

基于 FPP 框架的云南白药投资分析报告

颜熙恒

(山东财经大学, 山东省济南市, 250000)

摘要: 本文基于 FPP (Fundamental-Psychology-Price) 框架, 系统分析了云南白药的投资价值。宏观层面, 温和复苏的经济与持续宽松的流动性为中药消费扩容; 政策端, 《“十四五”中医药发展规划》等文件明确长期扶持, 老龄化加速带来需求增量。行业端, 中药处于成长期向成熟期过渡, “低集中、高稳定”格局下国资主导整合, 头部企业凭品牌、渠道、资源壁垒强化议价力。公司端, 云南白药凭借 123 年品牌、全产业链闭环与持续创新, 四大事业群协同发力, 2024 年净利同增 16%, 现金流稳健, 股息率领先; 估值处于三年 14%分位, 具备安全边际。短期关注创新药研发催化, 中长期看好数字化中药生态与国际化带来的盈利弹性, 给予“逢低布局、长期持有”建议。

关键词: 云南白药; 中药行业; FPP 投资框架; 估值修复; 老龄化红利

中图分类号: F7

文献标识码: B

一、基本趋势

(一) 宏观分析

1. 经济增长与货币流动性

从 2024 年和 2025 年各季度的同比增长速度来看, 2024 年四个季度的增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%, 整体呈现出一定的稳定性, 增速在 4.6%至 5.4%之间波动, 经济处于温和增长态势。2025 年四个季度的预测增速为 5.4%, 显示出市场对未来经济增长仍有一定信心, 预计未来经济将保持持续稳定增长的格局。在经济稳定增长的背景下, 居民可支配收入有望稳步增加, 这将进一步提高居民对健康保健的消费能力和意愿, 为中药行业的发展提供更广阔的市场空间, 有利于提升中药产品的市场需求和销售规模。同时, 稳定增长的经济环境也有利于企业进行长期规划和投资, 中药企业在研发、生产、销售等环节的资金投入会更加稳定, 进而推动行业的技术进步和产品创新, 为中药行业带来更多的投资机会。

2024 年 1 季度至 2025 年 1 季度的环比增长速度分别为 1.3%、1.0%、1.4%、1.6%、1.2%, 整体较为平稳且呈现温和上升态势, 表明市场上的货币流动性相对充足且稳定, 市场资金面相对宽松, 市场上的资金供求关系相对平衡, 为企业融资和投资活动提供了良好的资金环境。货币流动性充足时, 金融市场的资金充裕, 企业融资成本相对较低, 中药企业更容易获得资金支持, 从而可以扩大生产规模、加强研发投入或进行市场拓展等活动, 推动企业快速发展。对于投资者而言, 宽松的货币环境往往会使市场上的资金更加积极地寻找投资机会, 中药行业作为具有成长性和稳定性的行业, 可能会吸引更多资金流入, 从而推动股价上升, 为投资者带来更好的回报。

表 1. 1. 1 GDP 同比增长速度

单位：%				
年份	1季度	2季度	3季度	4季度
2020	-6.8	3.2	4.9	6.5
2021	18.9	8.1	5.5	4.5
2022	4.8	0.8	4.0	3.0
2023	4.7	6.5	5.0	5.3
2024	5.3	4.7	4.6	5.4
2025	5.4			

注：同比增长速度为与上年同期对比的增长速度。

表 1. 1. 2 GDP 环比增长速度

单位：%				
年份	1季度	2季度	3季度	4季度
2020	-10.5	12.8	3.0	2.3
2021	0.0	2.7	0.3	1.4
2022	0.1	-0.7	3.2	0.5
2023	1.6	1.3	1.5	0.9
2024	1.3	1.0	1.4	1.6
2025	1.2			

注：环比增长速度为经季节调整后与上一季度对比的增长速度。

(数据来源：国家统计局)

2. 宏观政策

近几年，国家先后出台了《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》和《“十四五”中医药发展规划》等重要文件。这些政策文件凸显了国家对中药行业的高度重视与大力扶持，明确了中药行业在国家战略中的重要地位，为中药行业的投资发展营造了极为有利的政策环境。例如，《“十四五”中医药发展规划》更是细化了发展目标和任务，如推动中药产业高质量发展、提升中医药科技创新能力、加强道地药材生产管理等，为中药行业的投资指明了方向。这些政策的实施，将极大地促进中药行业的现代化、产业化和国际化，推动中药企业不断发展壮大，提升中药产品的市场竞争力和影响力，为中药行业的投资提供广阔的发展空间和良好的预期回报。



中华人民共和国中央人民政府

www.gov.cn

Q 首页 | 简 | 繁 | EN | 登录 | 邮箱 | 无障碍

首页 > 信息公开 > 国务院文件 > 卫生、体育 > 医药管理

字号: 默认 大 超大 | 打印 收藏 留言

索引号: 000014349/2025-00032

主题分类: 卫生、体育\医药管理

发文机关: 国务院办公厅

成文日期: 2025年03月15日

标 题: 国务院办公厅关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见

发文字号: 国办发〔2025〕11号

发布日期: 2025年03月20日

国务院办公厅关于提升中药质量
促进中医药产业高质量发展的意见

国办发〔2025〕11号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：
为加快提升中药质量、促进中医药产业高质量发展，经国务院同意，现提出以下意见：
一、总体要求
以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，实现常用中药材规范种植和稳定供给，加快构建现代化产业体系，形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局，更好增进人民健康福祉和服务中国式现代化。

图 1. 1. 1 国务院办公厅关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》
(资料来源：国务院办公厅官方网站)

3. 社会经济大趋势

从 2020 年-2050 年我国 65 岁及以上人口数量及占总人口比重的预测数据来看,我国 65 岁及以上人口数量呈现稳步上升的趋势,从 2020 年的 0.78 亿人逐渐增加到 2050 年的 3.8 亿人,占总人口的比重也从 13.0% 攀升至 27.9%。这表明我国人口老龄化程度正在不断加深,老年人口占比的持续扩大对社会经济结构产生了深远的影响。在人口老龄化的趋势下,老年人对健康保健的需求显著增加,而中药以其在慢性疾病调理、养生保健等方面的优势,受到越来越多老年人的青睐。这种需求的增长直接推动了中药行业的发展,为中药企业带来了更大的市场空间和更多的投资机会。

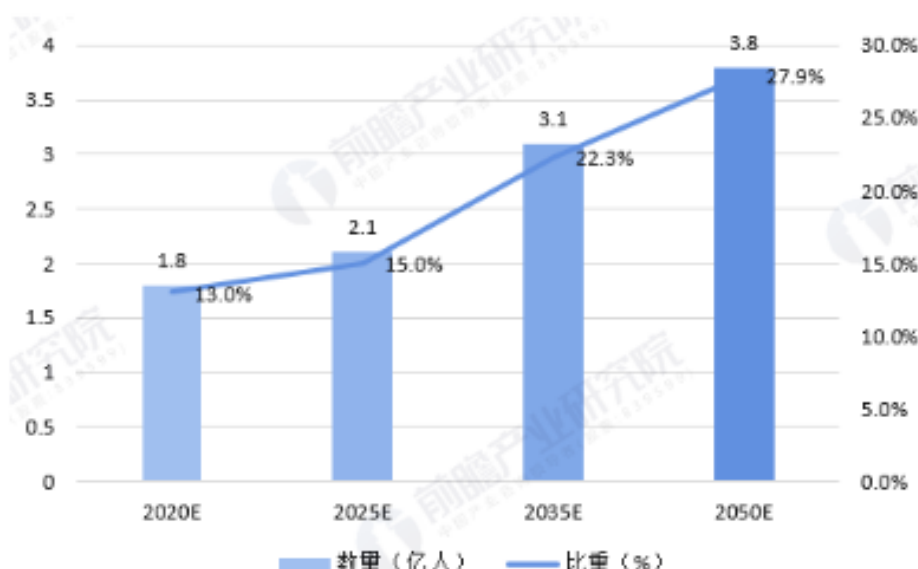


图 1.1.2 2020 年-2050 年我国 65 岁及以上人口数量及占总人口比重预测

(数据来源: 中国发展基金会 前瞻产业研究院整理)

