
云南白药加餐

不知道同学们有没有听过一个段子。

岳父：我知道我女儿脾气也有点臭，不过你放心，我们给你三包。

女婿：三包？包修、包换、包退？

岳父：你以为是卖商品啊？

女婿：那您说的三包是？

岳父拿出三个小包：这第一包是膏药，这第二包是创口贴，这第三包是云南白药！

女婿无语了。

不过，现在来说，云南白药既有膏药，又有创可贴，这回不用三小包，只需要云南白药一大包就行了。

开个玩笑。

我们这次加餐就讲讲中药龙头企业云南白药。

一、企业分析

（一）、公司简介

云南白药是云南著名的中成药，由名贵药材制成，具有化瘀止血、活血止痛、解毒消肿之功效。它由云南民间医生曲焕章于清光绪二十八年（1902 年）研制成功，原名“曲焕章百宝丹”。1955 年，曲家人将“云南白药”秘方献给了云南省政府，次年国务院保密委员会将该处方、工艺列为国家级绝密资料。

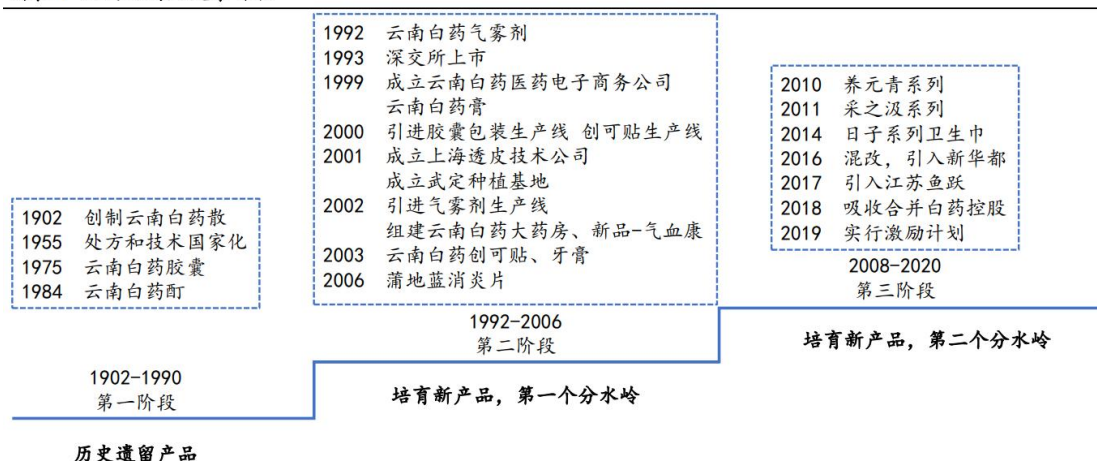
在民间，“云南白药”被誉为“中国神药”。它不仅对跌打损伤、创伤出血有独特的疗效，而且对内腔出血（如肺结核出血、胃出血、肠道出血）也有显著疗效，对鼻出血、支气管炎、妇科血症等也有肯定的疗效，并对某些癌症有缓解和抑制作用，延长患者的寿命。到目前国内已将云南白药广泛应用于内科、外科、妇产科、儿科、五官科、皮肤科、肿瘤科等，治疗的疾病达 113 种。

1971 年，云南白药集团前身云南白药厂正式成立，白药开始了专业化生产。公司于 1993 年在深交所挂牌上市，股票代码 000538。云南白药集团的主营业务是药品和健康品的生产和销售，主要产品有云南白药胶囊、云南白药气雾剂、云南白药牙膏等等，是国家唯一定点生产云南白药的厂家。

