

白云山（600332.SH）

公司报告 | 首次评级报告



赵方明
中药、CRO
制品行业
研究员、
生

2025年11月18日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	26.63
总市值	432.95亿
PE-TTM	14.50
PB-MRQ	1.14

估值结果

价值	559.79亿
DDM估值	上行空间 29%
状态	偏低估
价值	611.09亿
动态估值	上行空间 41%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

白云山是以医药和健康产业为核心的华南医药健康龙头。公司现已形成“大南药、大健康、大商业”三大核心板块。旗下有王老吉大健康、广州医药等子公司，主营金戈、王老吉凉茶等知名产品。

公司成长空间中等，未来5年营收CAGR预计约4%，公司盈利趋势一般，预计利润率将下滑。公司产业格局良好，上下游议价能力强、替代风险低，主要系上游原材料来源分散，下游直接面向消费者/渠道/医疗终端，因此在产业链具有议价能力，同时由于公司产品市场地位较强，较难被替代。公司护城河良好，品牌、线下渠道和资源优势良好，主要系公司核心产品王老吉、金戈具有一定品牌力，同时公司为华南区域流通龙头，具有较强资源积累。

预计公司中药核心单品有望超越行业增速增长，金戈短期受集采影响承压，后续有望稳份额。大商业短期享受区域集中度提高优势，实现超行业增速。大健康板块短期预计负增长，随后基本盘趋稳。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前偏低估。

我们区别于市场的观点

市场担心王老吉凉茶的销售额将持续大幅下滑。我们认为王老吉凉茶在部分地域拥有极高的接受度和喜爱度，具有一定数量的刚性基本盘。随着公司近年来对疫情和市场冲击带来的负增长进行调整，我们预计，在坚固的基本盘和管理效率优化的支撑下，王老吉凉茶的销售额有望结束大幅下滑，并趋于稳定。

风险提示

金戈基本盘被抢占的风险：我们预计随着患者认知的提高，抗ED药物需求持续上升，金戈凭借其市场口碑，保有一定的基本盘。但如果市场上出现疗效更优、持续时间更长、或副作用更低的创新型PDE5抑制剂，特别是他达拉非（如希爱力）等竞争产品进一步扩大市场份额，可能会对金戈形成替代性威胁。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
3.4 整体供应链集中度	6
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

白云山是以医药和健康产业为核心、商业流通为支撑的国有控股企业，实际控制人为广州市人民政府。公司成立于1997年，现已形成“大南药、大健康、大商业”三大核心板块。旗下拥有王老吉大健康、中一药业、陈李济药厂、广州医药等知名子公司。大南药以中药与化药并举，代表产品有金戈、消渴丸；大健康以王老吉凉茶为核心，延伸刺柠吉、荔小吉等品牌；大商业构建全国医药流通网络。公司已成长为华南医药健康龙头。

2. 业务介绍

对于白云山公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

大南药：

大南药板块是公司的核心医药业务，隶属公司医药制造体系，属于中成药与化学制药行业。板块涵盖中药、化药及生物药的研发、生产与销售，旗下拥有中一药业、陈李济、敬修堂等12家老字号企业。上游为药材与原料药供应商，下游为医院、药店及终端消费者。主要产品包括金戈、消渴丸、小柴胡颗粒等，广泛用于慢病管理与常见病治疗。凭借丰富品牌资源与完善销售网络，大南药在国内中成药领域保持领先地位。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

大商业：

大商业板块是公司的重要支柱业务，隶属公司医药流通体系，属于医药商业流通行业。板块以旗下广州医药为核心，业务涵盖药品批发、零售、进出口及供应链服务。上游连接制药企业及医疗器械厂商，下游客户包括医院、药店及连锁零售终端。公司建立了覆盖全国的分销与物流网络，提供药品配送、仓储及增值服务。凭借完善的供应链体系和高效的经营模式，大商业板块在华南地区医药流通市场保持领先地位。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