(二) 行业分析

1. 行业政策

国家先后出台了《中医药发展战略规划纲要(2016-2030 年)》《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》《“十四五”中医药发展规划》和《中医药振兴发展重大工程实施方案》等政策文件,明确了国家对中药行业的长期支持和战略规划,为中药行业的发展提供了明确的方向和保障。从投资角度看,这些政策为中药行业投资提供了政策指引和信心,吸引资金流入。政策鼓励中药企业加强科技创新,推动中药现代化和标准化,有助于提升中药产品的质量和疗效。这不仅有利于中药企业在国内市场的竞争,也有助于中药产品的国际化,为投资者带来更大的市场空间和回报潜力。同时,政策支持中药与大数据、人工智能等现代信息技术的融合,推动中药产业链的升级和优化,为投资者提供了在智能制造、智慧医疗等领域的多元化投资机会。此外,政策强调加强对中药市场的监管,规范生产和销售行为,打击假冒伪劣产品,维护市场秩序,有助于提高中药行业的整体质量和信誉,降低投资风险,保障投资者的利益。最后,政策支持中药企业拓展国际市场,提高中药的国际影响力,有望增加中药企业的海外市场收入,提升企业的盈利能力和成长性,为投资者带来更广阔的投资机会。

发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
2019年10月	国务院办公厅	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系,大力推动中药质量提升和产业高质量发展,加强中医药人才队伍建设,促进中医药传承与开放创新发展,改革完善中医药管理体制机制
2020年12月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	结合药品监管工作实际,全面落实“四个最严”的要求,从深化改革、传承精华、坚守底线、创新发展四个方面,促进中医药创新发展。
2021年1月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出28条举措,指出,要遵循中医药发展规律,认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法,破解存在的问题,更好发挥中医药特色和比较优势,推动中医药和西医药相互补充、协调发展。
2021年6月	国家卫健委	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	综合医院是提供中医药服务的重要平台,是中医药传承创新的重要阵地,加强综合医院中医药工作对坚持中西医并重、促进中医药和西医药相互补充、协调发展具有重要意义。
2021年12月	国家中医药管理局和国家医保局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	要求完善适合中医药特点的支付政策。
2022年3月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	制定“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》的发展目标明确,到2025年,中医药健康服务能力明显增强,中医药高质量发展政策和体系进一步完善,中医药振兴发展取得积极成效,在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

图 1.2.1 中药行业相关政策列举

(资料来源:根据资料自行整理)

2. 行业发展周期

中药行业目前处于从成长期向成熟期过渡的阶段。在成长期,中药行业表现出市场需求的稳定增长,随着人们健康意识的提升和对中药认可度的增加,尤其是在人口老龄化和慢性病患者增多的背景下,中药在养生保健和慢性疾病调理方面的需求不断扩大。同时,技术创新不断推进,新的中药提取和制剂技术提高了产品质量和疗效,降低了生产成本,增强了市场竞争力。企业通过规模扩张和行业整合,逐渐提高集中度,大型企业凭借品牌和技术优势占据市场主导地位。

随着行业逐渐向成熟期过渡,市场竞争日益激烈,企业间的竞争不仅体现在产品质量和价格上,还体现在品牌建设和销售渠道拓展等方面。为了在竞争中脱颖而出,企业越来越注重产品差异化,开发具有独特疗效的中药产品以满足不同患者需求。此外,行业标准的不断完善和严格的质量监管,有助于规范市场秩序,提高产品质量和安全性,进一步促进中药行业的健康可持续发展,同时也淘汰了一些不符合标准的企业,提升了行业集中度。

在中药行业从成长期向成熟期的转型过渡期,投资机会具有多面性。中药行业受政策支持,需求稳定增长,尤其是人口老龄化和健康意识提升,为中药带来持续市场需求,投资者能享受政策扶持和市场增长红利。同时,企业注重技术创新,研发投入增加,推动中药现代化和标准化,提高产品质量和疗效。此外,中药行业多元化发展趋势明显,与大健康、生物医药等领域融合,拓展市场边界。

然而,这一阶段也存在挑战与风险。随着行业发展,企业增多,市场竞争激烈,体现在产品质量、价格、品牌和渠道等方面。投资者需关注品牌强、渠道广、市场份额高的企业,警惕竞争力不足的企业投资风险。同时,中药行业受政策影响大,政策调整可能影响企业研发、生产、销售。投资者需密切关注政策动态,及时调整投资策略,降低政策风险。投资者可以优选行业龙头企业进行投资,这类企业在品牌、技术、市场份额和抗风险能力方面具优势,更可能在竞争中胜出并创造稳定回报。

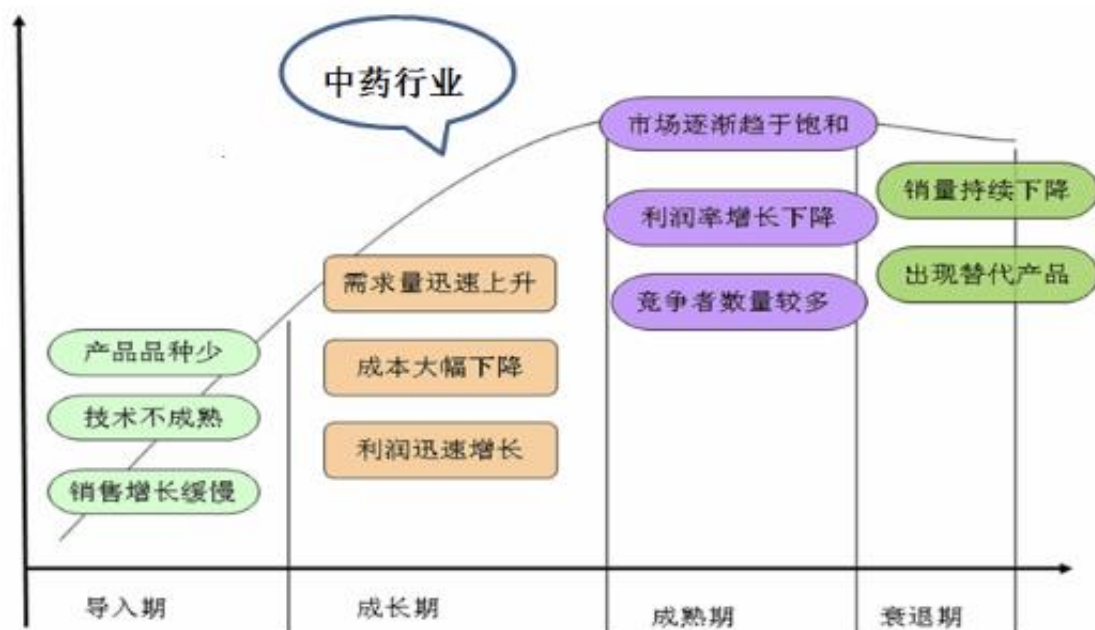


图 1.2.2 中药行业生命周期分析
(资料来源：中投顾问产业研究中心)

