

云南白药 (000538.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

赵方明
中药、CRO
物制品行业
研究员、生

2025年12月31日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	56.94
总市值	1015.96亿
PE-TTM	19.54
PB-MRQ	2.56

估值结果

价值	948.36亿
DDM估值	上行空间 -6.7%
状态	合理估值
价值	1018亿
动态估值	上行空间 0.2%
状态	合理估值

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

云南白药是百年老字号，现代中药大健康龙头。公司深耕药品、健康品、中草药资源及医药商业，核心云南白药系列及牙膏市场份额稳居领先，致力于成为领先的健康产品与生活方式提供商。

公司成长空间一般，未来5年营收CAGR约3%，公司盈利趋势一般，核心业务毛利率或小幅下滑。公司产业格局优异，上下游议价能力强、替代风险低。公司护城河优异，调整后ROE约24%，核心源于品牌与线下渠道优势。其中药品具国家绝密配方壁垒，牙膏全渠道份额领先，强大的品牌积淀与渠道渗透力为新业务持续赋能，保障了整体基本面稳健。

受益老龄化及线上渠道发展，公司骨科用药市占率有望提升；大健康业务稳固护根基本盘并持续实现品类扩张。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场认为公司健康品事业群已步入成熟饱和期，在高基数与激烈竞争下增长乏力，甚至存在下行风险。首先，我们认为公司虽在护根止血领域市占率领先，但通过战略布局美白、抗敏等高增速细分赛道，有望实现品类由点及面的破局，贡献显著结构性增量。其次，凭借强大的百年品牌背书与全渠道下沉优势，新产品放量将带动整体份额稳步提升，打破行业增长天花板，持续释放成长动能。

风险提示

核心品种替代风险：骨骼肌肉用药市场若出现重磅替代性药物，导致中成药占比超预期下降，将严重冲击核心白药业务，影响整体盈利预测。

健康品基本盘受损风险：核心护根止血牙膏若面临竞品强力渗透或消费者需求迁移，市占率可能大幅下滑，进而削弱健康品事业群的盈利能力。

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	9
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	12
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	9
表2：公司整体业绩预测	11
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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

云南白药是多业务布局的现代中药大健康龙头企业。公司是拥有百年历史的中华老字号，于1993年在深交所上市。公司成功从传统中成药制造企业转型为集药品、健康品、中药材资源和医药商业四大事业群于一体的大健康产业领军企业。产品体系以“伤科圣药”云南白药系列为核心，是肌肉骨骼系统中成药领域的领先者。此外，旗下云南白药牙膏在口腔护理市场份额连续多年稳居国内第一，成为中药企业跨界创新的典范。公司致力于成为领先的健康产品与生活方式提供商，并战略布局创新中药和核药等新兴业务。

2. 业务介绍

对于云南白药公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

药品事业群：

药品事业群是公司的核心业务，定位于“伤科疼痛全领域管理”。核心产品线包括“伤科圣药”云南白药系列（含散剂、胶囊、气雾剂、贴膏等），以及补益气血、伤风感冒、妇科和儿科等天然特色品牌中药。上游依赖中药材和药用原料供应商；下游通过医药流通渠道覆盖全国医院及患者群体。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

健康品事业群：

健康品事业群致力于成为一体化的口腔健康、头皮护理、身体护理综合解决方案提供商。该事业群以云南白药牙膏品类为核心业务，同时积极拓展养元青防脱洗护等新品类。上游主要为精细化工原材料和中式成分供应商；下游通过线上电商平台以及线下零售渠道（如大卖场、超市、药店）直接面向消费者。凭借其老字号品牌优势、高定价策略和差异化功效定位，该业务成为中医药企业跨界创新的典范。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

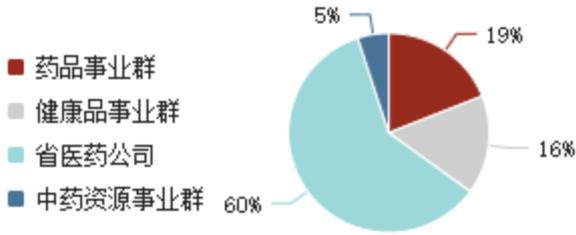
省医药公司：

省医药公司是云南白药集团的医药分销业务主体，前身是1951年成立的云南省医药公司。该业务主要从事药品流通配送，已实现对云南省16个州市的全覆盖。上游对接各大医药生产企业，下游客户覆盖医院、药店及终端客户。公司持续巩固在云南省药品流通企业中的市场份额领先地位，同时积极拓展医疗器械、药妆等非药流通业务。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

