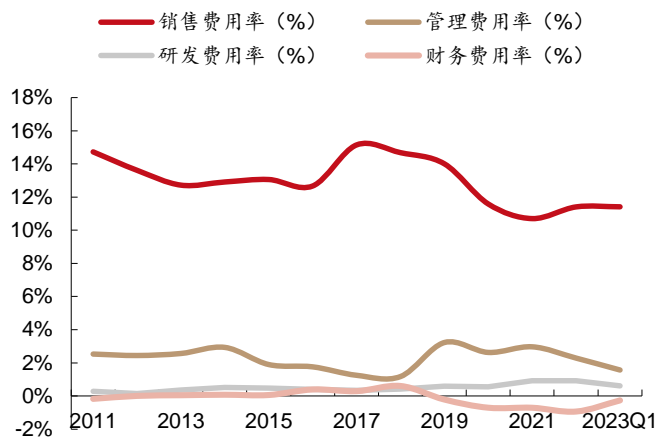
11.42%/2.29%/0.92%/-0.94%；2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率依次为 11.42%/1.56%/0.61%/-0.26%，其中 23Q1 研发费用率略高于同期 0.05pcts，预计未来公司将持续加大研发投入。

图 7：2011 年~2023Q1 云南白药销售毛利率及销售净利率



资料来源：公司财报，Wind，西部证券研发中心

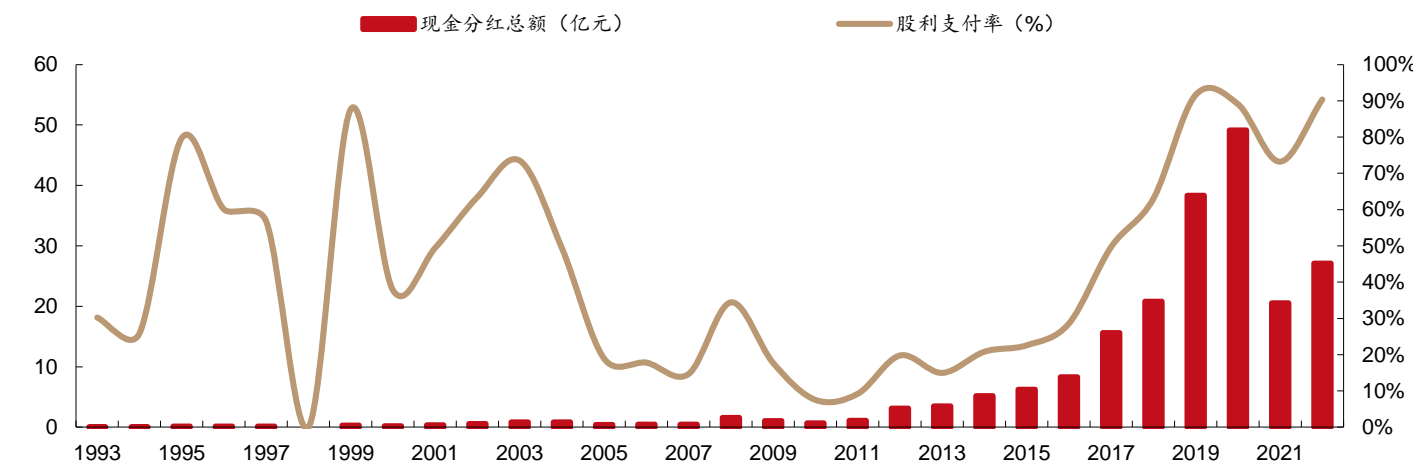
图 8：2011 年~2023Q1 云南白药期间费用率



资料来源：公司财报，Wind，西部证券研发中心

稳定分红回报股东。公司自上市以来，向股东派发现金红利近 207.51 亿元，是近 20 年以来沪深两市对投资者回报最高的公司之一。自 2010 年起，股息支付率持续提升，从 2010 年的 7.50% 上升到 2022 年的 90.37%，充足的现金流与持续提升的股息支付率，客观反映了公司良好的经营现状与发展前景，给予股东充分信心。

图 9：1993~2022 年云南白药现金分红总额及股利支付率



资料来源：公司财报，Wind，西部证券研发中心

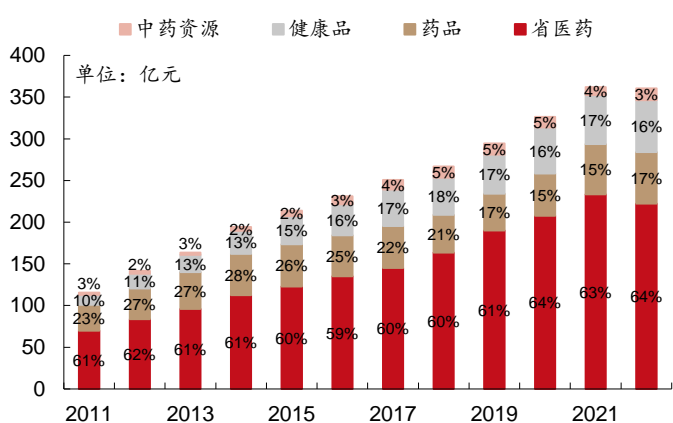
二、四大事业部行稳致远，进而有为

以药品为基础，大健康助力腾飞。2011 年“新白药，大健康”战略确立以后，白药系列药品和大健康产品的双核驱动逐渐替代一直以来的药品单核驱动，同时中药原材料和商业物流协同发展，四大主要业务的整体架构基本确立。1) 药品事业部：药品以散、胶、囊、酏、创可贴、气雾剂等白药系列产品为主，并包含普药和医疗器械业务，2022 年药品事业部实现营收 62.04 亿元（同比+3.16%）占营业收入的 17%；2) 健康品事业部：继云南白药牙膏之后，健康品事业部陆续推出养元青和采之汲等产品，大健康产业布局不断扩大，2022 年大健康产品事业部实现营收 61.97 亿元（同比+4.97%），占营业收入的 17%；3)

中药资源事业部:为保障集团药材原料供应,白药打造包括三七和重楼在内的战略大品种,创立品牌天然药用资源族群,2022年中药资源事业部实现营业收入14.47亿元(同比+52.20%),占营业收入的4%。4)省医药公司:从事医药批发零售业务,是云南省最早、最大的医药商业公司,2022实现营收222.19亿元(同比-4.81%),占营业收入的61%。在四大大事业部之外,云南白药天颐茶品有限公司深耕茶品业务,于2010年陆续推出天颐、醉金秋和红瑞徕等茶品系列。

立足“1+4+1”战略,积极探索第二增长曲线。2021年公司提出“1+4+1”战略,寻求业务新突破,其中第一个“1”指的是作为中国头部的中医药企业,云南白药将加快加强在中医药方面的研发和创新工作;第二个“4”指未来白药将深耕口腔、皮肤、骨伤和女性关怀4个生态领域;最后一个“1”指公司整体上将完成数字化转型,尤其是研发方面的数字化技术应用。未来公司将扎实推进各版块主营业务,助力第二增长曲线战略稳步落地。