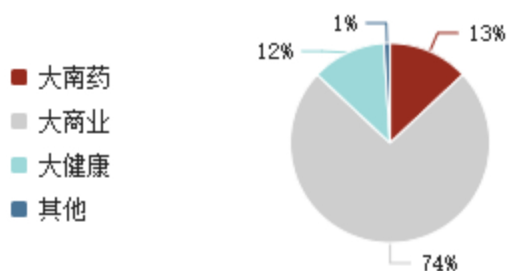
大健康：

大健康板块是公司的重要盈利业务，隶属公司健康消费品体系，属于健康饮品与保健品行业。板块以王老吉大健康公司为核心，产品涵盖凉茶、果汁饮品、保健食品及药妆产品。上游为植物原料及包装材料供应商，下游客户为全国经销商、零售终端及消费者。核心品牌王老吉市场占有率领先，刺柠吉、荔小吉等新品持续拓展年轻化市场。依托强大品牌影响力与完善营销网络，大健康板块在国内植物饮品领域保持龙头地位。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他：

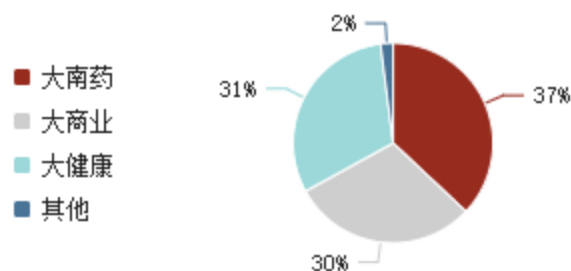
其他业务板块是公司在医药健康产业链的延伸与补充，主要包括医疗服务、医疗器械及健康地产等，属于综合健康服务行业。板块依托旗下白云山医院、众成医疗器械及润康月子中心等机构，业务涵盖医院管理、医疗器械生产与母婴健康服务。上游为医药器械原料及设备供应商，下游客户包括医疗机构与终端消费者。公司通过资源整合与服务延伸，构建“医、养、健”一体化格局，提升在大健康生态体系中的协同优势。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司大南药和大健康业务主要产品具有消费品属性，因此需要较高营销强度，以增强消费者/患者对品牌的了解以及零售终端对产品的推介。但由于大商业板块占据了最大的营收比重，其低营销依赖的特性稀释了整体费用率，将整体营销强度拉至中等水平。公司产品不依靠单一客户或供应商，整体供应链集中度高，在产业链中具有较强议价能力，有助于实现稳健经营和较高的盈利水平。

3.1 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

营销强度旨在衡量公司业绩对营销的依赖程度，2024年公司销售费率为7.49%，处于中等水平。公司核心业务板块如大南药和大健康，其产品如王老吉凉茶和金戈等具有较强的消费品属性，需要高营销投入来驱动增长。但由于大商业板块（医药流通）占据了最大的营收比重，其低营销依赖的特性稀释了整体费用率，将整体营销强度拉至中等水平。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

客户集中度旨在衡量公司对大客户的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为10.85%，处于低水平。公司主要业务板块中，大健康和部分大南药产品具有强烈的消费品属性（例如王老吉凉茶、金戈），其销售直接面向分散的零售渠道和终端消费者。因此，公司不依赖于少数大客户进行销售，避免了被单一客户压价的风险，同时客户群体分散，保证了收入的稳定性。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

供应商集中度旨在衡量公司对上游依赖程度，2024年公司前五供应商采购额占比为15.59%，处于低水平。公司上游原材料主要包括大南药板块的中药材和化药原料、以及大健康板块的白糖和包材等大宗商品。由于中药材和化药原材料来源较为分散，加大商业板块主要从事医药流通业务，其上游供应商涵盖众多药企，使得公司整体供应商集中度较低。

3.4 整体供应链集中度

低

较低

中等

较高

高

整体供应链集中度旨在衡量公司对上下游的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为10.85%，前五供应商采购额占比为15.59%，综合处于低水平。公司上游原材料来源分散，下游客户分散，且主要产品具有消费品或OTC属性，直接面向零售渠道和终端消费者。因此，公司在整个产业链中拥有较强的话语权和议价能力，有助于维持较高的利润水平。