中药资源事业群：

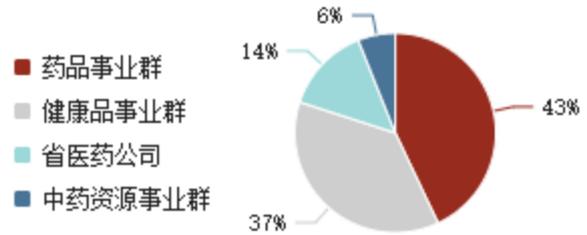
中药资源事业群围绕云南省特色药用植物资源，致力于“用云南好药材，支撑中国好中药”。该业务一方面对内保障集团战略品种的高效、低成本供应，确保供应链安全，另一方面对外打造包括三七系列、品牌药材和天然植物提取物等B端产品，以及中药饮片和保健食品等C端产品。上游主要依赖中药材种植基地；下游客户包括集团内部和B端/C端外部客户。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

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

公司大健康和药品业务主要产品具有消费品属性，因此需要持续投入营销费用以增强品牌影响力和市场渗透率。然而，公司的医药商业业务主要从事药品流通配送，该业务的营销强度相对较低，由于其收入占比较高，低营销依赖的特性将公司整体营销强度拉至中等水平。公司产品不依赖单一客户或供应商，整体供应链集中度低，使得公司在产业链中具有较强的话语权和议价能力。

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年公司销售费用率预计为12.19%，处于中等水平。公司核心的药品和健康品业务，特别是云南白药牙膏和白药系列产品，具有较强的消费品属性，需要持续投入营销费用以增强品牌影响力和市场渗透率。然而，公司的医药商业业务主要从事药品流通配送，该业务的营销强度相对较低。由于医药商业收入占比较高，其较低的销售费用率拉低了公司整体的营销强度，使得整体处于中等水平。

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预计为14.90%，处于较低水平。公司核心产品如云南白药牙膏和白药系列产品具有消费品属性，主要通过多元化的零售渠道直接面向广泛的终端消费者。此外，公司的医药商业业务也覆盖了全省广泛的医疗机构和药店。这种分散的客户结构使得公司不依赖于特定的单一客户，有助于保障收入稳定性。

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7.30%，处于低水平。公司上游原材料主要为中药材、动植物药材、精细化工原材料以及设备耗材。由于中药材的种植、采摘和包装原材料的来源较为分散，且公司在内部设立中药资源事业群以保障战略品种的稳定供应和价格，使得公司对单一供应商的依赖程度低，这种分散的供应商结构有利于其维持较高的利润水平。

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14.90%，前五供应商采购额占比为7.30%，综合处于低水平。公司的上游原材料供应分散，包括各类中药材、动植物药材和精细化工材料。下游客户群体庞大，主要为多元化的零售渠道和广泛的医疗机构终端。这种低集中度的供应链结构使得公司在产业链中拥有较强话语权和溢价能力，是其维持较高盈利能力的重要因素。

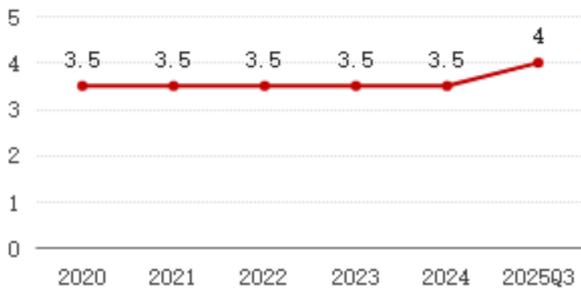
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力较强，主要得益于核心医药工业和健康品业务中高毛利产品（如云南白药系列、云南白药牙膏）的强劲支撑。公司历史成长能力良好，主要源于核心药品的壁垒优势和向大健康领域的成功延伸，以及持续的组织变革激发了内生发展动力。公司历史业务控制力及财务健康表现一般，主要受医药商业板块回款周期较长所影响，但整体盈利质量较好。公司历史股东回报优秀，源于其强劲的盈利能力、较低的资本开支需求以及作为国有企业重视投资者的现金回报，连续多年保持高分红比例。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