图 10: 2011~2022 年云南白药主营业务构成



资料来源:公司财报,西部证券研发中心

图 11: 云南白药产品汇总



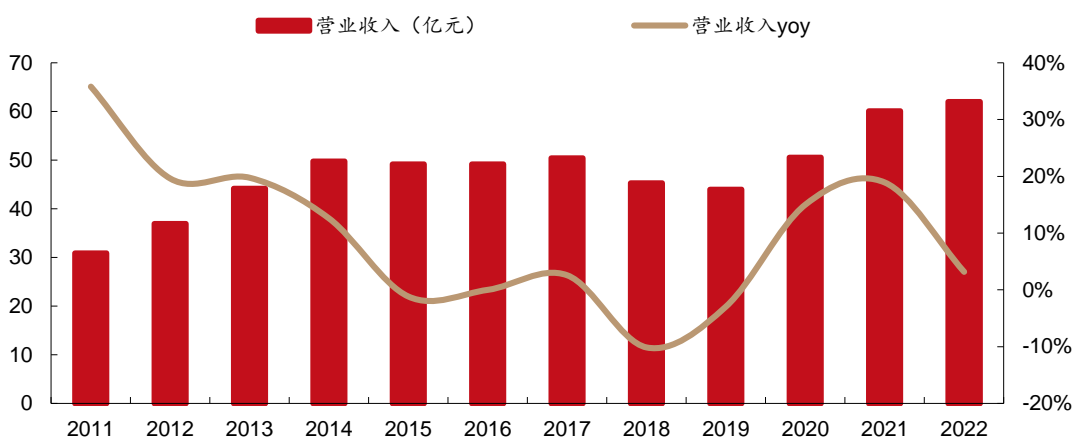
资料来源:公司官网,西部证券研发中心

2.1 药品事业部:以药品为核心,培育器械产品矩阵

以白药系列为核心,培育医疗器械产品矩阵。药品事业部主要包含药品系列和医疗器械品牌,其中云南白药药品系列共有19个剂型,300余个品种,分为白药系列和普药。1)白药系列:云南白药系列在传统的云南白药散剂基础上,拓展出云南白药膏、云南白药气雾剂、云南白药创可贴等多种剂型,满足差异化消费需求;2)普药和特色药系列:以气血康口服液、宫血宁等大单品为基础,向感冒类、胃肠道类、抗感染类和清热类产品延伸;3)医疗器械:2022年,药品事业部以“稳药品·育器械”为核心战略,选择慢病疼痛、眼健康两大细分领域拓展发力,探索医疗器械家庭化使用场景,谋求新增长极。

药品事业部平稳发展。2014年以前,受益于新品的不断推出,药品事业部维持快速增长,但2015年受医保控费等政策影响,药品事业部营收增速放缓。2019年,公司混改落地,药品事业部营收增速逐步恢复,并于2022年再创高峰,营业收入达62.04亿元,同比+3.16%。

图 12: 2011~2022 年药品事业部营收及同比增速



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

2.1.1 白药系列: 国家绝密配方构筑坚实护城河, 多形态产品满足差异化需求

国家绝密配方构筑坚实护城河。中药保密品种是指根据《中华人民共和国保守国家秘密法》等有关法规, 已列入国家秘密技术项目的中药品种。1958 年, 云南白药配方工艺被列为“国家绝密级”, 保护期限永久, 国内仅有两种中药配方位列“国家绝密级”-----云南白药和片仔癀。

表 5: 国家中药保护品种

国家保密配方等级	保密期限	品种
国家绝密级	永久	云南白药 片仔癀
国家保密级	长期	安宫牛黄丸 (同仁堂)、华佗再造丸 (奇星药业) 六神丸 (雷允上)、麝香保心丸 (和黄药业) 龟龄集 (广誉远)
中药保护品种	一级: 30 年、20 年、10 年 二级: 7 年	东阿阿胶, 龙牡壮骨颗粒等众多品种

资料来源: 公司官网, 国家药监局, 《中药保护品种条例》, 西部证券研发中心

伤科圣药拓展多种形态, 满足消费者差异化需求。最初的云南白药以散剂的形式在市场出售, 为了便于患者控制用药量, 云南白药开始尝试生产胶囊剂型。为了大幅提升胶囊剂产能, 周总理批示拨款 50 万美元给云南白药购进德国博世公司的胶囊生产线, 实现白药胶囊剂型的机械化生产。公司抓住市场痛点, 1994 年推出了方便携带, 更易使用, 且起效更快的气雾剂型, 并将目标市场锁定为运动人群以及都市备用人群。气雾剂型止痛活血产品的出现, 一改云南白药在百姓心中传统中药的形象。公司结合云南白药化瘀止血、活血止痛、解毒消肿的特点, 分别于 1984 年和 2001 年先后发明了云南白药膏和云南白药创可贴两款透皮产品, 白药系列产品进一步丰富。

表 6: 白药系列核心产品

药品名称	产品图片	功效	使用方式	上市时间	药品特点	目标人群	医保/处方
云南白药散剂		化瘀止血，活血止痛， 解毒消肿	口服+外用	1902	万用剂型，内 服外敷均可	县镇级市场	甲类，基药，处 方药
云南白药胶囊		化瘀止血，活血止痛， 解毒消肿	口服	1976	便于携带储存	手术患者	甲类，非基药， 处方药
云南白药酊		活血散瘀，消肿止痛	口服+外用	1983	易渗透皮肤	关节炎、风湿等 病患	甲类，基药，OTC
云南白药膏		活血散瘀，消肿止痛， 祛风除湿	外用	1984	药效缓释，长 期使用	风湿疼痛，肌肉 酸痛人群	甲类，基药，OTC
云南白药气雾剂		活血散瘀，消肿止痛	外用	1994	易携带，起效 快，仅外用	运动人群，备用 型人群	甲类，基药，OTC
云南白药创可贴		止血，镇痛，消炎，愈 创	外用	2001	针对小伤口	全部人群，小面 积开放性外科创 伤	OTC

资料来源：公司公告，公司官网，产品说明书，国家医保局，西部证券研发中心

核心白药拥有强定价权，产品仍具提价空间。云南白药系列产品拥有“国家绝密级”作为背书，市场替代性较弱，拥有较强的定价权。在 2016 年大面积招标降价的背景下，白药系列产品仍然保持稳定，产品价格敏感度较低。1997-2009 年期间，提价幅度集中在 10-30%，4 个重要提价年份---1997 年、2003 年、2005 年与 2009 年----的提价均实现了公司归母净利润增速的提升，有利于公司缓解中药原材料成本提升、人力成本升高等带来的利润率下滑的压力。此后，公司仅在 2018 年小幅调整创可贴、痔疮膏和气雾剂的出厂价；2022 年对散剂的出厂价上调 13.5%，为该产品自 2017 年以来首次上调出厂价，终端零售价暂未调整。

表 7：云南白药系列产品历年提价情况

年份	提价产品	提价幅度
1996	云南白药胶囊	35%
	云南白药散剂	178%
2003	全线产品	12%-29%
2005	全线产品	15%-20%
2009	云南白药膏	30%-140%
	云南白药创可贴	30%
	云南白药酊	10%
	云南白药胶囊 云南白药散剂	6%
2018	创可贴	小幅调整
	痔疮膏	
	气雾剂	
2022	散剂	13.5%

资料来源：wind，公司历年公开投资者调研会议记录，西部证券研发中心

云南白药创可贴后来者居上。云南白药创可贴是白药系列产品拓展上最成功的产品之一，是云南白药止血镇痛功效与创可贴的完美契合。云南白药创可贴上市之前，邦迪为国内创可贴市场的绝对龙头，根据 2004 年《中国医药报》的一份市场调查，邦迪在中国市场的市占率一度高达 70%，“邦迪创可贴”消费者购买率高达 44.5%，是排名第二的“云南白药气雾剂”的 2.29 倍，但当时邦迪的产品仅具有止血的功效，如若伤口处理不慎，常出现贴上创可贴之后伤口肿痛且化脓的情况。云南白药抓住这一市场痛点，于 2003 年推出了不仅可止血且拥有消炎止痛功效的创可贴。云南白药含药创可贴凭借其强大的品牌力和成熟的渠道迅速占领市场。为打破云南白药对含药创可贴市场的垄断，邦迪随后推出了含杀菌剂的苯扎氯铵贴。为抢占不含药创可贴市场，2013 年云南白药不含药的泰邦系列创可贴问世。根据云南白药 2022 年年报公布的数据，云南白药创可贴占外用止血类(含药)创可贴零售市场份额 66%，市场排名第一（数据来源：中康开思系统）。