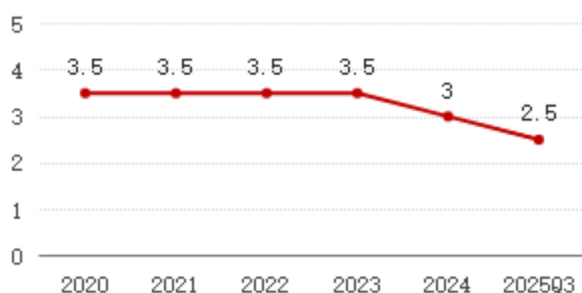
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力一般，但核心利润板块（大南药、大健康）具有高毛利产品（如金戈、王老吉）作支撑。公司历史成长能力一般，主要受大商业板块结构性调整、化药集采和疫情冲击等结构性因素影响，增长承压。公司历史股东回报良好，源于其核心产品良好的盈利能力、主营业务投入较低、现金流健康以及作为国有控股企业注重投资者回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力一般，2024年ROE约8%，扣非净利率为3.14%，均较2023年有所下滑，主要系公司营收结构中，低毛利的大商业板块占比提升，稀释了整体盈利水平。同时，大南药和部分大健康业务受集采和宏观环境影响，短期承压。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



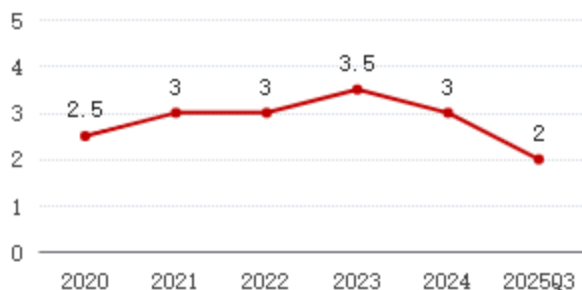
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力一般，近5年营收CAGR为2.92%，归母净利润CAGR为-2.32%，2024年营收出现负增长。这主要归因于大商业板块的结构性调整影响了营收规模，且其低毛利率的特性对整体利润增长贡献有限。同时，大南药板块中的化药业务近年来受到集采降价的影响，以及2020年新冠疫情对消费和药品需求的冲击，共同导致公司整体成长能力较为乏力。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



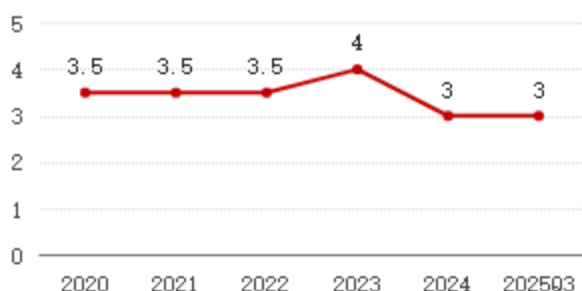
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现一般，2024年经营性现金流净额/营业总收入为4.59%，上下游净占款/总资产为1.67%，均处于行业平均水平。虽然公司通过大南药和大健康板块的零售业务以及控费增效措施，提升了整体回款效率，但由于公司大商业板块的医药流通业务占比较大，而医院终端的回款周期较长，存在对公司形成占款的结构性因素，这抵消了部分优化效果。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报良好，2024年现金分红比例近50%，股息率2.8%，这主要归因于公司核心盈利板块（大南药、大健康）贡献了稳定的利润。同时，公司主要业务为品牌中药和非创新化药，不需要大规模的研发投入。此外，公司作为国有控股企业，积极响应国家政策，注重投资者回报。公司持续推进控费维价和结构优化，使得现金流保持健康，为高比例分红提供了坚实的资金支撑。

5. 四维评级

公司具有良好的产业格局，主要系上下游议价能力强，公司产品上游原材料来源分散，下游直接面向消费者/渠道/医疗终端，供应链集中度低。公司具有良好的护城河，主要系盈利能力较好，源自其品牌、线下渠道和资源优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约4%。公司核心产品均已拥有较大份额，进入稳定期，同时医药商业业务基数较大，增速趋缓，故整体增速表现一般。

大南药(2星)：

公司大南药板块成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约3%，增速一般但成长确定性较强。增速一般的原因在于化药业务受集采降价拖累，且抗ED药物金戈等大单品增速趋缓。确定性强是因为金戈等高毛利产品基本盘稳固，不受集采影响。同时，众多中药OTC产品受益于居民健康意识提升，提供稳健增长动力。

大商业(2.5星):

公司大商业板块成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约5%，增速一般但成长确定性较强。增速一般是由于医药流通行业整体增速较慢，且公司业务区域性强，限制了快速扩张。确定性强则源于公司是华南区域医药流通龙头，基本盘稳固，可享受行业扩张的确定性增长。

大健康(1.5星):