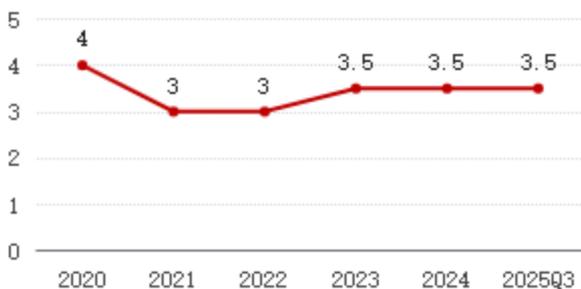
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力较强，2024年ROE约12%，扣非净利率为11.91%，公司核心医药工业业务的毛利率呈向上趋势，带动公司整体盈利能力改善回升。其主要原因在于：药品事业群中核心的白药系列产品维持稳健增长，且健康品事业群的云南白药牙膏等产品具有较高的毛利率。此外，随着公司管理体制的革新，公司费用率得到较好控制，共同构成了公司强劲的盈利能力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



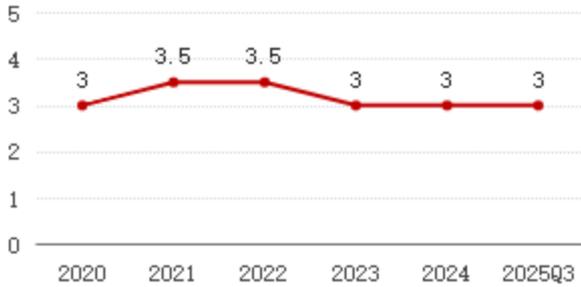
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力良好，近5年营收CAGR为6.18%，扣非归母净利润CAGR为14.59%，主要系核心药品事业群以“伤科圣药”云南白药系列为基础，品牌深入人心，构成了稳固的基本面底线。其次，公司成功向大健康领域延伸，云南白药牙膏市场份额稳定领先，拓宽收入来源。最后，公司通过混改等持续的组织变革和战略梳理，全面激发内生发展动力，为公司顺利发展奠定基础。

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



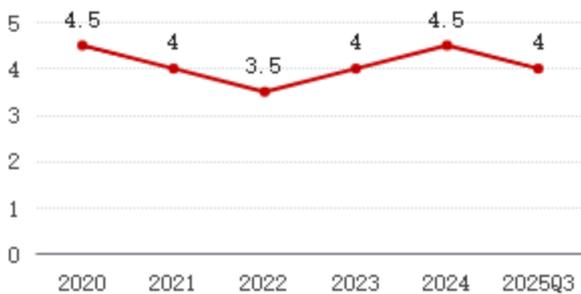
数据来源：公司财报，壹评级

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10.73%，略低于行业平均水平。主要系公司医药商业板块（省医药公司）营收占比较高，该板块下游客户主要为医院，其较长的回款周期导致应收账款增加，稀释了公司整体的现金流质量。

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

公司历史股东回报优秀，2024年现金分红比例约90%，股息率4%，主要得益于其盈利能力强劲。同时，作为中药百年老字号，核心产品壁垒较高，公司无需大规模的资本开支，并且其混改后的管理层也积极响应政策，重视投资者的现金回报，因此能够维持高分红比例。

5. 四维评级

公司具有优异的产业格局，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。公司具有优异的护城河，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3%。主要系公司营收占比最大的医药商业（省医药公司）和核心健康品业务（云南白药牙膏）所在市场均已进入成熟期，行业增速放缓，拉低了整体营收增速。

药品事业群(3星):

公司药品事业群成长能力良好，未来5年营收CAGR预计约7%，增速一般但行业成长确定性较强。主要系核心品种云南白药系列产品经过多年发展，销售基数较大，增速有所放缓。确定性强是因为公司核心产品云南白药系列产品具有国家绝密级配方优势，市场替代性较弱，构成了公司稳固的基本面底线。同时，国民对中药具有一定偏好，部分慢性病种中药具备优势，叠加大众医疗保健意识提升，提供了稳健增长动力。

健康品事业群(2星):

公司健康品事业群成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约2%，增速一般。主要系健康品事业群以云南白药牙膏品类为业务核心，而牙膏行业整体已处于成熟期，行业复合增速保持低个位数增长。

省医药公司(2.5星):