（二）、发展历程

根据公司的历史沿革，可以划分为 3 个时期：

图表 1 云南白药历史事件轴



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、酕等剂型。

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。

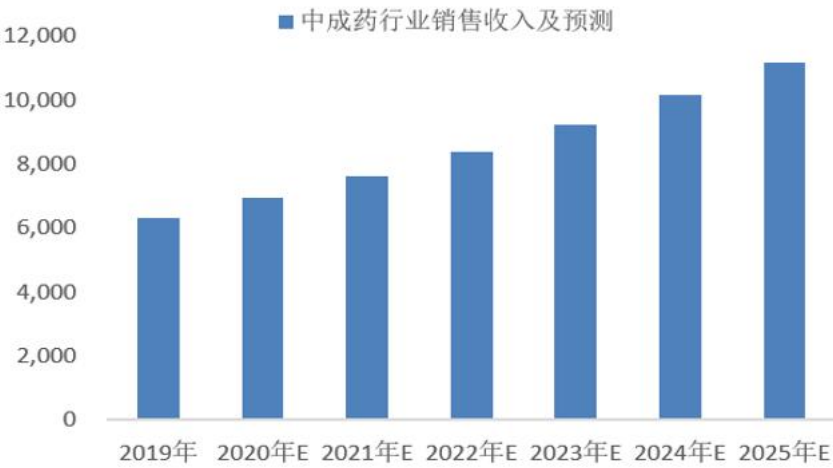
（三）、行业分析

1、行业规模及增速

中药行业是个特殊的行业，因为有政府管制，比如中药饮片有政策性的外资禁入，以保护我国传统文化瑰宝。云南白药也属于政府保护的一种中成药，行业门槛很高，发展稳健。

根据 2016 年颁发的《中医药发展战略规划纲要（2016-2030）》，2030 年中医药产

业规模高达 8 万亿元，2016-2030 年复合增长率为 10.3%，处于成长期。至 2019 年我国中成药行业市场规模已经超过 6000 亿元。最近几年即 2019-2025 年，我国中医药市场行业市场销售收入及预测如下图，2025 年将超过 1.1 万亿元。



2、行业竞争格局

行业竞争格局按照云南白药主要的几类产品来研究。

(1) 云南白药骨骼肌肉类产品市场集中度不高，竞争较为激烈，而止血类如喷雾、创可贴、气血康等市场集中度都较高，且白药产品市场占比很高，具有很强的竞争力。

(2) 日化品行业，牙膏市场集中度较高，白药牙膏以符合企业的定位成功占据了第一的市场宝座，竞争力强，洗发水和卫生巾因为还未打造出品牌地位，竞争力不明显，未来有待观察。

(3) 商业医药板块在云南区域集中度较高，竞争力强，未来随着其规模的扩大，竞争力有望提升。

(四)、护城河

1、独特资源-国家级绝密配方

根据记录来看，百宝丹（云南白药雏形）治跌打损伤最好，凡外伤，只要身软不死，虽人事不省，先入百宝丹，再服虎力散，气绝者渐苏，血流者渐止，再用消毒散、洗创止血药，敷药涂其伤口，伤轻者半月，重者月则即愈。

当时的匪首吴学显因为胸部受枪伤，伤情非常严重，在曲焕章的救治之下痊愈，曲焕章也因此声名大噪，后来他继续改进药方，发明了曲氏白药。

曲焕章的百宝丹这时可是享誉天下，畅销亚洲各国，巅峰时期，一年能售出四十万瓶之多，中国和日本的战争爆发之后，曲焕章主动捐出三万瓶百宝丹和一架飞机，为抗战尽自己的一份力。

这三万瓶百宝丹对战局的影响很大，可他也因此被不少人盯住，他被接往重庆，焦易堂更是以救国为理由，想吞了他的药方。

曲焕章最终忧郁成疾，身体逐渐衰弱，后来不幸辞世，享年五十八岁。也有人说是被迫害致死。全国解放之后，曲焕章的遗孀缪兰英把这份秘方献给了新中国，改名云南白药。1995年，云南白药被列为国家一级保护品种。一直到今天，云南白药的配方仍然秘而不宣。

重要保护等级	保密等级	保密期限	保密品种及企业
	国家绝密级（后改为绝密级）	永久	云南白药（云南白药集团）↓ 片仔癀（漳州片仔癀）
中药一级保护品种	国家机密级、国家秘密级	长期	安宫牛黄丸（北京同仁堂）、怀托再造丸（广州奇星药业）、六神丸（杭州雷允上）、迷香保心丸（上海和黄药业）、龟龄集（山西广誉远国药）等
重要二级保护品种	保护期限为七年		众多