公司大健康板块成长能力较差，未来5年营收CAGR预计约1%，增速较低。主要系核心产品王老吉凉茶在市场上的竞争格局已趋于稳定，市场规模增速放缓，且核心客户渗透率可能已达瓶颈。尽管公司持续推出新品（如刺柠吉、荔小吉）并进行品牌年轻化，但新产品尚处于培育期，短期内对整体营收增长的贡献有限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势一般，毛利率或出现下滑，整体市占率预计维持稳定。主要系医药商业占比预计增长，该业务毛利率较低，拖累公司整体毛利率，但由于核心产品市场地位稳固，预计整体市占率维持稳定。

大南药(2星):

公司大南药板块盈利趋势一般，主要系产业属性、竞争格局及其变化趋势较为中性。该板块盈利能力提升面临结构性压力，如化药业务受集采降价的影响，以及中药板块产品线分散、缺乏高稀缺性单品。然而，随着高毛利的抗ED药物金戈在化药中收入占比持续提升，且公司持续推进控费维价和“巨星品种”战略，将为板块盈利提供稳健支撑。

大商业(3星):

公司大商业板块盈利趋势良好，主要系竞争格局及其变化趋势较好。主要系在“两票制”和集采政策推动下，医药流通行业集中度持续提升。公司作为华南区域医药流通龙头，持续优化业务结构，零售和直销业务占比提升，盈利能力持续改善。

大健康(2.5星):

公司大健康板块盈利趋势一般，主要系产业属性较差，但竞争格局及其变化趋势较好。主要系凉茶产品较为同质化，且历史上存在激烈的价格战，疑似为性价比竞争。但是由于公司核心产品王老吉当前已基本确立市场龙头地位，未来有望维持这一格局。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局良好，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司产品上游原材料来源分散，下游直接面向消费者/渠道/医疗终端，因此公司在产业链具有议价能力。由于公司产品市场地位较强，替代风险较低。

大南药(3星):

公司大南药板块产业格局良好，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司产品下游客户包括分散的零售药店和医疗机构，上游原材料（中药材、化药原料）来源较为分散，因此上下游议价能力较强。同时，公司拥有众多中华老字号品牌，核心产品金戈在各自治疗领域具有较低的替代风险。

大商业(3.5星):

公司大商业板块产业格局良好，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司医药流通业务上游对接各大医药生产企业，下游覆盖医院、药店及终端客户。公司作为华南地区医药流通龙头企业，全产品分销覆盖范围广。在医药流通行业集中度持续提升的大背景下，公司具备较强的市场地位，不易被替代。

大健康(3星):

公司大健康板块产业格局良好，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司核心产品王老吉凉茶下游直接面向分散的零售渠道和消费者，上游原材料来源较为分散，因此上下游议价能力较强。在凉茶饮料市场，王老吉已确立龙头地位，且产品具有较强的品牌认知度，替代风险较低。