表 8：云南白药创可贴与邦迪创可贴部分规格价格对比

品牌	系列	产品类型	功效	规格	价格
云南白药创可贴	云南白药系列	轻巧透气型	止血，消炎，镇痛	100 片/盒	25 元
	泰邦系列（不含药）	弹性创可贴	止血，抑菌	100 片/盒	14.9 元
邦迪创可贴	杀菌系列	苯扎氯铵贴	止血，杀菌	100 片/盒	26 元
	普通系列（不含药）	弹性创可贴	止血，抑菌	100 片/盒	29.9 元

资料来源：京东云南白药大药房旗舰店，京东云南白药医疗器械京东自营旗舰店，京东大药房，邦迪京东自营专区，西部证券研发中心

2.1.2 普药系列：覆盖领域广，品类齐全

普药系列品类齐全，覆盖领域广，核心单品潜力大。云南白药普药系列涵盖感冒类，清热类、妇科类、心脑血管类和儿科类等 13 个大类，产品种类达 70 余种，其中以宫血宁和气血康为核心单品。

图 13: 云南白药普药类产品



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

气血康主打植物补益概念，气血双补。气血康采用文山鲜三七、黄芪、人参和葛根等配伍而成，实现气血双补，主治身倦乏力，气短心悸，阴虚津少，口干舌燥。由于鲜三七中的有效成分三七皂苷含量比干三七高近 28%，气血康口服液采用云南白药文山自有三七 GAP 种植基地产的鲜三七，而非常市面上常见的干三七。为实现对鲜三七的保鲜加工，云南白药投入巨资在云南文山建造国际化生产线，打造气血康全产业链，进一步从源头保证产品质量。

宫血宁恢复生产，有望重新放量回归。宫血宁为重楼制成的单方药，具有凉血止血，清热除湿和化瘀止痛的功效，用于崩漏下血，月经过多，产后或流产后宫缩不良出血及子宫功能性出血属血热妄行证者，以及慢性盆腔炎之湿热瘀结所致的少腹痛、腰骶痛、带下增多。过去由于中药重楼自然资源的枯竭，宫血宁一度停产。云南白药在突破重楼种植技术后，于 2020 年 6 月重新获批并逐步恢复其生产。妇科用药主要集中在妇科消炎止痛和妇科止血两大领域，且妇科止血市场的竞争比较小，宫血宁作为医保甲类用药，市场规模仍有进一步放大的可能。

表 9: 普药系列核心产品

药品名称	产品图片	功效	规格	上市时间	目标人群	医保/处方
气血康口服液		健脾、滋阴、生津	10ml/瓶*10 瓶 10m/瓶 I*20 瓶	1985 年	白领女性	甲类，基药，OTC
宫血宁		凉血止血、清热除 湿、化瘀止痛	18 粒*1 板	2020	子宫出血患者	甲类，处方药

资料来源：公司官网，产品说明书，国家医保局，西部证券研发中心

2.1.3 医疗器械：围绕慢病领域，主打院端理疗家用化

2018 年，云南白药创立医疗器械品牌“泰邦”，寓意民泰安邦，并于 2020 年 12 月收购安徽金健桥医疗科技有限公司，拓展康复医疗器械领域。泰邦医疗器械现有 101 个品种的产品，分为 4 个大类：慢病疼痛类包含颈舒、腰舒、脑功能（障碍）治疗仪等 13 个产品，

模拟中医专业推拿手法，融合生物电理疗，专业呵护，缓解慢病疼痛；运动护具类包含腰部固定器、背部固定器、膝部固定器等 18 个产品，全方位保障您的运动健康；眼部护理类包含防蓝光护目镜、眼罩等 12 个产品，抗 UV 粒子防蓝光，保护双眼，缓解视力模糊和眼部干涩；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 20 个产品，安全消杀，科学防疫。

图 14：云南白药医疗器械类产品

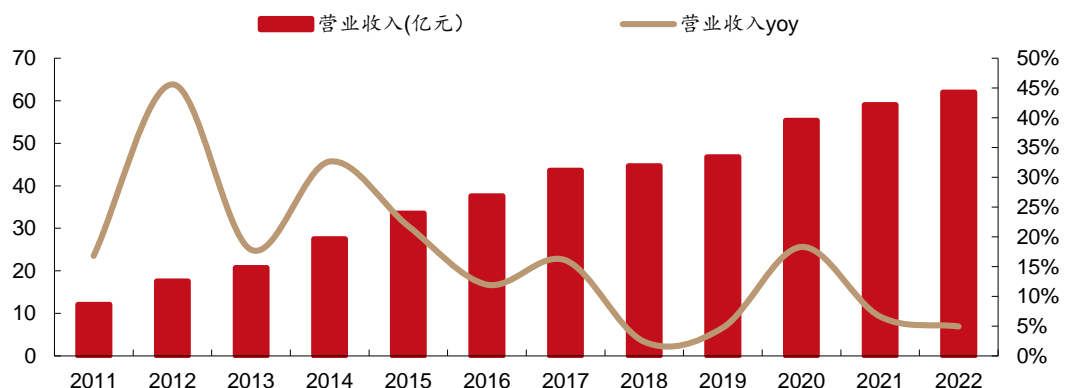


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

2.2 健康品事业部：立足口腔护理优势，拓展个护消费新领域

立足口腔护理优势，拓展个护消费新领域。在“新白药，大健康”的战略下，2003 年，公司组建健康事业部，意欲打破过于依赖白药系列产品的瓶颈局面，扩充产品线，拓宽公司增长边际。健康品事业部聚焦功能性个人护理产品新消费领域，在保持口腔护理产品群的优势同时，扩展头皮护理和美肤产品族群，推动产品形态从功能性产品提供到个性化、数智化综合个人护理解决方案的转变。健康事业部的产品体系主要由云南白药牙膏，采之汲面膜，养元青洗发产品三大产品线构成，并在 2021 年重磅上线“齿说 (ToothTalk)”口腔科学专研品牌和“采之汲”品牌切入专业口腔护理和医美新赛道。截止 2022 年 12 月 30 日，健康事业部保持稳健增长，实现营业收入 61.97 亿元，同比+4.97%。

图 15：2011~2022 年健康品事业部营收及同比增速




资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2.2.1 云南白药牙膏：创国产新高峰

云南白药牙膏创国产牙膏新高峰。云南白药牙膏上市于2005年，诞生的灵感来自消费者反馈----口腔出血时，在牙膏上撒云南白药散剂，有快速止血的作用。云南白药定位高端口腔保健牙膏，上市之初的定价即为22元，彼时的市场龙头高露洁牙膏的均价在15元左右。借助良好的品牌口碑，云南白药牙膏上市首年即创下8000万销售额。随着多年的发展，公司逐渐从：“解决牙龈出血”的产品定位，转变成“口腔全能保健牙膏”的品牌定位”，陆续推出针对中端市场的金口健系列；针对吸烟人士的朗健系列；以及儿童牙膏丰富产品线。根据公司2022年年报，在牙膏行业增速趋缓的情况下，2022年云南白药牙膏品类依然斩获22.4%的市场份额，保持行业市场份额第一的位置（数据来源：尼尔森零售研究数据 YTD2212）。