所以，云南白药集团最重要的护城河就是云南白药的配方，而且是国家唯一允许生产云南白药的厂家（其他禁入）。

2、品牌优势

云南白药是中华老字号，中国驰名商标。因为有云南白药的独特配方和政府特殊经营许可，所以具有独占性的特点。

云南白药所获奖项之多，不胜枚举。在其闻名遐迩之际，利用云南白药止血的特性，以云南白药为配料的衍生品也逐渐增多，比如创可贴、牙膏等，扩大了云南白药的适用性和产品线，为集团带来了丰厚的回报。

3、地域优势

据说，全世界 90% 以上的三七产自云南文山。三七喜阴植物，喜冬暖夏凉，喜潮湿怕积水，适宜北纬 23.5°，海拔在 1000-2500 米。全世界满足这些条件的土壤，只有云南文山。而云南白药以三七为主要成分，所以在这种适宜中草药种植的区域建立生产基地，云南白药能够降低运输成本，保持药材新鲜、纯正、有效。

二、财务报表分析

(一)、资产负债表分析

1、总资产

年度	总资产	同比增长率
2021	522.93亿	-5.30%
2020	552.19亿	11.20%
2019	496.58亿	-7.95%
2018	539.48亿	9.66%
2017	277.03亿	12.67%

2017年至2021年，云南白药总资产规模存在波动，2019年和2021年均出现下滑，并不稳定。

2021年出现下滑的原因之一是交易性金融资产规模缩减，简单来说就是该公司的股票投资出现亏损。

租赁负债	170,030,084.42	0.33%	129,605,924.35	0.23%	0.10%	本期新增北京、上海办公场所租赁。
交易性金融资产	4,720,155,883.28	9.03%	11,228,743,395.18	20.26%	-11.23%	本期处置部分权益工具投资。
应收票据	328,092,143.60	0.63%	3,027,432,887.80	5.46%	-4.83%	银行承兑汇票减少。
应收款项融资	1,158,166,844.39	2.21%	1,745,893,730.10	3.15%	-0.94%	银行承兑汇票减少。
其他应收款	164,961,562.92	0.32%	287,694,256.58	0.52%	-0.20%	本期末押金及保证金减少。

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	会计计量模式	期初账面价值	本期公允价值变动损益
境内外股票	HK.02633	雅各臣科研制药	238,699,200.00	公允价值计量	193,577,200.00	-65,519,800.00
境内外股票	HK02161	健倍苗苗	25,039,800.00	公允价值计量		-3,986,600.00
境内外股票	HK.03681	中国抗体	354,119,828.19	公允价值计量	199,769,347.47	-79,112,612.87
境内外股票	HK.00700	腾讯控股	868,751,087.00	公允价值计量	857,401,808.21	-134,028,882.82
境内外股票	HK.01810	小米集团	1,631,800,843.40	公允价值计量	3,148,346,220.34	-1,404,210,967.34
境内外股票	SH.600276	恒瑞医药	425,633,135.81	公允价值计量	473,518,527.42	-220,017,830.62
境内外股票	SH.600438	通威股份	433,457,163.59	公允价值计量		38,436,017.65
境内外股票	SH.600887	伊利股份	887,169,907.97	公允价值计量	1,132,262,189.91	-126,816,232.60
境内外股票	HK.01177	中国生物制药	342,009,569.93	公允价值计量	234,534,203.18	1,011,000.79
债券型	162712	广发聚利	400,000,000.00	公允价	393,469,292.47	15,453,641.14

2、资产负债率

年度	负债	负债率
2021	138.59亿	26.50%
2020	168.75亿	30.56%
2019	115.58亿	23.28%
2018	139.43亿	34.42%
2017	95.60亿	34.51%

年度	准货币资金与有息负债总额差额	货币资金减短期有息负债的差额
2021	210.30亿	170.48亿
2020	229.32亿	123.96亿
2019	202.38亿	129.94亿
2018	19.26亿	26.15亿
2017	8.62亿	26.66亿