3. 行业竞争格局

(1) 行业内竞争

中药行业整体呈现“低集中度、高稳定性”的竞争态势，国资主导的产业整合正在重塑市场边界，非价格竞争成为主流模式。

从企业营收来看，白云山、云南白药两家中药企业营收在 200 亿元以上，其中白云山年营收超 600 亿元；营收在 100-200 亿元的企业有华润三九、同仁堂、步长制药和太极集团等；营收在 50-100 亿元的企业有片仔癀、济川制药、信邦制药等。中药行业已形成清晰的四个梯队格局。

中药行业市场集中度仍然不高，前 20 名企业的市场份额总和不足 30%，呈现“大行业、小企业”的特征。但近年来行业整合明显提速，2024-2025 年期间，国资背景企业主导了超过 75% 的并购交易。截至 2025 年初，在营收排名前 20 的中药上市公司中，国资背景企业占比已达 70%，且收入排名前六的企业已全部由国资控股。华润三九收购天士力控股权（62 亿元）、上海医药增持和黄药业（9.95 亿元收购 10% 股权）以及黑龙江省国资委收购 ST 九芝控制权等案例，均体现了国资通过资本运作加速行业整合的战略意图。

在市场份额相对稳定的背景下，行业内的头部企业竞争焦点已从价格战转向差异化竞争。在政策与成本压力下，企业避免直接价格冲突，转向资源控制、研发创新和产业链整合的差异化竞争。投资者不必过度担心行业寡头间无序、激烈的竞争对于个股走向的影响。



图 1.2.3 中药行业竞争格局

(资料来源：前瞻产业研究院)

(2) 行业进入壁垒

中药行业存在政策、技术、资源、规模经济等多重进入壁垒，有效阻挡了新进入者的冲击，为现有企业创造了持续性竞争优势，主要进入壁垒如下：

政策准入壁垒：中药新药审批执行严格的三期临床要求，II/III 期临床试验资金奖励分别为 300 万/500 万元，显著提高研发成本。经典名方开发需遵循《中药注册分类及申报资料要求》，周期长达 5-8 年。配方颗粒行业实施备案制管理，需满足近 300 个国家标准。

技术与工艺壁垒：中药炮制工艺依赖经验积累，如东阿阿胶的九提九炼技术已列入保密工艺。智能制造要求提升，华润三九投入 15 亿元升级数字化产线，新进入者需同步满足 GMP 和工业互联网标准。质量检测要求严格，河北省建立中药市场质量监控重点实验室，对成分定量分析要求达 ppm 级。

资源控制壁垒：稀缺药材被头部企业垄断，片仔癀控制全国 50%天然麝香配额，东阿阿胶自养毛驴规模占全国 60%，昆药集团掌控 10 万亩三七种植基地（占三七总皂苷市场 60%）。地道药材认证，盘龙药业通过秦岭药材地理标志认证。

规模与资本壁垒：新建 GMP 标准中药工厂需投入 2-5 亿元，配方颗粒企业最低产能门槛为 300 吨/年。渠道建设成本高企，覆盖全国 30%二级医院需投入超 10 亿元学术推广费用

(3) 上下游产业

中药企业在产业链中主要处于中游（主导环节），其在产业链中的地位及议价能力受到多方面因素的影响，包括原材料的稀缺性、企业的品牌影响力、市场份额、行业集中度以及客户集中度等。具有强大研发能力和品牌影响力的企业在市场中具有较高的议价能力，能够将部分成本转嫁给下游客户。因此，行业内的头部企业在市场份额、品牌影响力和技术实力方面具有优势，对上下游的议价能力较强。而中小型企业则面临较大的竞争压力，议价能力相对较弱。

中药行业上游（跟随环节）主要是中药材的种植与养殖。中药企业对上游的议价能力在一定程度上受到中药材稀缺性和供应稳定性的影响。对于一些稀缺药材，如天然麝香、冬虫夏草等，供应商的议价能力较强，中药企业在采购时可能面临较高的成本压力。而对于常见的中药材，中药企业通过长期合作、合同约定等方式，能够在一定程度上稳定采购成本和供应量。大型中药企业通常与多个供应商建立合作关系，通过集中采购和长期合同来降低采

购成本，增强对上游的议价能力。此外，一些大型中药企业通过投资或并购上游企业，实现产业链的整合，进一步提高对上游的控制力和议价能力。

中药行业的下游（跟随环节）主要包括医疗机构、药店、电商平台等销售渠道。中药企业对下游的议价能力取决于其品牌影响力、产品差异化程度和市场份额。大型中药企业通过与大型连锁药店、医疗机构建立长期合作关系，能够获得稳定的销售渠道和较高的议价权。此外，随着电商平台的兴起，中药企业通过线上销售直接触达消费者，减少中间环节，增强对下游的议价能力。如果中药企业的客户较为分散，其对下游的议价能力相对较强，因为单一客户的流失对企业的整体销售影响较小。相反，如果企业依赖少数大型客户，其议价能力则相对较弱。例如，一些专注于为大型医疗机构提供中药产品的企业，可能在价格谈判中处于劣势。

中药行业产业链

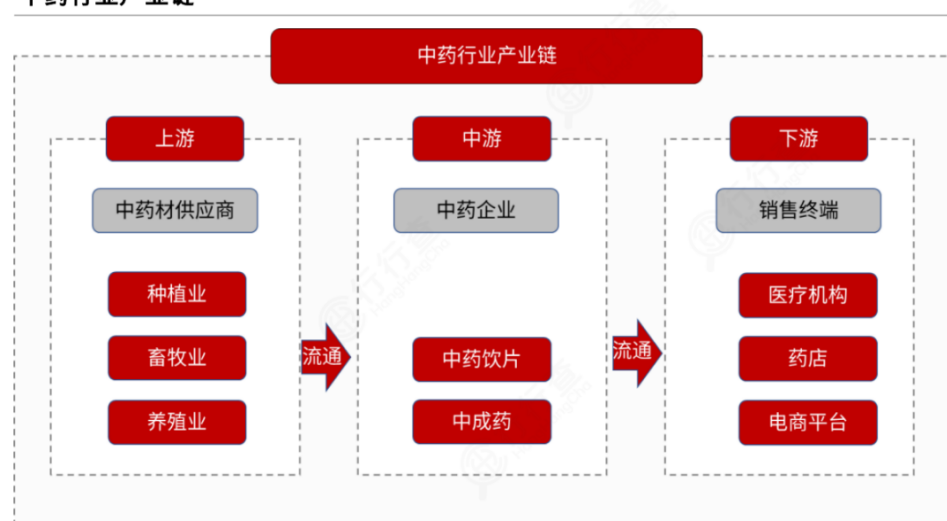


图 1.2.4 中药行业产业链

（资料来源：粤开证券研究院）

（4）替代品威胁

中医强调治未病，中药重保健养生效果。在替代品方面，中药行业的主要替代品为西药，同时也要注意珍稀药材替代品加速产业化对市场份额带来的影响。但是，在相对较长的一段时间里，上述潜在或直接的替代品并不会直接对中药行业带来较大的市场冲击。

4. 行业供求关系

目前中药行业整体处于供需基本平衡的状态，但部分细分领域存在供需不平衡的情况。在一些市场需求旺盛的领域，如中药抗肿瘤药物、中药心血管药物等，供给可能相对紧张；而在一些传统中药产品领域，如普通中成药等，市场竞争较为激烈，供给相对过剩。