5.4 护城河



公司整体护城河表现良好，主要系盈利能力较好，经壹评级调整后ROE为17%，ROIC为15%，来源于其品牌、线下渠道和资源优势护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
大南药	(2.5星) 公司大南药板块护城河宽度一般，主要系盈利能力较强但整体市占率较低，经壹评级调整后ROE、ROIC均高于20%。盈利能力较强源于高毛利的抗ED药物金戈和众多中华老字号中成药的贡献。然而，由于整体产品线分散且化药受到集采影响，导致整体营收规模下，行业市占率相对较低。	(3星) 公司大南药板块护城河持续性良好，其核心护城河来源为品牌和线下渠道。公司拥有12家中华老字号药企，其中10家为百年企业，在华南地区具有深厚的品牌认知度。核心产品金戈在零售药店渠道覆盖广泛，且品牌认可度高。公司通过营销整合，夯实大南药根基，分类分策打造巨星品种，持续强化品牌护城河。线下渠道优势为新产品推广提供了有力支持。然而，医药行业的政策监管（如集采）和行业竞争加剧，可能对渠道优势有所冲击。
大商业	(2星) 公司大商业板块护城河宽度一般，主要系盈利能力一般，经壹评级调整后ROE为12%，ROIC为11%。盈利能力一般主要系医药流通业务的低毛利属性所致。同时，公司作为华南区域医药流通龙头，在区域市场具有较高的市占率，且业务承担一定的区域保障职责，使其护城河宽度得到一定支撑。	(3.5星) 公司大商业板块护城河持续性良好，其核心护城河来源为资源优势。公司作为国有控股企业，在华南地区拥有深厚的资源积累、网络覆盖和区域影响力，使得其在获取医院、药店等终端客户资源上具有显著优势。同时，公司利用工商业一体化的协同效应，为上下游客户提供综合性服务，且其国企改革推进有望持续提升经营效率，巩固其行业地位。
大健康	(3星) 公司大健康板块护城河宽度较好，主要系盈利能力较好且市占率高，经壹评级调整后ROE为13%，ROIC为12%。盈利能力较好源于控费维价成效显著，净利率持续提升。同时，核心产品王老吉凉茶在凉茶市场中占据了龙头地位，形成了稳定的品牌优势，使其护城河宽度得到有力支撑。	(1.5星) 公司大健康板块护城河持续性较差，其核心护城河来源为品牌和线下渠道。核心产品王老吉凉茶虽然品牌知名度高，但产品同质化程度较高，且属于快消品领域，市场竞争激烈，品牌护城河面临挑战。线下渠道虽然覆盖广泛，但随着线上电商和新零售渠道的快速发展，原有传统渠道的壁垒可能被削弱，导致其护城河持续性相对较差。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们认为：1）大南药业务中的核心单品如消渴丸、小柴胡颗粒等由于市场地位的稳固与稀缺性，能够实现超越行业平均增速的增长。2）核心单品金戈由于集采未中标，并且中标产品影响院外价格体系，导致短期销售承压并且预计会继续维持1-2年，后续随着影响出清，有望维持份额。3）其余产品由于集采、竞争加剧等影响，预计增速低于行业。4）大商业短期继续享受区域龙头集中度提高优势，实现超行业增速增长，远期增速回到行业平均。5）大健康板块由于凉茶市场受到冲击，预计短期仍负增长，后续基本盘稳定。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：大南药、大商业、大健康、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

大南药：

收入假设：

1) 中成药：公司核心优势品种消渴丸、小柴胡颗粒、滋肾育胎丸、华佗再造丸、清开灵系列、保济系列均在相关治疗领域拥有一定口碑和市场地位，由于相关中成药在基层医疗“调理”需求的定位，预计该部分市场持续存在，因此给予相关品种短期5%左右增速，远期3%左右增速预期（与中成药市场规模增速基本持平）。其余中成药由于缺少稀缺性，预计竞争更为激烈，因此给予其短期3%左右增长，远期1%增速预期。综合两部分，预计中成药总体短期增速在3-5%，远期1-2%。

2) 化药：核心产品金戈由于上市时间较长，具有一定的品牌力，虽然整体ED市场竞争愈发激烈，但考虑到整体市场的扩容以及公司的品牌力，给予其短期5%左右增速，远期3%左右增速。其余化药产品由于受到集采影响，预计短期增速-5%左右，远期集采风险出清后，维持0%左右增速。综合两部分，预计化药总体短期2%左右增速，远期1%左右增速。

盈利能力假设：

由于集采的推进，预计化药部分毛利率将有所承压，但是得益于核心产品金戈的高毛利率（预计90%以上），以及中成药部分核心产品的高毛利，有望对毛利率起到一定的支撑，预计远期综合毛利率略微下降至46%。

大商业：

收入假设：

公司作为华南区域的医药流通龙头，短期内有望继续提升区域内集中度，预计短期增速为5-6%，远期随着头部集中度达到平衡，预计其增速与行业增速同步，预计远期增速为2%左右。

盈利能力假设：

公司医药商业业务已经较为成熟，预计其毛利率基本保持稳定，远期为7%左右。

大健康：

收入假设：

核心产品为王老吉凉茶，由于近两年凉茶领域受新兴茶饮冲击，整体凉茶市场规模受到影响，但得益于公司品牌力，公司在凉茶市场市占率未受影响。预计短期整体凉茶市场仍会受到新兴茶饮冲击，市场规模仍将小幅下滑，预计短期营收增速为-3%左右，考虑到凉茶有其基本盘，故在近年的冲击后，凉茶市场规模不再下滑，预计远期营收增速为1%。

盈利能力假设：

由于近年凉茶市场受到新兴茶饮的冲击，同时原材料价格小幅上涨，公司大健康业务毛利率受到小幅影响，后续预计随着冲击消散，远期毛利率维持在42%左右。

其他：

收入假设：

公司其他业务由于基数较小，近10年营收CAGR约为20%，后续随着基数变大，并且公司没有明确的大力发展其他业务的规划，故预计其增速下滑。短期预计其增速为10%左右，远期降至6%。