省医药公司成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约1%，增速一般但成长确定性较强。主要系医药流通行业整体增速放缓，且公司业务主要集中在云南省内市场，地域扩张空间有限。确定性强是因为省医药公司在云南省域市场竞争力强，连续多年排名省内同行业第一，市占率稳步提升。同时，公司以提升商业业务运营效率为目标，积极拓展医疗器械、药妆等非药业务，为其提供增量动力。

5.2 盈利趋势



公司整体盈利趋势一般，核心盈利业务毛利率或出现小幅下滑，整体市占率预计维持稳定或微增。主要系牙膏市场增速放缓，行业内竞争加剧，毛利率预计小幅下滑，但由于其具有稀缺性和较高市场地位，预计整体市占率维稳或微增。

药品事业群(3星):

公司药品事业群盈利趋势良好，主要系竞争格局及其变化趋势较好。由于核心产品云南白药系列具有国家绝密级配方优势和极低的市场替代性，行业进入壁垒极高。公司在该领域拥有稳固的龙头地位，保障了其产品定价权和较高的盈利水平，同时份额有望向头部集中。

健康品事业群(2.5星):

公司健康品事业群盈利趋势一般，主要系竞争格局及其变化趋势表现一般。该事业群以云南白药牙膏为核心产品，虽然其在国内市场份额连续多年稳居第一，但在牙膏行业整体增速放缓的背景下，市场竞争依然激烈。

省医药公司(3星):

省医药公司盈利趋势良好，主要系竞争格局及其变化趋势较好。作为云南省排名第一的医药配送企业，省医药公司在省域市场具有较强的区域性垄断优势，同时公司通过开展多仓运营、货源共建、母子公司运营协同等项目，持续巩固云南省药品流通企业市场份额领先地位。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局优异，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。

药品事业群(4.5星):

公司药品事业群产业格局优异，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、医院和终端消费者，上游原材料（中药材、药用原料）来源较为分散，因此公司在产业链中具有较强的议价能力。同时，公司的核心产品云南白药系列，其配方及工艺被列入国家绝密级，具有极强的品牌认可度，在各自治疗领域具有较低的替代风险。

健康品事业群(4.5星):

公司健康品事业群产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司产品下游客户主要为线上电商平台和线下零售渠道，客户群体庞大且分散。上游为精细化工原材料和中式成分供应商，来源较为分散。这种分散的供应链结构使得公司在产业链中具有较强的议价能力。同时，公司的核心产品云南白药牙膏凭借其老字号品牌优势和独特的功效定位，在口腔护理细分领域市场替代性较低。

省医药公司(3.5星):

省医药公司产业格局良好，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司产品下游客户覆盖云南省内广泛的医疗机构和零售药店，上游供应商为众多医药生产企业，因此上下游格局较为分散。这种分散结构使得公司在产业链中具有一定的议价能力。同时，省医药公司作为云南省最大的医药商业企业，市场份额稳居省内第一，其业务承担了部分区域保障性工作，使其具有较高的区域政策壁垒和不可替代性。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现优异，主要系盈利能力较强，经壹评级调整后ROE、ROIC均为24%，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
药品事业群	(4.5星) 公司药品事业群护城河宽度优异，主要系盈利能力极强，经壹评级调整后ROE、ROIC约60%。盈利能力极强源于核心产品云南白药系列具有国家绝密级配方优势，市场替代性极低。同时，公司通过持续的学术临床推广和品牌营销，巩固了其在肌肉骨骼系统中成药领域的龙头地位，使其产品具有强大的定价权和较高的毛利率。此外，公司拥有43个独家品种，共同构成了该业务在盈利能力和市场地位上的强大优势。	(4.5星) 公司药品事业群护城河持续性优异，其核心护城河来源为品牌和线下渠道。公司核心产品云南白药系列具有国家绝密级配方优势，其市场替代性极弱，保障了品牌的长期稀缺性。公司已从单一散剂发展到胶囊、气雾剂等多种剂型，深化了在骨科领域的品牌影响力。在渠道方面，公司建立了完善的终端覆盖网络，并通过学术临床推广体系，持续强化品牌认知度和医生认可度。线下渠道优势为未来新产品推广提供了有力支持。
健康品事业群	(5星) 公司健康品事业群护城河宽度优异，主要系盈利能力较强且市占率较高，经壹评级调整后ROE、ROIC均高于40%。盈利能力较强源于其核心产品云南白药牙膏凭借老字号的品牌价值和独特的功效定位，能够实现较高的毛利率。同时该产品在国内牙膏市场份额连续多年稳居第一。	(4星) 公司健康品事业群护城河持续性优异，其核心护城河来源为品牌和线下渠道。核心产品云南白药牙膏是中药企业跨界成功的典范，其老字号品牌价值 and 独特的功效定位，确保了其品牌优势的长期稀缺性。在渠道方面，该事业群在各大卖场、超市、便利店、食杂店和化妆品店等全渠道销售份额保持第一。这种广泛的渠道覆盖和渗透能力为公司拓展养元青防脱洗护等新兴品类提供了强大的渠道赋能能力。然而，日化产品市场竞争激烈，线上电商的快速发展也可能对原有的线下渠道优势造成变革冲击。
省医药公司	(1星) 省医药公司护城河宽度较差，主要系盈利能力较差，经壹评级调整后ROE为8%，ROIC为5%。盈利能力较差源于医药流通行业具有资产较重、附加值较低的行业属性。虽然省医药公司作为区域性医药商业龙头，在云南省内市场份额稳居第一，但医药商业业务的标准化特性导致其行业整体利润水平较低。	(3星) 省医药公司护城河持续性良好，其核心护城河来源为资源优势。其资源优势主要体现在作为区域性国企，在地方政策方面具有资源优势。同时，公司在云南省医药配送领域市场份额稳居第一，建立了辐射全省的配送网络。此外，其业务承担了部分区域保障性工作，具有不可替代性，预计该优势将长期存在。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