抓住供需不平衡带来的投资机会，可以关注以下几个方面。一是具有研发优势和创新能力强的中药企业，它们能够开发出满足市场需求的新型中药产品，填补市场空白。二是具有品牌优势和市场份额领先的中药企业，在需求增长的背景下，这些企业能够更好地利用品牌影响力扩大市场份额，提高盈利能力。三是关注中药产业链上下游的整合机会，如投资中药材种植企业，以确保原材料供应的稳定性和质量可控性。

（三）微观分析

1. 股东及高管

云南白药的股东结构呈现出国有资本控股与战略投资者协同的特点，为企业的稳健发展奠定了基础。云南省国有股权运营管理有限公司作为控股股东，持股比例达 26.20%，体现了政府对企业的支持，有助于企业获得政策资源和稳定的发展环境。新华都实业集团股份有

限公司持股 24.42%，作为重要的战略投资者，与国有资本形成制衡，防止一股独大带来的决策风险，同时民营资本的参与也为企业带来了市场化的经营思维和灵活性。云南合和（集团）股份有限公司持股 8.19%，其稳定持股有助于企业股权结构的稳定。

从股东实力和资源来看，云南省国有股权运营管理有限公司依托政府背景，在资源整合和政策支持方面具有显著优势，能够为云南白药的业务拓展提供有力支持。新华都实业集团股份有限公司在商业领域具有丰富的经验和资源，有助于云南白药在市场竞争中保持活力；在治理导向方面，国有资本的控股地位决定了云南白药在战略决策上更注重长期稳定发展和社会责任，这与中药行业的特性相契合。同时，多元化的股东结构有助于完善公司治理机制，提高决策的科学性和透明度。

○ 十大股东									
实际控制人：--									
目	2025-03-31	2025-02-05	2024-12-31	2024-09-30	2024-08-06	2024-06-30	2024-03-31	2023-12-31	2023-09-30
名次	股东名称			股份类型	持股数(股)	占总股本持 股比例	增减(股)	变动比例	
1	云南省国有股权运营管理有限公司			流通A股	467,431,774	26.20%	不变	--	
2	新华都实业集团股份有限公司			流通A股	435,742,244	24.42%	不变	--	
3	云南合和(集团)股份有限公司			流通A股	146,185,851	8.19%	不变	--	
4	香港中央结算有限公司			流通A股	68,203,834	3.82%	2,991,105	4.59%	
5	中国证券金融股份有限公司			流通A股	37,373,108	2.09%	不变	--	
6	中央汇金资产管理有限责任公司			流通A股	16,617,440	0.93%	不变	--	
7	中国建设银行股份有限公司-易方达沪深300医药卫生交易 型开放式指数证券投资基金			流通A股	15,783,926	0.88%	-694,380	-4.21%	
8	中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞沪深300交易型开放 式指数证券投资基金			流通A股	14,356,584	0.80%	-963,200	-6.29%	
9	陈发树			流通A股, 限售流通A股	12,527,495	0.70%	不变	--	
10	瑞银资产管理(新加坡)有限公司-瑞银卢森堡投资SICAV			流通A股	11,878,208	0.67%	-1,221,420	-9.32%	
	合计			--	1,226,100,464	68.72%	--	--	

*点击股东名称可查看该股东的持股明细情况

图 1.3.1 云南白药十大股东
(资料来源：东方财富网)

云南白药的高管团队成员多具有医学、药学、管理学等专业背景，如董事长张文学为硕士学历，总裁董明为本科学历，首席科学家张宁为博士学历等，专业背景与公司的医药主营业务高度契合，为公司的产品研发、生产和经营管理提供了坚实的专业支撑。团队成员在医药行业平均拥有二十年以上的从业经验，历经多个市场周期的考验，积累了丰富的行业经验和市场洞察力，能够准确把握行业发展趋势和市场动态，为公司的战略决策和业务运营提供有力保障。

作为公司的董事长，张文学在团队中具有较高的威望和影响力，其丰富的管理经验和战略眼光为公司的发展指明了方向。在他的领导下，云南白药坚持传承与创新并重的发展理念，推动了公司的持续稳定发展。作为公司的总裁，董明不仅持股 132.8 万股，与公司利益紧密绑定，其高达 425.4 万元的薪酬也反映出其在公司的重要地位和突出贡献。董明在公司战略规划、市场拓展和团队管理等方面发挥着核心作用，带领团队积极应对市场变化，实现了公司的业绩增长和市场份额的扩大。

云南白药的高管团队分工明确，协作紧密。除了董事长和总裁外，还有多位高级副总裁分别负责不同的业务领域，如生产、销售、研发等，确保了公司各项业务的有序开展。例如，何涛、谌识、李胜利等高级副总裁在各自的领域内具有丰富的经验和专业能力，能够有效地执行公司的战略决策，提升公司的运营效率和市场竞争力。

从薪酬情况来看，云南白药为高管团队提供了具有竞争力的薪酬待遇，如张宁的薪酬高达 361.0 万元，这有助于激发高管的积极性和创造力，留住优秀人才。同时，公司的股权结构相对稳定，高管团队也保持了较高的稳定性，这为公司的长期发展提供了有力保障。

高管列表							
序号	姓名	性别	年龄	学历	持股数(股)	薪酬(元)	职务
1	张文学	男	62	硕士	--	--	董事长, 非独立董事
2	董明(Dong Ming)	男	49	本科	1.328万	425.4万	总裁, 首席执行官, 法定代表人, 副董事长, 非独立董事
3	何涛	男	50	硕士	--	76.73万	高级副总裁
4	湛识	男	45	硕士	--	76.73万	高级副总裁
5	李胜利	男	52	硕士	--	106.2万	高级副总裁
6	谢云山	男	50	博士	--	98.33万	非独立董事
7	李泓淼	男	47	博士	--	--	非独立董事
8	上官常川	男	59	硕士	--	66.51万	非独立董事
9	游光辉	男	54	本科	--	112.3万	非独立董事
10	郭昕	男	55	硕士	--	5.190万	非独立董事
11	钱映辉(Qian Yinghui)	男	42	硕士	--	112.1万	董事会秘书
12	何勇	男	55	本科	--	25.71万	独立董事
13	张永良	男	57	硕士	--	25.71万	独立董事
14	刘国恩(Guoen Liu)	男	68	博士	--	25.71万	独立董事
15	戴扬	男	56	本科	--	25.71万	独立董事
16	戴昔军	男	46	硕士	--	4.460万	代理监事会主席, 监事会副主席, 股东监事
17	何映霞	女	53	硕士	--	57.57万	职工监事
18	屈华曦	男	59	本科	--	106.3万	职工监事
19	马加	男	48	硕士	--	184.2万	首席财务官
20	张宁	男	55	博士	--	361.0万	首席科学家
21	李劲	男	60	硕士	5.600万	124.0万	首席质量与流程官
22	朱兆云	女	71	--	5.600万	181.0万	中药战略科学家

图 1.3.2 云南白药高管列表
(资料来源：东方财富网)

2. 产业链定位

云南白药在产业价值链中占据核心位置，其全产业链布局覆盖中药材种植、加工、研发、生产到营销各环节，形成对价值链的深度控制。作为云南省中药材产业的“链主”企业，公司通过“数智云药”平台整合上下游资源，推动产业标准化与数智化升级，确保原料品质稳定并降低价格波动风险。这种垂直整合模式使其在产业链中具备较强的影响力，能够主导行业资源分配与技术标准制定。