表 10：云南白药牙膏系列产品

产品系列	推出年份	产品特点	零售价	图片
云南白药牙膏主品牌	2005	帮助修复口腔黏膜损伤并减轻牙龈问题	33.3元/180g	
金口健系列	2007	减少牙齿菌斑，亮白牙齿	25.8元/145g	
益齿白系列	2010	清洁口腔，美白牙齿	26.6元/120g	
朗健系列	2011	减少烟渍，清新口气，改善烟后口腔环境	64.6元/180g	
双效抗敏系列	2014	强化牙质，缓解牙齿敏感	48.8元/150g	
蕴康牙膏	2016	针对孕期口腔问题	38元/80g	
儿童系列	2018	纯天然配方，儿童专用	42元/60g	

产品系列	推出年份	产品特点	零售价	图片
活性肽系列	2018	帮助减轻牙龈出血、牙龈肿痛，预防口腔疾病	69元/135g	

资料来源：公司官网，天猫云南白药牙膏官方旗舰店，西部证券研发中心

2.2.1.1 云南白药牙膏成功四大策略

通过 18 年的发展，云南白药牙膏成为国内市占率第一的牙膏品牌，主要在于 4 个关键策略：

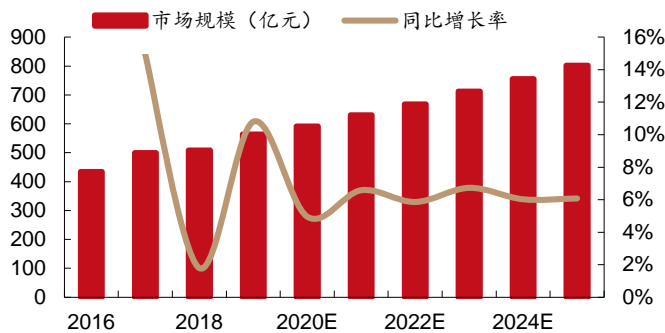
1. **产品具有市场稀缺性及渴求性。**云南白药牙膏上市之前，市场主打的牙膏卖点是清洁、美白、清新口气和防蛀。而进入 21 世纪之后，都市人群的生活水平日渐改善，饮食结构趋于丰富，重口、油腻的饮食比重大幅增加，牙龈肿痛、出血，口腔溃疡的人群增多。这些是彼时市场存有产品均无法解决的问题。云南白药牙膏上市之初便作为功能性牙膏进入市场，主打解决牙龈出血等口腔健康问题，击中市场痛点，满足了都市人群对解决口腔健康的需求，填补了市场功能性牙膏的空白。
2. **借助云南白药强大的市场口碑与群众基础。**作为百年民族品牌，云南白药作为止血神药早已深入人心，民间早有将白药散剂撒在牙膏上刷牙用于治疗口腔出血。云南白药牙膏给予消费者的直接印象即是可治疗口腔出血，且因云南白药的良好口碑和强大的品牌拉力，消费者从产品上市期便对其宣传的功效深信不疑。其次，云南白药系列产品作为止血止痛药品早已深入千家万户，消费者群体庞大。白药牙膏问世后，这部分云南白药消费者成为直接潜在买家，为白药牙膏在上市初期的快速发展奠定坚实基础。云南白药牙膏上市第一年就拿下 8000 万的销售额。
3. **借助自身渠道，药店商超双管齐下。**作为新上市的品种，渠道铺设是最大的难题。云南白药牙膏便借助自身密集的药店渠道网络，以极低的费用进入药店销售。因成熟的药店渠道，白药牙膏以极短的时间铺向全国，且避免了在上市初期与高露洁，佳洁士等牙膏巨头的直接竞争。与此同时，公司和各大商超的合作逐渐深入。随着商超渠道的搭建，云南白药牙膏逐渐进入商超。此时，白药牙膏已通过药店渠道获得一部分消费者，且市场反应良好。以“次新品牌”身份进入商超的云南白药牙膏，很快便打开了市场。
4. **高端高价，错位竞争。**云南白药牙膏在上市之初的主要目标群体是用口腔健康问题的都市人群。这部分人群大多处于小康或更高的社会阶层，具有一定购买力。当时市场主要竞品的售价在 10-15 元，22 元的售价使云南白药牙膏成为市场上的高端产品。同时高出竞品近 10 元的售价，也有“绝密级”国家保密配方作为背书，市场认可度高。事实证明高端高价的定位成为云南白药牙膏高速发展的助推器。

2.2.1.2 云南白药牙膏仍具有发展空间，消费升级成为助推器

云南白药牙膏仍具有发展空间，消费升级成为助推器。口腔护理行业细分为三个子市场---基础口腔护理、电动口腔护理和专业口腔护理，其中基础口腔护理包括牙膏和牙刷。我国基础口腔护理行业已经处于成熟期，市场规模稳定增长。根据弗若斯特沙利文数据，2016~2020 年，我国基础口腔护理产品零售额从 435 亿增长至 592 亿，CAGR 为 8%，预计 2025 年将达到 802 亿。在此期间，中国牙膏产量始终维持在 50 万吨以

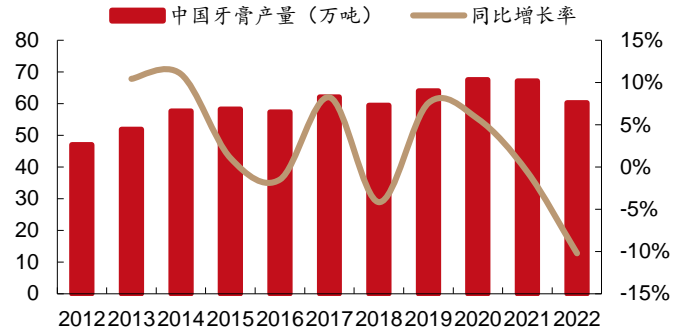
上，2022年牙膏产量为60.3万吨，同比-10%，其中中国国内市场销量下降3%。牙膏市场规模的扩大主要靠消费升级驱动，作为高端牙膏品牌的云南白药或将成为受益者，预计未来5年内云南白药牙膏的市占率仍旧保持行业领先地位，稳定在20%以上。

图 16：2016~2025 年中国基础口腔护理产品零售额及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

图 17：2012~2022 年中国牙膏产量



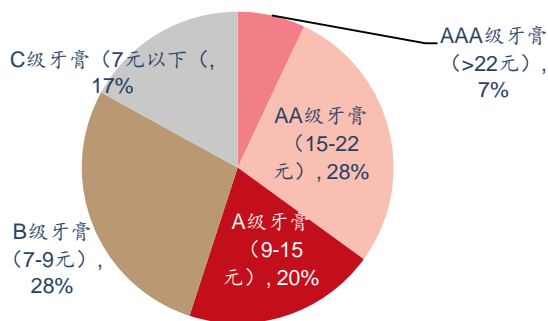
资料来源：中国口腔清洁护理用品工业协会，西部证券研发中心

从定价分布的角度来看，目前我国牙膏产品大致可分为三挡：低端、中端和高端产品：

1. 低端牙膏定价低于 7 元/100g (C 级牙膏)，如佳洁士盐白、中华双钙防蛀、高露洁草本等系列产品。低端产品成本有限，牙膏质量与广告宣传效果存在较大差距，且山寨产品泛滥，随着社会生活水平的提高，逐渐失去了吸引力，目前市场份额仅仅达到 17%。
2. 中端牙膏定价主要在 7-15 元/100g 左右，如中华健齿白、两面针中药护龈、冷酸灵专研抗敏、高露洁健白防蛀、黑人茶倍健等系列产品。中端产品由于广告投放充足，市场知名度较高，且牙膏质量相对较好，因而成为吸引消费者的“生力军”，市场份额占比高达 48%。
3. 高端产品定价主要在 15 元以上/100g，如黑人竹炭亮白深洁、云南白药中药牙膏等系列产品。高端产品市场份额能达到 45%，与其清晰的产品定位和良好效果口碑关系密切。此价格区间中药牙膏功效显著，物有所值。随着居民对牙齿健康和口腔护理关注度的提高，高端产品在其良好的使用效果支撑下，市场占有率有望进一步提升。