随着老龄化进程加速，骨骼肌肉系统疾病用药市场规模有望持续增长，同时公司受益于强大的品牌力，在线上购药渠道大力发展下，有望持续提升公司市占率。同时大健康领域有望维持护龈止血基本盘的情况下，通过美白和抗敏品类的拓展，有望小幅提升市占率。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前基本处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：药品事业群、健康品事业群、省医药公司、中药资源事业群，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：

药品事业群：

收入假设：

1) 白药系列：近五年中国骨骼肌肉系统疾病中成药市场规模增速约2.8%，考虑到线上购药等新渠道影响下，大众购买习惯更倾向于头部品牌，云南白药依托其优质品牌力，有望持续提升市场份额，并且综合近年白药系列的增长势头，给予其未来5年5-10%的营收增速。考虑到市占率或存在一定上限，后续主要靠市场总量增长以及公司部分产品提价贡献，远期给予3.5%增速。

2) 普药&特色药：由于公司手握较多批文，且不乏一些独家品种，公司恢复其生产后，受益于公司自有渠道和合作渠道的广泛，有望快速铺货贡献营收，故近年给予高个位数增速预期，后续随着优势区域铺货完成，回归市场平均增速（2%）。

盈利能力假设：

将该部分拆为白药系列和普药系列两部分，白药系列远期维持历史平均毛利率70%，普药系列参考相关公司及公司此业务历史表现，远期给予52%毛利率，再结合两部分占比，远期综合毛利率为65%。

健康品事业群：

收入假设：

由于牙膏市场已处于成熟期，综合近年表现来看给予未来每年0.3%市场规模增速，云南白药当前在牙膏市场市占率已处于第一位（约25%），由于当前公司发力抗敏、美白等新牙膏品类，预期市占率能够小幅提升，2030年预计其市占率为26.8%。假设牙膏在公司健康品事业群销售额占比无太大变动，综合测算下，远期公司健康品事业群营收增速为1.4%。

盈利能力假设：

由于公司牙膏产品定位高端，综合公司近年业务表现，假设其毛利率稳定在近年平均水平，远期毛利率为65%。

省医药公司：

收入假设：

考虑到公司目前整个发展重心在工业板块，且没有将医药商业拓展到全国的计划，故给予其每年1%增速。

盈利能力假设：

由于公司当前落实精细化管理，注重内部提质增效，近期初见成效，故预计该业务毛利率小幅提升，参考可比公司及公司历史表现，给予远期7.2%的毛利率。

中药资源事业群：

收入假设：

当前国家大力推动中药全产业链布局发展，公司积极响应国家号召，同时得益于所处地区得天独厚的环境优势，拥有众多稀缺中药资源，预计在国家政策和公司战略的双重驱动下，近年能实现双位数增长，后续随着度过快速发展期，增速逐渐放缓，远期恢复至2%。