从上下游产业集中度看，云南白药上游对接中药材种植户与供应商，下游连接医疗机构、零售药店及消费者。尽管中药材种植端集中度较低，但公司通过订单种植与产地加工模式，与上游形成紧密利益联结，降低供应风险。下游方面，云南省医药有限公司覆盖全省 16 个州市，渠道辐射各大连锁药店，形成较高的市场覆盖率。然而，医药流通行业整体集中度较低，公司需通过持续优化供应链服务巩固地位

在议价能力上，云南白药表现强势。2024 年财报显示，其工业收入占比提升至 36.14%，毛利率达 65.93%，显示对上游原材料的成本控制力与对下游客户的溢价能力。公司应收账款同比增长 10.08%，主要因商业板块回款放缓，但存货周转天数缩短至 79.42 天，运营效率行业领先。应付账款同比增长 7.43%，表明对上游资金占用能力增强，而预收账款未直接披露，但健康品事业群通过线上私域营销或提前锁定部分客户资金。

公司产品具备高粘性与市场垄断性。云南白药气雾剂在肌肉-骨骼用药中成药市场占有率达 91.8%，创可贴占外用止血类市场 72.4%，牙膏品类持续领跑国内市场。这些产品具有消费频次高、用户忠诚度强的特点，形成品牌护城河。同时，公司通过“一刷一漱”口腔护理理念与防脱洗护新品拓展高粘性场景，进一步强化用户依赖。

盈利模式方面，云南白药实现多增长点的高额利润。2024 年净利润同比增长 16.02%，ROE 提升至 11.99%，工业板块毛利率 65.93%驱动整体盈利。公司通过药品、健康品、中药资源与医药流通四大事业群构建多元化收入结构，同时医疗器械与滋补保健品事业部营收分别增长 61%与 101%，突破增长天花板。自由现金流方面，2024 年经营现金流净额 42.97 亿元，同比增长 22.68%，FCFF/CAPEX 持续大于 1，支撑其扩张战略。

尽管 2025 年一季度营收微增 0.62%，但净利润同比增长 13.67%，显示盈利质量提升。

工业收入同比增长 7.63%，毛利率提升至 68.34%，验证产品竞争力。公司连续 33 年分红，2024 年分红率达 90.09%，股息率行业领先，吸引长期资本。

云南白药凭借全产业链布局、高粘性产品矩阵与多元化盈利模式，实现稳健的现金流与增长韧性。其产业链控制力、议价能力及自由现金流量优势，符合“好的盈利模式”标准，具备长期投资价值。

3. 竞争优势分析

品牌优势：云南白药是拥有 123 年历史的中华老字号民族品牌，公司以云南白药品牌为核心，逐步从药品品牌延伸至个人健康护理产品品牌、原生药材品牌及大健康产品品牌的多（子）品牌格局，形成了丰富的品牌族群，长期、持续扩大品牌触达人群，提升品牌价值。公司多次入选国际权威机构品牌价值榜单，如《全球最具价值与最强医药、医疗器械及医疗服务品牌价值排行榜》、《全球制药企业 50 强排行榜》、《中国最佳品牌排行榜》等。

全产业链优势：云南白药将立足“云药资源高质量发展的‘链主’企业”的战略定位，进一步发挥链主企业责任担当，依托云南省道地药材资源优势和区位优势，发挥云南白药在技术、品牌、渠道、资金、人才等产业上的积累，以及龙头型企业在产业发展上的示范、引领和带动作用，搭建中药材数字化管理与运营全产业链生态体系，将资源优势转化为产业竞争优势及长期可持续发展优势。公司在战略大品种中药材领域的长期、持续投入，实现了从种苗选育、药材种植到生产加工的全程、全产业链闭环，打造了稳固的公司战略药材的长期供应体系，能够有效确保中药材原料的品质稳定，也能够有效控制战略中药材原料的价格波动风险，为云南白药的长期、可持续发展奠定了坚实的基础。

持续创新能力：云南白药始终以持续的创新满足快速迭代升级的消费需求。公司致力于将传统中药融入现代生活，从单一止血产品发展为庞大的云南白药产业族群，涵盖大健康产业的多个领域，创造了“云南白药创可贴”“云南白药牙膏”等中药产品创新和生活化的经典案例。搭建 10 余个国家级、省级科研平台，与多所科研机构、高校共同搭建研发中心，聚焦于医药领域，加强人才引进、科学研究和合作交流，坚持基础与临床紧密合作，真正实现成果转化、交叉融合和创新发展。公司将“AI+医疗”定位为战略转型的核心方向，加速实现数智化转型，重点聚焦于中药现代化与健康产品的智能化升级。

人才团队优势：公司持续构建人才保障长效机制，深化市场化选人用人机制，内部团队选育与外部持续引入优秀人才并重，在各业务领域建立了具有较高职业素养和较强市场意识的经营团队。公司不断提升干部人才队伍的专业化、职业化、市场化水平，持续优化干部人才队伍专业、知识等结构，创造良好的人才成长环境，提升人才的忠诚度、贡献度和获得感。

渠道优势：公司营销网络覆盖全国各省、区、县、乡镇的医疗机构和零售药店。在优势的 OTC 渠道方面，全国锁定服务 5 千家头部连锁，覆盖超过 40 万家门店。同阿里、京东、抖音等主要电商开展广泛合作，拓展线上 OTC 销售渠道，通过定制化数字营销实现对现代消费者的高效触达。公司通过不断优化全链路渠道，一方面夯实传统线下渠道优势，另一方面对即时零售、社区团购、兴趣电商等新兴业态保持高度开发。云南白药的渠道优势极大提升了公司的市场竞争能力，同时为持续的新产品商业化开发奠定了基础。

4. 业务板块发展

云南白药作为中药行业的领军企业，其业务布局呈现出多元化的特征，各业务板块之间相互协同，共同推动公司的长期发展。其核心业务板块主要集中在传统的中药产品领域，这些产品凭借其卓越的品质和广泛的市场认可度，为公司带来了稳定且可观的现金流。例如，云南白药的气雾剂和牙膏等产品，不仅在市场上占据显著份额，更因其独特疗效而备受消费者青睐。随着全球健康意识的不断提升以及人口老龄化的加剧，对于中药产品的需求呈现出稳步增长的态势，这为公司的核心业务板块提供了坚实的增长基础。



与此同时，云南白药积极拓展新兴业务板块，尤其在创新药和药械开发领域取得了令人瞩目的进展。公司正致力于开发包括氟比洛芬凝胶贴膏和洛索洛芬钠凝胶贴膏在内的药械产品，这些产品凭借其创新性和实用性，有望在不久的将来成为公司新的业绩增长点。此外，云南白药在创新中药的研发方面同样不遗余力，全三七片和附杞固本膏等产品已进入临床试验的关键阶段，显示公司在创新药物开发方面的强大实力和坚定决心。

综合评估云南白药的业务板块，其核心业务稳固，新兴业务增长潜力巨大，长期战略规划清晰明确。公司在各个业务板块的均衡发展和协同效应，使其能够在复杂多变的市场环境中保持稳健前行，为投资者创造持续的价值增长。