近5年云南白药资产负债率基本在30%左右，小于40%，偿债风险非常小。且准货币资金与有息负债总差额、货币资金减短期有息负债的差额都为正数，说明公司基本没有偿债风险。

3、应收预付与应付预收

年度	应付预收	应收预付	差额
2021	88.37亿	92.02亿	-3.65亿
2020	83.94亿	87.93亿	-3.99亿
2019	74.10亿	61.80亿	12.31亿
2018	67.17亿	56.34亿	10.84亿
2017	56.58亿	59.45亿	-2.87亿

云南白药近5年的【应付预收-应收预付】有正有负，说明云南白药在产业链中，对上下游的地位并不强势。尤其是2020年、2021年连续两年为负，值得我们重点关注。

4、应收账款占比

年度	应收账款与合同资产之和	占比
2021	71.84亿	13.74%
2020	35.54亿	6.44%
2019	20.38亿	4.10%
2018	18.54亿	3.44%
2017	12.34亿	4.45%

2017年至2020年云南白药应收账款占总资产的比值比较小，经营风险很低。2021年这个比例突然有所增高最高，我们再看一下年报。

单位：元

账龄	账面余额
1年以内（含1年）	7,468,374,835.93
1至2年	119,706,050.38
2至3年	15,833,208.22
3年以上	57,116,334.65

200

云南白药集团股份有限公司 2021 年年度报告全文

合计	7,661,030,429.18
----	------------------

1年以内（含1年）的应收账款占总金额的比例很高，说明应收账款质量比较高。同时结合应收账款占总资产比重小于20%，说明这方面目前总体可控，风险不是非常大。

5、固定资产占比

年度	固定资产	在建工程	工程物资	占比
2021	29.71亿	2.30亿	0元	6.12%
2020	30.97亿	3.87亿	0元	6.31%
2019	20.09亿	9.70亿	0元	6.00%
2018	17.96亿	6.14亿	0元	4.47%
2017	17.45亿	1.45亿	0元	6.82%

云南白药近5年的固定资产占总资产的比例大致为6%-7%，2018年低于5%，是一家轻资产企业，云南白药用来维持竞争力的成本较低，风险较小。

6、投资类资产占比

年度	投资类资产	总资产	占比
2021	10.53亿	522.93亿	2.01%
2020	12.93亿	552.19亿	2.34%
2019	8.78亿	496.58亿	1.77%
2018	234.31亿	539.48亿	43.43%
2017	68.75亿	277.03亿	24.82%

虽然2017年、2018年投资类资产占比较高，但是近3年来该比例均小于3%。不过这主要是因为公司2019年起执行新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整，对于交易性金融资产的统计准则进行更改。

但从公司2021年年报中可以看出，2021年除云南白药合计持有各类股票、债券市值高达42亿元之多，到年底依然有15亿元。说明公司进行了大量投资，不太专注主业。

单位：元

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	会计计量模式	期初账面价值	本期公允价值变动损益	计入权益的累计公允价值变动	本期购买金额	本期出售金额	报告期损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
境内外股票	HK.02633	雅各臣科研制药	238,699,200.00	公允价值计量	193,577,200.00	-65,519,800.00			25,039,800.00	-84,812,880.00	103,017,600.00	其他非流动金融资产	自筹
境内外股票	HK02161	健倍苗苗	25,039,800.00	公允价值计量		-3,986,600.00		25,039,800.00		21,053,200.00	21,053,200.00	交易性金融资产	自筹
境内外股票	HK.03681	中国抗体	354,119,828.19	公允价值计量	199,769,347.47	-79,112,612.87				-79,112,612.87	120,656,734.60	其他非流动金融资产	自筹
境内外股票	HK.00700	腾讯控股	868,751,087.00	公允价值计量	857,401,808.21	-134,028,882.82			723,372,925.39	-105,094,453.85		交易性金融资产	自筹
境内外股票	HK.01810	小米集团	1,631,800,843.40	公允价值计量	3,148,346,220.34	-1,404,210,967.34			43,439,784.04	-1,403,858,144.34	1,700,695,468.96	交易性金融资产	自筹
境内外股票	SH.600276	恒瑞医药	425,633,135.81	公允价值计量	473,518,527.42	-220,017,830.62			253,500,696.80	-211,224,915.20		交易性金融资产	自筹
境内外股票	SH.600438	通威股份	433,457,163.59	公允价值计量		38,436,017.65		433,457,163.59	154,717,196.28	81,829,980.18	317,175,984.96	交易性金融资产	自筹
境内外股票	SH.600887	伊利股份	887,169,907.97	公允价值计量	1,132,262,189.91	-126,816,232.60			1,005,445,957.31	-36,209,755.55		交易性金融资产	自筹
境内外股票	HK.01177	中国生物制药	342,009,569.93	公允价值计量	234,534,203.18	1,011,000.79			235,545,203.97	720,099.09		交易性金融资产	自筹
债券型	162712	广发聚利	400,000,000.00	公允价值	393,469,292.47	15,453,641.14				15,453,641.14	408,922,933.61	交易性金融	自筹