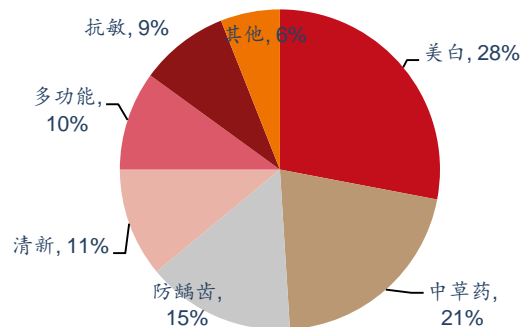
定位清晰，挖掘细分赛道需求。我国牙膏功能性细分市场的格局来看，美白功能的牙膏市场占比最大，达到了 28%，主要原因是大多数人对于牙膏的功能首先考虑的是美白效果。其次是中草药类型的牙膏，占比达到了 21%，主要原因是中草药配方的宣传深入人心，更多人愿意相信中草药的功能。多功能的牙膏占比仅为 10%。年轻人更关注美白，而年长的消费者对消炎和抗过敏的需求明显高于中青年。云南白药牙膏金口健与益齿白系列的布局，使云南白药牙膏成功打入美白功能性市场。针对 3~12 岁儿童和孕妇分别推出儿童牙膏和蕴康无氟牙膏。

图 18: 2020 年中国牙膏产品销售价格分布 (100g/支)



资料来源: 中国口腔清洁护理用品工业协会, 西部证券研发中心

图 19: 2018 年中国牙膏功能性分布



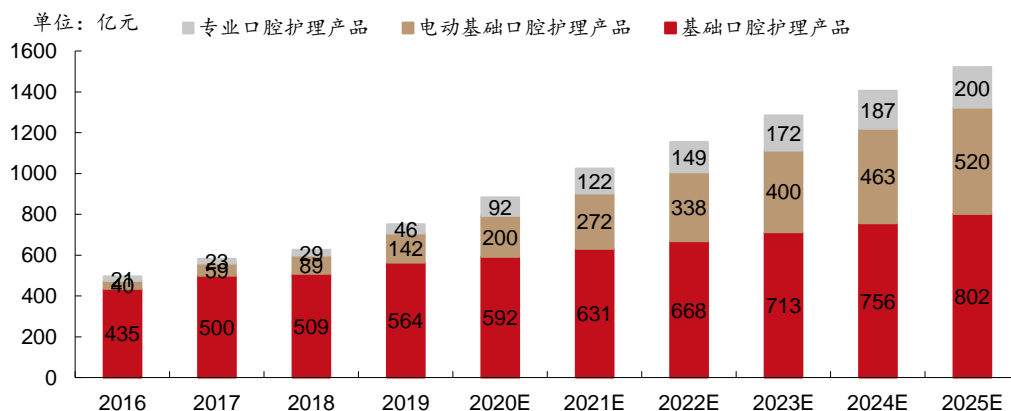
资料来源: 中国产业信息网, 西部证券研发中心

2.2.1.3 “齿说 (Tooth Talk)” 口腔科学专研品牌, 进军口腔硬件领域

“齿说 (Tooth Talk)” 口腔科学专研品牌, 一站式口腔解决方案。2022 年下半年云南白药口腔护理新品牌“齿说”和线上口腔服务平台“看呀”全面上市, 两者发挥协同作用, 为用户提供一站式口腔护理服务。“齿说”旗舰产品-----“齿说魔盒”即口腔智护集成盒, 内含电动牙刷、冲牙器、口喷和口腔可视镜等系列产品, 用户可通过口腔可视镜轻松自测查明口腔问题, AI 智能评估后, “看呀”APP 平台 24 小时牙医问诊, 为用户提供个性化口护方案。除此以外, “齿说”分别推出敏感修复、牙龈养护和正畸防蛀系列组合, 满足消费者差异化需求。

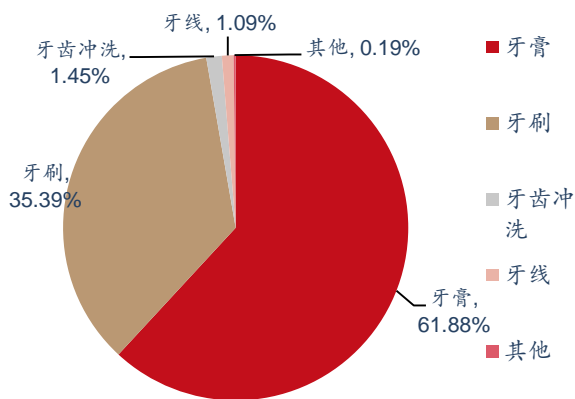
我国口腔护理辅助产品渗透率低, 市场空间大有可为。根据弗若斯特沙利文数据, 2016-2020 年, 中国口腔护理市场的零售总额从 496 亿元增长至 884 亿元, CAGR 为 15.5%, 预计 2025 年将达到 1522 亿元。电动和基础口腔护理产品和专业口腔护理产品增长较快, 但从消费结构来看, 我国口腔护理产品的渗透率依然较低, 2019 年基础口腔护理产品 (牙膏和牙刷) 占到中国口腔护理行业 97% 的市场份额, 而全球水平为 79.47%。

图 20: 中国口腔护理市场零售额



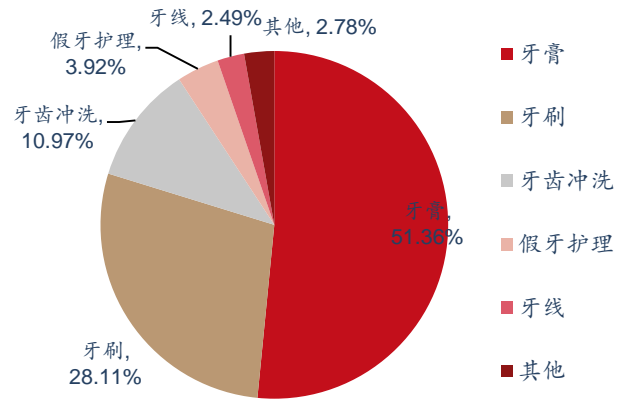
资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