5. 财务分析

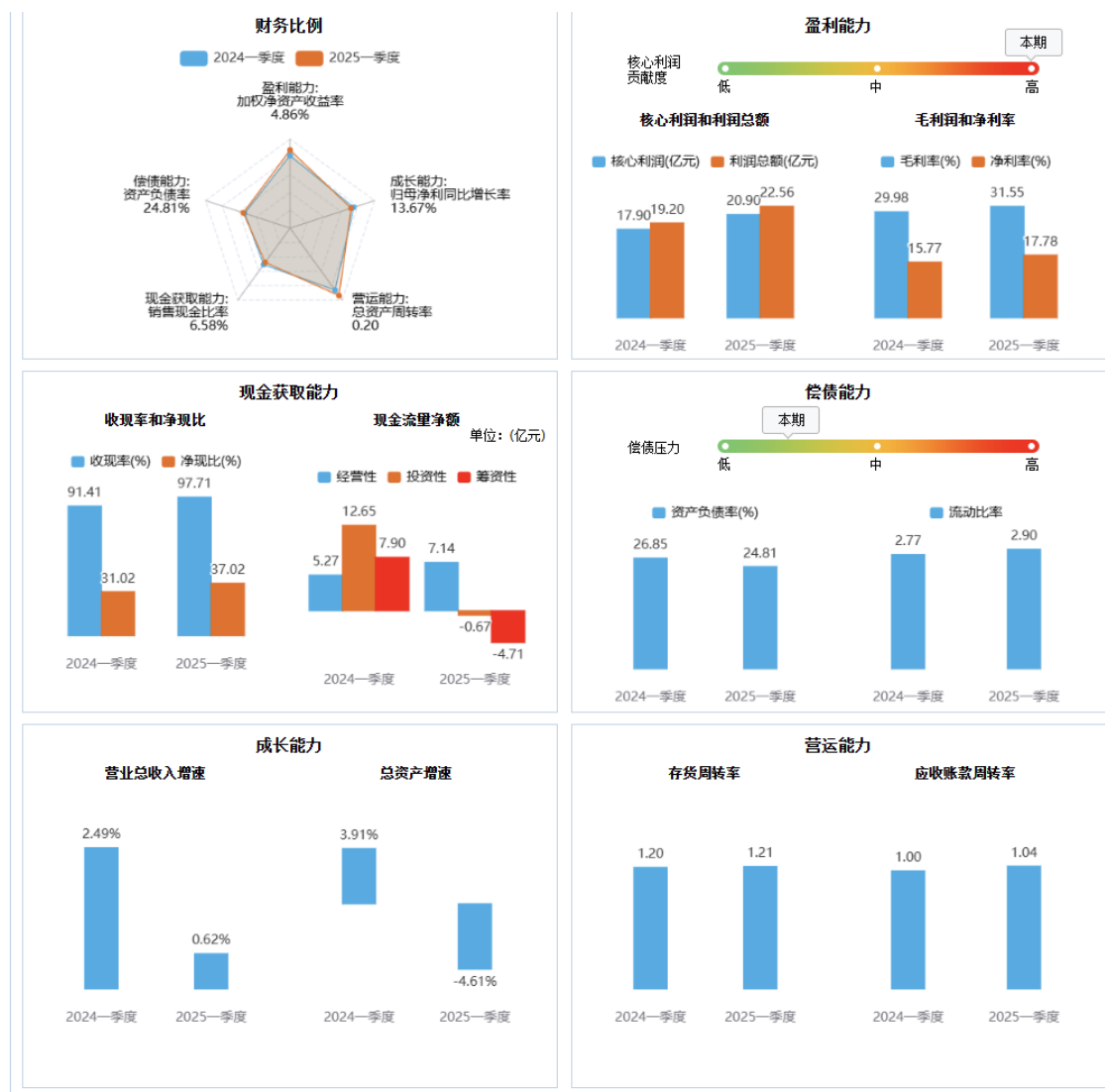
2024 年，云南白药实现营业收入 400.33 亿元，同比增长 2.36%；归母净利润 47.49 亿元，同比增长 16.02%，扣非归母净利润 45.23 亿元，同比增长 20.18%，盈利增长显著，且非经常性损益影响较小，主业盈利能力强劲。2025 年 Q1，营业收入 108.41 亿元，同比增长 0.62%，归母净利润 19.35 亿元，同比增长 13.67%，扣非归母净利润 18.87 亿元，同比增长 11.65%，营收增速虽放缓，但净利润增长良好，盈利质量高。

云南白药 2024 年和 2025 年第一季度的财务状况总体良好，盈利水平提升，成本控制有力，运营效率提高，资产质量尚可，现金流状况稳健，偿债能力强，研发投入持续增加。这些财务数据与公司的基本面情况相互印证，表明公司在市场拓展、产品创新、成本控制等方面取得了显著成效，具备较强的竞争力和良好的发展前景。不过，应收账款增长及筹资现金流大幅收缩等问题需持续关注，防范潜在风险。

表 1.3.1 云南白药主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40033.30	42734.46	45350.71	48136.89
收入增长率%	2.36	6.75	6.12	6.14
归母净利润（百万元）	4749.42	5220.59	5713.54	6201.49
利润增速%	16.02	9.92	9.44	8.54
毛利率%	27.90	27.81	28.20	28.59
摊薄 EPS(元)	2.66	2.93	3.20	3.48
PE	21.76	19.79	18.08	16.66
PB	2.66	2.63	2.59	2.55
PS	2.58	2.42	2.28	2.15

（资料来源：公司公告，中国银河证券研究院）



(资料来源: 东方财富网)

二、市场心理

短期内,云南白药的超大单流出量大于流入量,这可能引发市场参与者的担忧情绪。大多数投资者可能会认为这是一个负面信号,预示着主力资金的撤离,进而影响股价的短期走势。市场情绪可能会转向谨慎,导致更多的投资者选择观望或减持,从而形成净卖出压力,推动股价下跌。在这种情况下,即使公司的基本面没有发生变化,市场参与者的心理反应和群体性行为也可能导致股价的短期波动。

中期来看,市场参与者对云南白药的创新药研发进展和政策环境的变化较为敏感。如果公司在创新药研发方面取得突破性进展,或者政策环境对公司有利,市场情绪可能会逐渐转为积极。这种积极情绪会吸引更多的投资者关注和买入,形成净买入压力,推动股价上涨。反之,如果研发进展不如预期,或者政策环境出现不利变化,市场情绪可能会进一步恶化,导致更多的抛售行为,形成净卖出压力,推动股价继续下跌。因此,中期市场心理的关键在于跟踪公司的研发进展和政策动态,评估市场参与者对未来预期的变化。

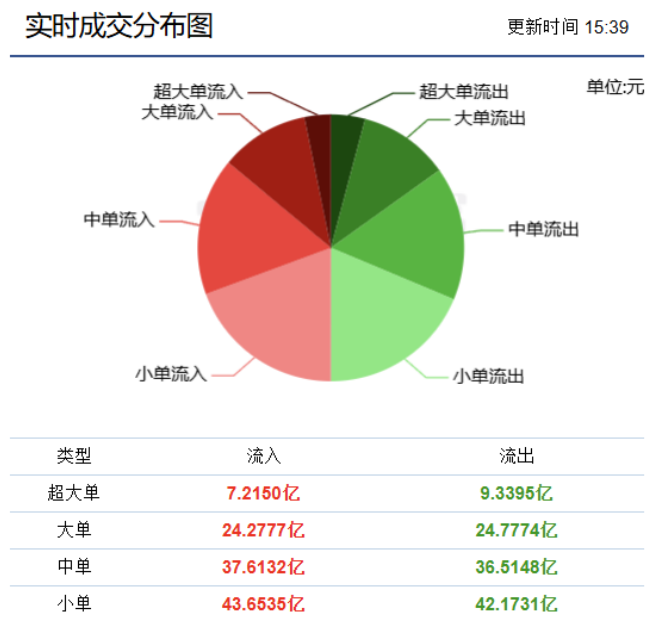
长期而言,市场参与者对云南白药的基本面趋势和行业前景的看法将主导其投资决策。如果公司能够持续保持稳定的业绩增长,推进创新药研发和多元化产品开发,并在中药现代化和国际化方面取得显著成就,市场参与者将对其长期发展充满信心。这种信心将促使投资