基金		债券 A 类		值计量								资产	
期末持有的其他证券投资			5,080,678,713.25	--	4,234,633,188.52	-2,209,172.07		681,849,346.27	3,409,837,669.10	186,918,417.97	1,504,435,693.62	--	--
合计			10,687,359,249.14	--	10,867,511,977.52	-1,981,001,438.74	0.00	1,140,346,309.86	5,850,899,232.89	-1,614,337,423.43	4,175,957,615.75	--	--

7、商誉及存货占比

年度	应收账款占比	存货占比	商誉占比
2021	13.74%	16.02%	0.08%
2020	6.44%	19.90%	0.06%
2019	4.10%	23.66%	0.07%
2018	3.44%	20.45%	0.06%
2017	4.45%	31.27%	0.05%

云南白药的商誉占比几乎为 0，没有风险。近 5 年存货占比的有下降趋势，2021 年已降至 16.02%，说明虽然存在存货风险，但是该风险正逐步减小。

（二）、利润表分析

1、营收增长率及收入含“钱”量

年度	营业收入	增长率	营业收入含金量
2021	363.74亿	11.09%	108.83%
2020	327.43亿	10.38%	107.61%
2019	296.65亿	9.80%	112.39%
2018	270.17亿	9.84%	119.34%
2017	243.15亿	8.50%	115.42%

云南白药 2017-2021 年的营业收入增长率持续变高，成长性较好，销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比率连续 5 年大于 100%，收入的“含金量”也是比较优秀的。

2、毛利率

年度	毛利率	波动幅度
2021	27.15%	-2.17%
2020	27.75%	-2.84%
2019	28.56%	-6.50%
2018	30.55%	-2.05%
2017	31.19%	4.43%

云南白药的毛利率水平一般，在 30% 左右，表现并不突出。这一方面体现了云南白药量大价低销售策略，另一方面也体现了云南白药的发展瓶颈，有些产品品类未来发展尚不明朗。

后几年云南白药毛利率下降，可能跟结构调整有关，也可能跟行业整体都有下降有关。在收入中，产品批发零售的比重上升，但是毛利率下降，所以导致整体毛利率下降。

3、费用率/毛利率

年度	期间费用率	期间费用率/毛利率
2021	14.59%	53.74%
2020	14.77%	53.23%
2019	17.82%	62.40%
2018	16.85%	55.15%
2017	17.04%	54.63%

云南白药的费用率不高,但是由于毛利率较低,导致费用率占毛利率比率相对较高,成本控制能力较差。

4、销售费用率

年度	销售费用	销售费用率
2021	38.96亿	10.71%
2020	37.95亿	11.59%
2019	41.56亿	14.01%
2018	39.73亿	14.71%
2017	36.84亿	15.15%

销售费用率偏高。但是这是行业的特性,并非只云南白药一家,说明产品不太好卖。牙膏、卫生巾、创可贴等产品种类竞争激烈。结合云南白药的品牌影响力较高来看,销售问题不大。

5、主营利润率及主营业务质量

年度	主营利润率	主营利润/营业利润
2021	12.03%	125.56%
2020	12.48%	59.98%
2019	10.25%	64.14%
2018	13.73%	100.17%
2017	13.45%	90.33%