盈利能力假设：

综合公司近年该业务毛利率表现，预计其能维持当前水平，远期给予其34%毛利率。

表2：公司整体业绩预测

云南白药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	364.9	391.1	400.3	411.3	424.7	437.8	450.9	463.6
归母净利润(亿)	30.0	40.9	47.5	51.2	56.2	59.7	61.7	63.0
归母净利润增速(%)	7.0	36.4	16.0	7.9	9.7	6.2	3.3	2.2
经营性净利润(亿)	21.9	30.5	37.2	41.7	46.7	49.2	50.7	51.5
经营性净利润增速(%)	-31.8	39.3	22.0	12.0	11.9	5.4	3.0	1.6
经营性归母净利润(亿)	23.1	30.3	37.1	41.6	46.6	49.1	50.6	51.4
经营性归母净利润增速(%)	-28.1	30.9	22.4	12.3	11.9	5.4	3.0	1.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

药品事业群	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	59.8	64.8	69.2	75.7	82.3	88.3	94.0	99.1
收入增速(%)	-0.5	8.3	6.8	9.3	8.7	7.4	6.4	5.4
经营性净利润(亿)	9.3	13.7	18.0	21.1	24.4	26.3	27.6	28.6
经营性净利率(%)	15.6	21.1	26.0	27.9	29.6	29.8	29.4	28.8
经营性净利润增速(%)	-30.7	46.3	31.9	17.3	15.3	8.1	4.8	3.5
健康品事业群	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	62.0	64.2	65.3	66.6	67.6	68.6	69.6	70.7
收入增速(%)	4.9	3.6	1.6	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
经营性净利润(亿)	9.7	13.5	14.9	15.0	16.3	16.5	16.4	16.2
经营性净利率(%)	15.6	21.0	22.8	22.5	24.1	24.0	23.5	22.9
经营性净利润增速(%)	-28.8	39.4	10.2	1.0	8.6	0.9	-0.6	-1.2
省医药公司	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	231.7	244.9	246.1	248.5	251.0	253.5	256.1	258.6
收入增速(%)	-1.0	5.7	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	2.6	3.1	3.6	4.9	5.1	5.4	5.6	5.5
经营性净利率(%)	1.1	1.3	1.5	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1
经营性净利润增速(%)	-39.6	16.8	18.4	33.9	5.1	4.9	3.6	-0.5
中药资源事业群	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.4	17.2	19.8	20.5	23.8	27.3	31.2	35.2
收入增速(%)	8.1	51.1	15.0	3.7	16.0	15.0	14.0	13.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.3	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
经营性净利率(%)	2.2	1.6	3.5	3.3	3.8	3.8	3.6	3.4
经营性净利润增速(%)	-62.6	12.2	147.6	-1.1	31.9	16.5	8.6	6.8

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)
药品事业群	3.5%	中低	非常好	强	7.0%	19.97	28.1
健康品事业群	1.4%	中低	非常好	较强	7.5%	16.5	16.3
省医药公司	1.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	5.5
中药资源事业群	5.7%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	1.2
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
药品事业群(亿)	99.6	427.7	527.3	46.1	1.0	-	572.4
健康品事业群(亿)	67.8	201.1	268.9	43.3	0.6	-	311.6
省医药公司(亿)	36.9	62.3	99.2	14.7	0.2	-	113.7
中药资源事业群(亿)	1.3	12.6	13.9	6.7	-	-	20.7
公司整体测算(亿)	205.6	703.7	909.3	110.8	1.8	-	1018.3

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
药品事业群(亿)	251.3	239.1	490.4	46.1	1.0	-	535.5
健康品事业群(亿)	143.1	93.9	237.0	43.3	0.6	-	279.8
省医药公司(亿)	71.3	25.5	96.9	14.7	0.2	-	111.3
中药资源事业群(亿)	7.4	7.6	15.0	6.7	-	-	21.7
公司整体测算(亿)	473.1	366.2	839.4	110.8	1.8	-	948.4

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良好水平，主要系公司核心业务所处行业产业格局较好，公司护城河持续性较强，并且公司历史业绩波动性较低，共同助力公司获得良好的估值确定性。

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% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 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作有悖原意的引用、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。