盈利能力假设：

近10年来看，该业务毛利率随着营收的增长出现较大下滑，后续预计依然会出现小幅下滑，但是由于增速的下降，故毛利率下降速度也放缓，远期预计毛利率为23%左右。

表2：公司整体业绩预测

白云山	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	707.9	755.2	749.9	785.1	820.0	856.0	890.3	921.3
归母净利润(亿)	39.7	40.5	28.4	33.6	35.8	37.2	37.6	37.0
归母净利润增速(%)	6.6	2.2	-30.1	18.6	6.6	3.8	1.1	-1.5
经营性净利润(亿)	37.0	38.6	27.1	32.6	35.1	36.7	37.2	36.6
经营性净利润增速(%)	5.9	4.4	-29.8	20.4	7.6	4.3	1.6	-1.6
经营性归母净利润(亿)	34.5	36.8	25.6	30.8	33.1	34.5	35.1	34.5
经营性归母净利润增速(%)	5.3	6.6	-30.4	20.2	7.5	4.3	1.5	-1.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

大南药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	104.7	111.2	97.6	102.0	103.7	106.3	108.9	111.1
收入增速(%)	-3.5	6.2	-12.2	4.6	1.6	2.5	2.5	2.0
经营性净利润(亿)	16.7	18.6	16.2	17.2	18.4	19.1	19.3	19.3
经营性净利率(%)	15.9	16.8	16.6	16.8	17.8	18.0	17.7	17.4
经营性净利润增速(%)	5.7	12.0	-13.1	6.0	7.2	3.7	1.1	-0.1
大商业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	491.3	527.6	545.5	578.2	610.6	641.1	670.0	696.8
收入增速(%)	5.0	7.4	3.4	6.0	5.6	5.0	4.5	4.0
经营性净利润(亿)	5.6	5.2	3.8	6.7	8.1	8.4	8.7	8.9
经营性净利率(%)	1.1	1.0	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
经营性净利润增速(%)	19.9	-6.2	-26.6	73.8	20.7	4.0	3.4	2.8
大健康	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	104.6	108.9	97.1	94.1	94.1	96.0	97.9	98.9
收入增速(%)	-3.0	4.1	-10.9	-3.0	0.0	2.0	2.0	1.0
经营性净利润(亿)	14.8	14.7	7.1	8.7	8.6	9.1	9.2	8.4
经营性净利率(%)	14.1	13.5	7.3	9.3	9.2	9.5	9.4	8.5
经营性净利润增速(%)	1.4	-0.2	-52.0	23.9	-1.2	5.6	0.9	-8.9
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.2	7.5	9.8	10.7	11.6	12.5	13.5	14.4
收入增速(%)	21.3	3.5	31.4	9.0	8.0	8.0	8.0	7.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.6	0.6	0.1	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3
经营性净利润增速(%)	434.7	6.8	-78.3	276.9	-62.5	231.2	-12.2	7.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
大南药	1.6%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	19.3
大健康	1.0%	中低-	较好	一般	8.0%	10.5	8.8
大商业	2.6%	中低	较好	较强	7.5%	15	8.8
其他	6.0%	中等	一般	一般	8.0%	13.16	0.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
大南药(亿)	63.4	205.5	268.9	60.3	19.7	-	309.5
大健康(亿)	32.1	67.9	100.0	55.2	2.8	-	152.4
大商业(亿)	18.7	98.6	117.3	46.3	15.8	-	147.8
其他(亿)	-1.6	0.4	-1.1	3.4	0.9	-	1.3
公司整体测算(亿)	112.6	372.4	485.1	165.2	39.2	-	611.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
大南药(亿)	143.6	104.1	247.7	60.3	19.7	-	288.3
大健康(亿)	57.1	24.4	81.4	55.2	2.8	-	133.8
大商业(亿)	54.2	54.0	108.2	46.3	15.8	-	138.7
其他(亿)	-3.0	-0.6	-3.6	3.4	0.9	-	-1.1
公司整体测算(亿)	251.9	181.9	433.8	165.2	39.2	-	559.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性处于中等偏上水平，主要系公司所处行业产业格局良好，并且公司历史盈利能力波动性较低。但由于公司产品众多，缺少高频数据跟踪各产品或业务的销售数据，对确定性有一定削弱。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。