图 21: 2019 中国口腔细分市场占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

图 22: 2019 全球口腔护理细分市场占比

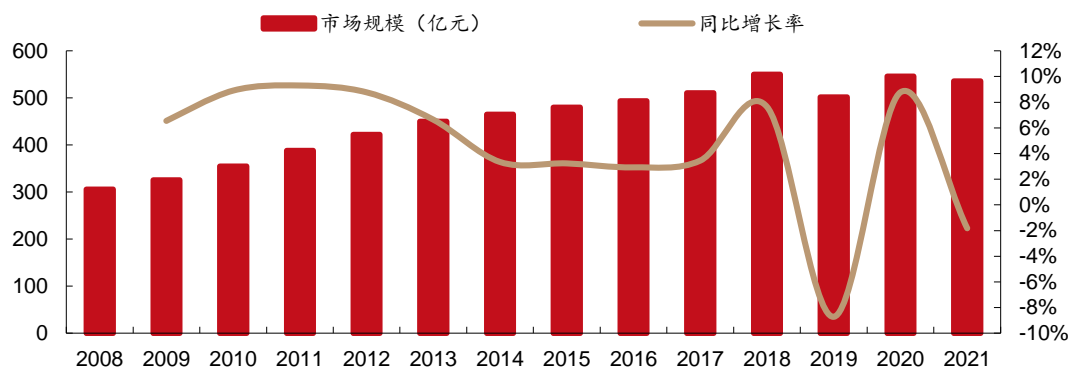


资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

2.2.2 养元青进入洗发护发市场, 有望复制牙膏成功之路

中国洗发水市场趋于成熟, 近 10 年市场规模保持稳定增长。2018 年, 国内洗发水市场规模达到 550 亿元, 相对 2017 年的 511 亿元同比增长 8%, 到达 2012 年后的最大增幅。2018 年至 2021 年内中国洗护发市场规模趋于稳定。

图 23: 中国洗护发市场规模及同比增长率



资料来源: 中国日化用品工业协会, 西部证券研发中心

牟定防脱育发市场, 调整营销思路。2010 年, 公司推出养元青品牌进入洗发护发市场, 采用与云南白药牙膏相同的策略, 主打中草药天然成分与功能性配方。养元青洗发水上市后, 定价 59 元洗护组合, 推出控油止痒, 去屑修复产品, 进军高端市场。上市之初, 养元青的渠道铺设主要沿用牙膏拥有的商超渠道, 但放量速度较慢。2013 年, 公司调整营销策略, 做出 4 大调整。1) 将销售重心从线下转移线上; 2) 开发新系列产品, 进入不同细分功能性市场, 迎合大众多样需求; 3) 更换包装, 新包装综合了云南民族特色与中草药风格, 主打国风; 4) 单独设立养元青销售团队。根据 2022 年公司年报披露, 2022 年“双 11”期间, 养元青洗护品类全网销售额增长超过 30% (数据来源: 商指针), 天猫双十一上榜国货防脱 NO.1。

表 11: 养元青系列产品介绍

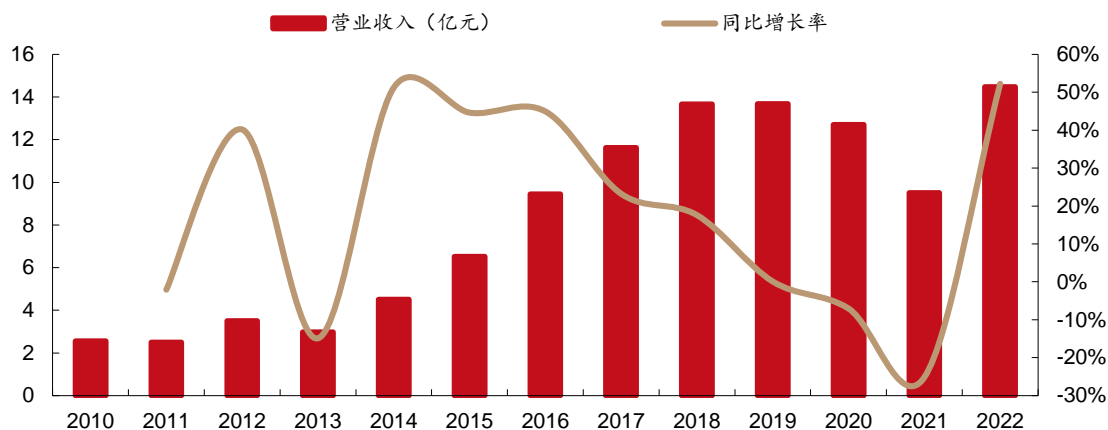
系列产品	推出时间	产品特点
头皮护理系列	2010	国内首款以头皮健康管理专家定位的洗发产品
控油防脱系列	2013	控油防脱发
淘米水系列	2016	乌黑亮泽, 坚固发根

资料来源: 天猫养元青旗舰店, 公司官网, 西部证券研发中心

2.3 中药资源事业部：发挥地域特色，建立中药资源全产业链布局

战略药材保障、药材中间品和养生保健品开发有机结合，建立中药资源全产业链布局。中药资源事业部成立于2013年，前身是原生药材事业部，后整合旗下文山公司、丽江公司和武定种源公司组成为现在的中药资源事业部。2015年云南白药成立中药资源有限公司，并建立从种植、提取、加工到贸易的产业结构，业务范围覆盖中药饮片、原料药和保健食品等，着力构建云药资源交易平台、健康养生平台、植物提取物及原料药产业平台。2013年中药资源事业部单独成立后，由集团总经理亲自挂帅，营业收入从2013年的2.98亿，增长到2019年的13.68亿，6年内复合增长率高达28.91%，在各事业部中增长最快，是公司四大业务部门中最有潜力的增长点。2020年和2021年受疫情影响营业收入有所下滑，最严重时2021年营业收入同比-25%，但核心产品竞争力还在，仍具备上升空间。2022年中药材事业部实现营收14.47亿元，同比+52%。在新业务的开拓方面，公司以桉叶油业务为基础，布局香精香料业务，构建从资源控制、提取加工、产品开发、国内外贸易到终端应用的全产业链业务基础，并延伸至20多个品种，初步形成优势品种矩阵。

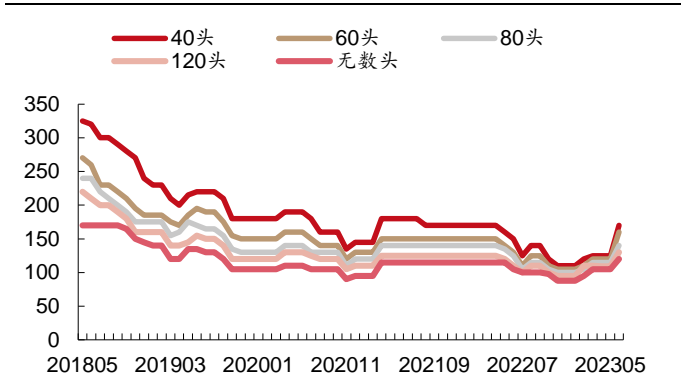
图 24：2011~2022 年营业收入及同比增长率



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

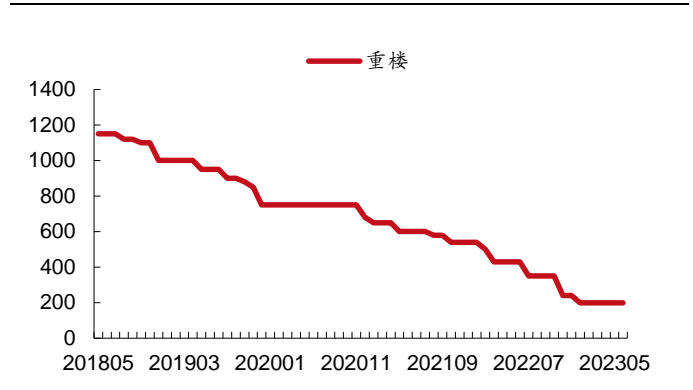
全产业链布局显成效，三七、重楼销售逆势而上。云药资源交易平台，充分利用云南自然植物药材资源，集中优质稀缺云药资源，吸引了一批云药种植户和稀缺药材厂商，打通了云药从上游原材料、中游提取加工生产，到下游健康养生成品的研发与销售的全部渠道，牢牢掌控住云药上中下游全产业链稀缺优质资源，为中药资源业务的长远发展打下坚实基础。根据云南白药2021年度业绩网上说明会公布的数据，公司在云南省内已布局10余个种植基地，重点品种三七市场占有率达20%，在近一年三七价格下跌50%的背景下，公司中药资源部销售逆势上涨，商业模式的探索和布局优势开始显现经济效益。2022年，公司开始打造数字三七产业平台2.0，进一步加快数字化转型步伐。在重楼种植取得突破性进展后，公司将重楼作为又一战略品种进行布局。2022年公司与丽珠集团就重楼的合作签订战略协议，重点促进重楼的基地建设、趁鲜加工、技术研发、药品的创新运用。在近年重楼价格持续疲软运行的情况下，公司依然保证了营业收入的增长。