云南白药主营利润率连续 5 年低于 15%，说明主页盈利能力弱，这也跟前文中所提到的产品特性有关。不过除 2019 年、2020 年外，主营利润占营业利润的比值均大于 80%，说明利润质量还是比较高的。

6、净利润现金比率

年度	净利润现金比率
2021	186.79%
2020	69.48%
2019	50.44%
2018	79.94%
2017	36.89%

2017 年至 2020 年，云南白药的净利润现金比率均小于 80%，净利润含金量较低。

由于净利润现金比率=经营活动产生的现金流净额÷净利润。而仔细观察年报可以发现，2021 年公司净利润出现较大幅度下滑，而这也是导致 2021 年净利润现金比率明显增高的重要原因之一。

全年，公司实现营业收入363.74亿元，较上年同期的327.43亿元净增36.31亿元，增幅11.09%；实现利润总额34.82亿元，较上年同期的68.01亿元下降33.19亿元，降幅48.80%；归属于上市公司股东的净利润28.04亿元，较上年同期的55.16亿元下降27.12亿元，降幅为49.17%；实现利税52.94亿元，较上年同期的81.02亿元下降34.66%；加权平均净资产收益率是7.58%；扣除非经常性损益的净利润33.39亿元，较上年同期的28.99亿元增长4.40亿元，增幅为15.17%；本期公司经营活动产生的现金流量净额52.23亿元，较上年同期的38.29亿元增长13.94亿元，增幅为36.42%。

7、ROE 净资产收益率

年度	ROE	归母净利润增长率
2021	7.58%	-49.17%
2020	14.46%	31.85%
2019	10.31%	19.75%
2018	17.37%	5.14%
2017	18.55%	7.71%

近年来，云南白药 ROE 整体呈现下滑趋势，已从 2017 年的 18.55%降低至 2021 年的 7.58%，这方面并不优秀。

与此同时，归母净利润在 2021 年还出现了大幅回撤，说明公司可能存在衰落风险。

（三）、现金流量表分析

年度	经营活动产生的现金流量净额	增长率
2021	52.23亿	36.42%
2020	38.29亿	81.92%
2019	21.05亿	35.87%
2018	15.49亿	127.55%
2017	11.56亿	-61.28%

公司近五年经营活动产生的现金流净额均大于 0,说明公司造血成长能力比较健康,且 2018 年起增长率都在 30%以上,说明通过经营活动所形成的造血能力越来越强。

三、风险提示

(一)、经营不确定性风险

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。同时,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。

(二)、不够专注主业

由于云南白药的投资类资产占比较高,而且主营利润占比也不达标,利润质量比较差。一方面,在投资类资产当中,以股票投资居多,且有部分跟主业无关。

在股市行情不好,或者投资的上市公司出现风险的时候,可能会导致利润大幅下降。在这方面需要同学们格外注意,后续持续观察和跟踪。

另一方面,不专注主业的原因也在于主业发展乏力,利润质量不佳。表现在净利润现金比率波动很大,而且部分年份比率很低。这表示云南白药主业的盈利情况并不乐观。

(三)、结构调整和转型风险

医保控费等对中医药行业影响巨大,严重挤压传统中医药市场,以中成药、辅助药为主的云南白药受到较大的市场冲击。传统产品保持持续高速增长的市场空间已经不大,转型发展的需求十分迫切,加之同类产品介入导致终端竞争激烈,依赖内生性增长实现大的突破显然远远不够。

特别说明：教学案例，不作为直接投资依据，不能保证投资收益。

（二）、总结

关于云南白药的分析我们就说完了，做个小总结。

同学们还能想起来，云南白药的优势有哪些呢？

行业稳步发展，成长期，团队好，国家绝密配方，偿债风险低，分红高等等，这些都是。

风险嘛，刚说过，不专注主业，股权质押多，而且对快消行业来说，云南白药产品发展尚不明朗。

以上关于企业分析的内容，仅作为教学案例，帮助大家掌握投资技能，不作为投资建议！