者持有股票，减少抛售行为，同时吸引新的资金流入，形成持续的净买入压力，推动股价长期上涨。此外，公司通过“1+1+N”模式构建的中药材数字化管理与运营全产业链生态体系，能够有效控制原材料品质和价格波动风险，进一步增强市场对其长期稳定发展的信心。相反，如果公司的基本面趋势出现不确定性，或者行业前景受到不利因素影响，市场参与者可能会失去信心，导致持股心态不稳定，增加抛售行为，形成净卖出压力，影响股价的长期走势。

表 2.1.1 云南白药成交量（手）排名

序号	代码	名称	相关链接	最新价	涨跌幅	涨跌额	成交量(手) ↓	成交额	振幅	最高	最低
21	600594	益佰制药	股吧 资金流 数据	3.95	0.25%	0.01	14.83万	5879.09万	3.81%	4.03	3.88
22	002287	奇正藏药	股吧 资金流 数据	23.33	-3.07%	-0.74	14.67万	3.62亿	9.72%	25.55	23.21
23	600351	亚宝药业	股吧 资金流 数据	6.18	-0.48%	-0.03	14.41万	8932.06万	1.61%	6.26	6.16
24	300147	ST香雪	股吧 资金流 数据	8.34	-0.95%	-0.08	14.34万	1.20亿	2.97%	8.48	8.23
25	600129	太极集团	股吧 资金流 数据	21.60	-1.64%	-0.36	13.15万	2.85亿	2.23%	22.00	21.51
26	000999	华润三九	股吧 资金流 数据	31.35	-0.95%	-0.30	12.73万	4.00亿	1.30%	31.64	31.23
27	300534	陇神戎发	股吧 资金流 数据	10.01	-0.20%	-0.02	12.54万	1.25亿	2.29%	10.08	9.85
28	002728	特一药业	股吧 资金流 数据	8.64	-0.80%	-0.07	12.36万	1.07亿	2.30%	8.77	8.57
29	002907	华森制药	股吧 资金流 数据	17.70	1.90%	0.33	11.50万	2.02亿	3.17%	17.71	17.16
30	002750	龙津退	股吧 资金流 数据	0.62	-7.46%	-0.05	11.30万	735.67万	7.46%	0.67	0.62
31	002603	以岭药业	股吧 资金流 数据	14.39	-0.90%	-0.13	11.05万	1.59亿	1.24%	14.52	14.34
32	603896	寿仙谷	股吧 资金流 数据	22.66	2.12%	0.47	10.54万	2.41亿	7.17%	23.50	21.91
33	000790	华神科技	股吧 资金流 数据	3.88	0.52%	0.02	10.24万	3974.58万	2.33%	3.92	3.83
34	600771	广誉远	股吧 资金流 数据	20.35	-0.54%	-0.11	9.40万	1.90亿	1.66%	20.44	20.10
35	002166	莱茵生物	股吧 资金流 数据	7.87	-0.76%	-0.06	8.88万	7012.27万	1.51%	7.95	7.83
36	603567	珍宝岛	股吧 资金流 数据	11.46	-2.80%	-0.33	8.86万	1.02亿	3.31%	11.83	11.44
37	600479	千金药业	股吧 资金流 数据	10.49	-0.85%	-0.09	8.82万	9291.61万	1.80%	10.65	10.46
38	000538	云南白药	股吧 资金流 数据	55.87	-1.12%	-0.63	8.45万	4.75亿	1.66%	56.77	55.83

（资料来源：东方财富网）



云南白药网友调查

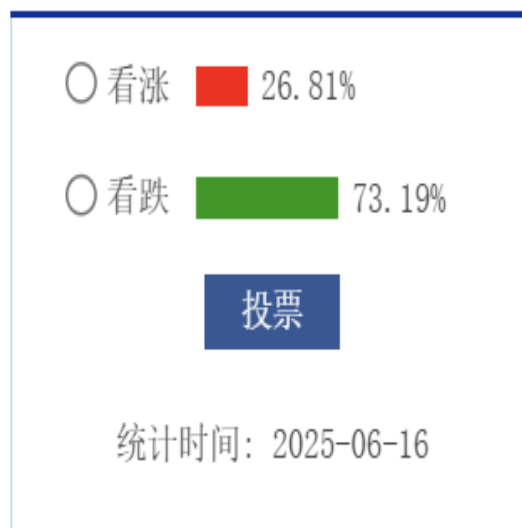


图 2.1.1 云南白药实时成交图图

2.1.2 云南白药网友买入意向图

(资料来源: 东方财富网)

(资料来源: 东方财富网)

此外, 东方财富网相关数据显示, 部分散户在短期内并不看好云南白药。这种市场情绪是正常现象, 短时间内会对股价走向产生轻微影响, 但不会影响大方向上的走势。



图 2.1.3 云南白药用户关注度
(资料来源：东方财富网)

三、价值趋势

(一) 估值分析

当前估值水平：截至 2025 年 6 月 16 日，云南白药的市盈率(TTM)为 20.01，市净率为 2.57，市销率(TTM)为 2.49，市现率(TTM)为 22.23。

历史估值百分位：3 年市盈率 PE 历史百分位为 14.05%，3 年市净率 PB 历史百分位为 36.31%，3 年市销率 PS 百分位为 32.37%，3 年市现率 PCF 百分位数为 27.69%。这表明云南白药的估值处于历史较低水平，具有一定的估值修复空间。

行业估值对比：市盈率(TTM)行业排名为 18，市净率行业排名为 39，市销率(TTM)行业排名为 18，市现率(TTM)行业排名为 27。云南白药的估值在行业中处于中等偏下水平，相对同行业公司也存在一定的估值优势。

云南白药的低估值状态为投资者提供了一个较为安全的投资切入点，未来有望获得估值提升带来的股价上涨机会。

估值比较													
排名	代码	简称	PEG	市盈率					市销率				
				24A	TTM	25E	26E	27E	24A	TTM	25E	26E	27E
19/70	000538	云南白药	1.00	20.99	20.01	19.18	17.51	16.06	2.49	2.49	2.37	2.26	2.16
		行业平均	-0.54	96.56	86.46	23.96	19.65	17.06	4.12	4.19	3.18	2.82	2.52
		行业中值	0.51	22.52	21.52	19.18	16.55	14.49	3.32	3.68	2.63	2.36	2.08
1	300026	红日药业	0.20	533.17	483.43	25.49	21.16	18.92	1.98	2.00	1.88	1.73	1.56
2	600976	健民集团	0.22	16.78	16.30	11.77	9.72	8.16	1.73	1.77	1.59	1.46	1.34
3	300181	佐力药业	0.33	23.86	22.16	18.34	14.30	11.67	4.70	4.44	3.72	3.03	2.56
4	603998	方盛制药	0.36	18.15	16.95	14.96	12.51	10.34	2.61	2.64	2.27	2.02	1.83
5	002166	莱茵生物	0.45	35.81	34.95	27.05	20.44	15.90	3.29	3.11	2.80	2.36	1.99