图 25: 近五年三七价格走势 (元/千克)



资料来源: 康美中药网, 西部证券研发中心

图 26: 近五年重楼价格走势 (元/千克)



资料来源: 中药材天地网, 西部证券研发中心

表 12: 中药资源部核心产品

系列产品	三七粉系列	三七黄金搭档	滋补佳品	零食茶饮
核心产品名称	三七极细粉	山楂粉	鸡内金	滇橄榄含片
产品图片				
产品特点	调节三高, 预防心血管疾病	健胃消食, 预防高血脂	健胃消食, 涩精止遗	补充维生素 C
产品价格	86 元/100 克	49 元/160 克	44.9 元/300 克	19.8 元/盒

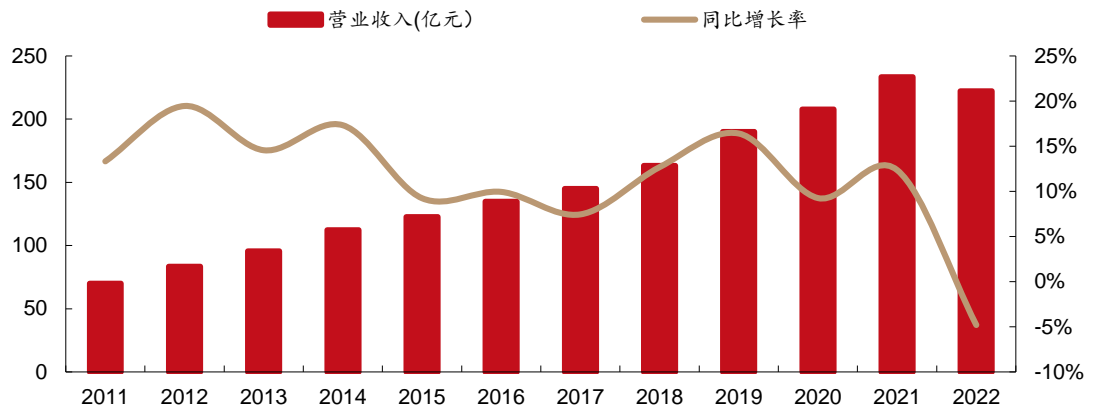
资料来源: 云南白药京东自营旗舰店, 西部证券研发中心

以三七为核心, 丰富健康产品线。健康养生平台建立后, 公司陆续推出白药养生饮片系列, 保健食品系列, 豹七三七系列, 四季养生系列以及特色精制功能性食品系列, 并有多种在研产品。借助云南白药集团的优质资源和品牌口碑, 健康养生各系列产品线均会不断丰富。目前公司已铺设线上自营旗舰店, 逐渐发展从云药原材料采集到中药饮片和养生健康产品销售的全产业链。

2.4 医药商业: 重整营销运营体系, 巩固省内龙头地位

云南白药医药商业板块主要依托云南省医药公司, 发展医药流通和云南白药大药房两大业务, 在药品集中带量采购、医保支付改革, 以及国家医保谈判药品“双通道”等政策的推进实施背景下, 省医药公司持续跟进国采、国谈品种配送及授权保障, 全面配送授权品规 654 个, 占总品规比例 83.6%, 带量采购中选品种配送授权获取率及全省配送品种数为全省第一。2022 年医药商业板块实现营收 222.19 亿, 同比-5%, 预计主要受集采影响。为推动业务的持续成长, 省医药公司构建了面向上下游客客户、三方合作伙伴的数字化供应链协同平台, 通过流程体系建设和数字化运营平台搭建, 实现了运营管理全过程的数字化、智能化提升。

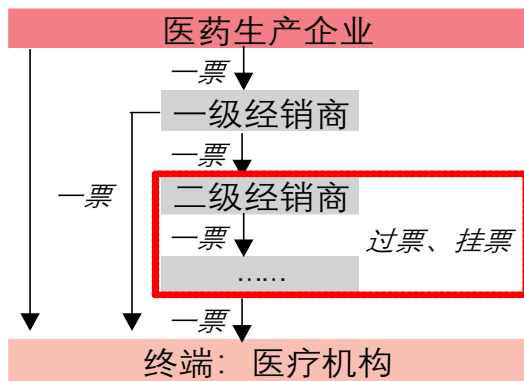
图 27: 医药商业板块营业收入及同比增速



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

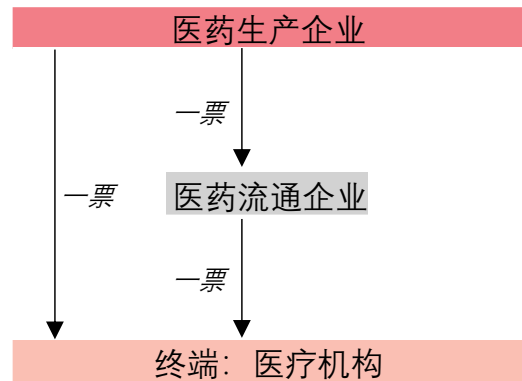
两票制加速行业集中度。两票制的全面实施, 改变了医药流通的行业模式, 使得之前复杂的供货链变得简易清晰。两票制通过压缩药品流通环节, 提高渠道透明度, 大力打击了过票、挂票等违法经营行为, 重塑医药经销价值链。以前兼营或专营过票的药品流通企业将在两票制的政策逐渐出局, 尤其是大批小规模医药流通公司, 行业集中度逐渐提升。作为云南医药商业龙头, 从 2019 年的营业收入来看, 云南省医药公司已从两票制中受益。

图 28: 两票制实施前医药流通行业模式



资料来源: 国家卫计委, 西部证券研发中心

图 29: 两票制实施后医药流通行业模式



资料来源: 国家卫计委, 西部证券研发中心

三、盈利预测及投资建议

3.1 关键假设和盈利预测

假设 1: 药品事业部受益于云南白药与天然植物药两大系列去库存及新冠管控放开的影响, 预计销量平稳增长, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 6.0%、4.3%和 4.3%, 其中白药系列产品的同比增速分别为 5%、3%和 4%。

假设 2: 健康品事业部受渠道数字化变革影响及新品迭出, 预计销量稳步上升, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 6.4%、6.5%和 6.7%, 其中牙膏系列产品的同比增速分别为 5%、5%和 5%。

假设 3: 中医药资源事业部中三七种植的商业布局开始显成效, 抗市场价格扰动性强, 且公司将重楼作为又一战略品种进行布局, 假设其 2023 年、2024 年和 2025 年同比增速分别为 45.0%、30.0%和 30.0%。

假设 4: 省医药事业部 2022 年受集采政策影响, 后续和上海医药的合作有望在医药商业

板块产生协同效应，假设其 2023 年、2024 年和 2025 同比增速分别为 10.0%、10.0%和 10.0%。

表 13：云南白药营收拆分及盈利预测

单位：(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36374	36488	39905	43688	47958
yoy	11.09%	0.31%	9.36%	9.48%	9.77%
1.药品事业部	6014	6204	6574	6855	7149
yoy	18.91%	3.16%	5.97%	4.26%	4.29%
2.健康品事业部	5904	6197	6592	7021	7490
yoy	6.65%	4.97%	6.37%	6.52%	6.68%
3.中医药资源事业部	951	1447	2098	2727	3545
yoy	15.00%	52.20%	45.00%	30.00%	30.00%
4.省医药事业部	23342	22219	24441	26885	29573
yoy	12.36%	-4.81%	10.00%	10.00%	10.00%
5.其他	164	422	200	200	200
yoy	56.01%	157.54%	-52.58%	0.00%	0.00%

资料来源：公司财报，Wind，西部证券研发中心

基于以上假设，我们测算公司 2023~2025 年营业收入分别为 399.05/436.88/479.58 亿元，同比 +9.36%/9.48%/9.77%；归母公司净利分别为 39.44/45.00/48.79 亿元，同比 +31.42%/+14.10%/+8.41%。

3.2 相对估值

由于公司为百年老字号龙头企业，且为中药龙头，选择同仁堂、白云山、东阿阿胶、华润三九和片仔癀作为可比公司，可比公司 2022 年平均 P/E 估值为 34x。鉴于公司近年业绩增长稳定，且风险逐步出清，给予公司 2022 年 34x P/E 估值，对应目标价格 74.8 元。

表 14：云南白药可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600085.SH	同仁堂	57.56	789.42	1.23	1.42	1.64	46.88	40.40	35.01
000423.SZ	东阿阿胶	53.45	344.21	1.55	1.86	2.24	34.58	28.79	23.87
600332.SH	白云山	31.88	496.15	2.69	2.93	2.99	11.84	10.87	10.68
000999.SZ	华润三九	60.66	599.53	2.91	3.37	3.96	20.88	17.98	15.33
600436.SH	片仔癀	286.36	1727.66	5.19	6.38	7.76	55.18	44.87	36.89
	可比公司均值	97.98	791.39	2.71	3.19	3.72	33.87	28.58	24.36
000538.SZ	云南白药	52.48	942.99	2.20	2.50	2.72	23.91	20.95	19.33

资料来源：Wind，西部证券研发中心（注：除白药外，其余公司采用万得一致预期，截至 2023/06/30）

3.3 投资建议

我们测算公司 2023~2025 年归母公司净利分别为 39.44/45.00/48.79 亿元，同比 +31.42%/+14.10%/+8.41%，对应 EPS 分别为 2.20/2.50/2.72 元。鉴于公司为中药龙头，云南白药系列产品拥有“国家绝密级”作为背书，市场替代性较弱，牙膏以及创口贴等产品市占率全国第一，份额稳固，且公司投资风险基本出清，结合相对估值，2023 年给予 34xPE，对应目标价格 74.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

四、风险提示

- 1、健康产品销量不及预期风险。**大健康板块中，牙膏为公司主要产品。市场上牙膏类产品种类繁多，行业增速放缓，同类产品间竞争加剧，可能导致销量不及预期。
- 2、投资收益风险。**截至2023年3月29日，公司分别持有小米集团-W 110,207,200股，中国抗体-B 50,357,700股，雅各臣科研制药 200,000,000股和健倍苗苗 25,000,000股。由于股票二级市场波动性较大，投资收益的不确定性较高，可能影响公司归母净利润。
- 3、新业务落地不及预期。**2021年公司提出“1+4+1”战略，寻求业务新突破。第一个“1”指的是作为中国头部的中医药企业，云南白药将加快加强在中医药方面的研发和创新工作。新药研发投入高、风险高、周期长，从临床前研究、临床研究到产品注册，各个阶段不确定性较高。产品获批后，新药研发企业仍需要解决商业化落地问题，才能实现新药研发对企业创造的经济效益。中国新药研发竞争激烈，对公司提出了进一步的挑战。第二个“4”指未来白药将深耕口腔、皮肤、骨伤和女性关怀4个生态领域。新产品的市场成功受到应用场景探索、业务团队建设、产品销售推广和行业政策变化等多重因素影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	18,871	13,056	15,966	16,433	18,021	营业收入	36,374	36,488	39,905	43,688	47,958
应收款项	8,209	10,541	8,575	8,860	8,915	营业成本	26,498	26,883	29,130	31,805	34,673
存货净额	8,379	7,993	10,469	10,314	11,338	营业税金及附加	193	210	220	231	258
其他流动资产	10,045	4,087	3,808	3,601	3,026	销售费用	3,896	4,166	4,749	5,243	5,803
流动资产合计	45,504	35,677	38,817	39,208	41,300	管理费用	1,411	1,171	1,166	1,277	1,402
固定资产及在建工程	3,202	2,918	2,977	2,745	2,539	财务费用	(258)	(343)	(156)	(182)	(198)
长期股权投资	185	11,319	11,319	11,319	11,319	其他费用/(-收入)	1,149	1,030	75	(21)	320
无形资产	699	597	586	585	538	营业利润	3,485	3,371	4,720	5,336	5,700
其他非流动资产	2,702	2,810	2,462	2,677	2,603	营业外净收支	(4)	6	6	6	6
非流动资产合计	6,789	17,644	17,343	17,325	16,999	利润总额	3,482	3,377	4,726	5,342	5,706
资产总计	52,293	53,321	56,160	56,533	58,299	所得税费用	685	537	859	957	989
短期借款	1,722	1,851	1,846	1,806	1,834	净利润	2,796	2,840	3,867	4,385	4,717
应付款项	10,759	11,326	13,354	13,514	14,937	少数股东损益	(7)	(161)	(77)	(116)	(162)
其他流动负债	237	381	289	302	324	归属于母公司净利润	2,804	3,001	3,944	4,500	4,879
流动负债合计	12,718	13,558	15,489	15,623	17,096	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款及应付债券	738	648	652	651	650	盈利能力					
其他长期负债	402	587	512	500	533	ROE	7.4%	7.8%	10.1%	11.3%	12.2%
长期负债合计	1,141	1,236	1,164	1,151	1,184	毛利率	27.1%	26.3%	27.0%	27.2%	27.7%
负债合计	13,859	14,794	16,653	16,774	18,279	营业利润率	9.6%	9.2%	11.8%	12.2%	11.9%
股本	1,283	1,797	1,797	1,797	1,797	销售净利率	7.7%	7.8%	9.7%	10.0%	9.8%
股东权益	38,434	38,527	39,507	39,759	40,020	成长能力					
负债和股东权益总计	52,293	53,321	56,160	56,533	58,299	营业收入增长率	11.1%	0.3%	9.4%	9.5%	9.8%
						营业利润增长率	-48.8%	-3.3%	40.0%	13.0%	6.8%
						归母净利润增长率	-49.2%	7.0%	31.4%	14.1%	8.4%
						偿债能力					
						资产负债率	26.5%	27.7%	29.7%	29.7%	31.4%
						流动比	3.58	2.63	2.51	2.51	2.42
						速动比	2.92	2.04	1.83	1.85	1.75
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	1.56	1.67	2.20	2.50	2.72
						BVPS	21.27	21.43	22.02	22.22	22.46
						估值					
						P/E	33.6	31.4	23.9	21.0	19.3
						P/B	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3
						P/S	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。