估值比较

排名	代码	简称	市净率		市现率①		市现率②		PEG	
			24A	MRQ	24A	TTM	24A	TTM	24A	TTM
19/70	000538	云南白药	2.57	2.45	23.20	22.23	-25.72	-15.87	20.59	--
行业平均			3.08	2.99	47.77	163.94	-1.50	329.80	16.08	--
行业中值			2.41	2.39	23.94	18.98	-16.89	-9.68	18.66	--
1	300026	红日药业	1.32	1.31	13.43	13.98	-41.72	-26.68	30.55	--
2	600976	健民集团	2.50	2.39	25.94	23.28	-53.68	23260.62	17.35	--
3	300181	佐力药业	4.37	3.88	40.78	59.80	-79.38	-41.98	17.95	--
4	603998	方盛制药	2.85	2.78	23.76	27.25	40.64	-60.15	15.95	--
5	002166	莱茵生物	1.87	1.88	36.54	17.86	-91.35	61.66	20.87	--

图 3.1.1 云南白药估值比较数据
(资料来源：东方财富网)

(二) 逻辑分析

短期内，云南白药的股价表现可能受到市场情绪和主力资金流向的影响。若市场情绪回暖或公司发布创新药研发的利好消息，股价有望出现反弹。因此，短期投资者应密切关注市场情绪波动及公司公告，把握合适的买入时机。

中期来看，云南白药在创新药研发和多元化产品开发方面的积极布局，有望推动业绩增长。公司目前全力推进上市品种的二次创新开发，多个项目已取得显著进展，如气血康口服液和宫血宁胶囊的临床研究已完成关键阶段。此外，公司加快药械开发进度，氟比洛芬凝胶贴膏和洛索洛芬钠凝胶贴膏的研究也取得了一定成果。若创新药研发持续突破或政策环境进一步优化，公司的估值有望逐步修复。因此，中期投资者可重点关注公司的研发进展和政策动态，适时建仓。

长期而言，云南白药凭借其中药现代化和创新药领域的持续投入，展现出较强的成长潜力。公司正积极推进创新中药开发，全三七片和附杞固本膏等新药的研发工作稳步推进。同时，云南白药致力于打造透皮制剂明星产品，通过技术创新提升产品竞争力，创新药管线已取得阶段性成果。此外，公司着力构建中药材数字化管理与运营全产业链生态体系，有效控制原材料品质和价格波动风险，为长期发展奠定坚实基础。因此，长期投资者可基于公司的核心竞争力和行业发展趋势，分批建仓，以分享云南白药长期发展的红利。

项目周期	项目名称	进展概述
短期	气血康项目	气血康口服液改善心脏和血管健康临床研究累计完成 109 例患者数据收集，完成统计分析并提交总结报告。
		气血康口服液治疗气虚血瘀型高血压研究已完成省科技厅项目申报与院内项目立项。
	宫血宁二次开发项目	完成宫血宁胶囊减少人工流产后出血的有效性与安全性的多中心 RCT 临床研究。
		宫血宁胶囊在药物流产后减少阴道出血的有效性与安全性的多中心 RCT 临床研究顺利入组 269 例。
		完成药代动力学、药理学、毒理学研究及安全性评价。
	云南白药胶囊	云南白药在糖尿病不同期别应用的临床疗效观察及其机制研究、云南白药对改善骨折疼痛有效性的随机对照临床研究项目、云南白药治疗骨折愈合的临床药理学探索研究、云南白药联合基础治疗对牙周炎患者的临床疗效评价等多项研究稳步推进。
	其他项目	颗粒剂无糖型研究，千草脑脉通合剂二次开发研究，舒列安胶囊上市后再评价临床预试验等稳步推进。

项目周期	项目名称	进展概述
中期	全三七片项目	完成II期临床试验入组 362 例，累计入组 578 例，同步完成药学相关研究，形成商业化生产工艺和质控体系。
	附杞固本膏项目	完成III期临床试验前期准备工作，包括研究方案、研究者手册等，目前已提交与 CDE 的沟通交流材料。
	贴膏剂项目	共有 4 个在研品种，累计获得专利 4 项。其中氟比洛芬凝胶贴膏获得临床实验批件并完成临床预试验，洛索洛芬钠凝胶贴膏完成中试研究，云南白药凝胶贴膏完成粘附性能优异的处方工艺摸索，云南白药新型橡胶贴膏完成中试初步研究。
	新型创面止血材料与动脉止血凝胶	完成 1 款急救止血绷产品带完成注册申报，获得二类医疗器械注册证。

项目周期	项目名称	进展概述
长期	INR101 项目	用于 PET/CT 显像诊断可疑前列腺癌患者的 INR101 诊断核药项目 2024 年 5 月获得临床批件，11 月完成 I/IIa 期临床总结报告，结果显示产品具备优异的稳定性和安全性，11 月底递交 EOP2 沟通交流申请。
	INR102 项目	用于治疗转移性去势抵抗前列腺癌患者的 INR102 治疗核药项目完成符合 IND 申请要求的非临床研究及报告，于 11 月递交 pre-IND 沟通交流申请，并同步完成 IND 申报材料初稿，IIT 临床研究完成 10 例受试者入组及第一周期给药。
	KA-1641 项目	公司引进抗体药物 KA-1641 的相关专利，目前处于临床前研究开发阶段，正在进行药学开发，药理药效研究，临床前药代研究、相关种属毒理研究等。

图 3.2.1 云南白药重点研发项目进展

（资料来源：云南白药 2024 年年报）

（三）技术分析

云南白药股价趋势短期处于震荡上行状态，中期处于震荡上行状态；量能处于温和放量状态。整体风险一般，需要注意短期支撑位 55.83 元，短期压力位 57.84 元。



图 3.3.1 云南白药趋势研判

(资料来源：东方财富网)

五、投资建议总结

云南白药凭借强大的品牌优势、全产业链布局、持续的创新能力和稳健的财务状况，展现出良好的投资价值。公司所处的中药行业受到政策支持，市场需求稳定增长，行业竞争格局逐渐优化，为公司的长期发展提供了有利条件，是一个值得投资的好生意。云南白药的高管团队经验丰富，核心竞争力突出，盈利模式可持续，财务状况稳健，是一个值得信赖的好公司。当前，云南白药的估值处于历史较低水平，具有一定的估值修复空间，市场情绪和主力资金流向可能在短期内影响股价，但公司的长期发展趋势较为明确，是一个具有潜力的投资标的。投资者可以选择在市场情绪好转、公司发布创新药研发利好消息或估值进一步下降至更具吸引力水平时买入，以获取短期反弹或长期增值的投资收益。

Yunnan Baiyao Investment Analysis Report Based on the FPP Framework

Yan Xiheng

(Shandong University of Finance and Economics, Jinan City, Shandong Province, 250000)

Abstract: Based on the FPP (Fundamental-Psychology-Price) framework, this paper systematically evaluates the investment merits of Yunnan Baiyao. Macroeconomic conditions point to a mild recovery and sustained liquidity, expanding the market for traditional Chinese medicine (TCM). Policy documents such as the 14th Five-Year Plan for TCM guarantee long-term state support, while accelerating population aging further boosts demand. Industrially, TCM is transitioning from growth to maturity; the sector exhibits “low concentration yet high stability,” with state-owned capital spearheading consolidation and leading firms leveraging brand, channel and resource moats to strengthen pricing power. At the company level, Yunnan Baiyao’s 123-year brand, closed-loop supply chain and continuous innovation drive four synergistic business segments; 2024 net profit rose 16 %, cash flow is robust and the dividend yield tops the industry. Valuation stands at the 14th percentile of its three-year range, offering a margin of safety. Near-term catalysts stem from innovative-drug pipelines, while a digital TCM ecosystem and internationalization underpin long-term earnings resilience. We recommend accumulating on weakness and holding for the long run.

Keywords: Yunnan Baiyao; traditional Chinese medicine industry; FPP investment framework; valuation repair; aging-dividend