

1902年，曲焕章发明百宝丹（云南白药），至今整200年。



2019年，公司向控股股东发行股份，部分股份用来置换，部分股份用来收购控股股东其它资产，交易完成后，控股股东注销，新华都和云南省国资委各持股25.14%，江苏鱼跃持股5.59%，公司没有持股30%以上的单一大股东，没有实际控制人。

注意，新华都和云南省国资委是并列第一大股东。

公司董事会11人，7名非独立董事，董事长王明辉、新设联席董事长陈发树、党委书记兼副董事长汪戎（2021年离任，我们还会再提到）、董事纳鹏杰（同汪戎一起离任，汪戎是原云南财经大学校长、党委书记，纳鹏杰是云南财经大学教授）、董事陈焱辉（陈发树之子，新华都董事、总经理）、董事李双友（公司股东云南合和副总经理）、执行董事杨昌红。

董事长王明辉、执行董事杨昌红是公司老人，王明辉在混改前就是董事长，杨昌红在混改前就是执行董事。

至此，在股权层面、管理层面上，公司混改完成，但是实际影响才刚刚开始。

二、公司

公司的根本，自然是云南白药。



云南白药系列药品和普药相关业务归入公司药品事业部，药材业务归入中药资源事业部。

口腔护理是指云南白药牙膏和相关产品。

2005年，公司推出云南白药牙膏，主要功效是减轻牙龈出血、肿痛、修复口腔黏膜损伤。

是一次非常成功的核心业务延伸，将云南白药止血、抗炎、愈伤的核心功效和日用品牙膏相结合。

2020年云南白药牙膏收入51亿，超过核心产品云南白药系列药品的收入（2020年，云南白药系列药品和普药收入合计50亿左右），成为公司的主力产品。

2022年上半年，云南白药牙膏市场份额25%，行业第一。

从这个角度来看，云南白药已经是一家消费品公司。



再比如，女性关怀推出的益小小、白晓晓、日子、菲漾等品牌卫生巾。

如果牵强的说，洗发水、面膜、护肤品还和云南白药愈伤的功效有一点点关系，那么卫生巾就离了大谱，没有人会觉得卫生巾和云南白药止血的功效有任何关系吧，完全无法借力品牌优势。

从竞争上，我个人认为云南白药卫生巾和国际大牌护舒宝、苏菲、七度空间等完全没有竞争力可言，无论是品牌力还是产品力，这一点也适用洗发水、面膜、护肤品产品，国际大牌的竞争优势非常明显，光是每年的营销费用就已经超出云南白药的能力范围了。

公司想要复制云南白药牙膏的成功模式，需要靠点谱才行，现有的产品（采之汲第一款面膜2011年上市、养元青第一款产品2009年上市）似乎没有太大的潜力。



2020年，公司收购安徽金健桥医疗科技公司构建医疗器械产业平台，总投资7760万元，持有安徽金健桥70%的股份。

2020年上半年，安徽金健桥净资产负73万，营业利润负130万，因此公司副董事长汪戎和董事纳鹏杰投了反对票，反对的理由是：

“目标公司财务状况不佳，所提供材料对目标公司产品市场竞争力说明不充分；对投资目标公司实现绝对控股的战略意图、战略协同效应、战略实现路径等较不清晰。请云南白药充分进行投资项目的收益预测，研判和论证风险。请充分考虑云南白药的法律顾问北京德恒（昆明）律师事务所提示的相关风险，确保股东权益。”

这是本文提到的第一次两位董事投反对票，下文还会提到。

除了上面提到的药品事业部、健康品事业部、中药资源事业部，公司还有第四个业务板块：

云南省医药公司，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，2018年公司在全国医药流通百强企业中排名第15位。

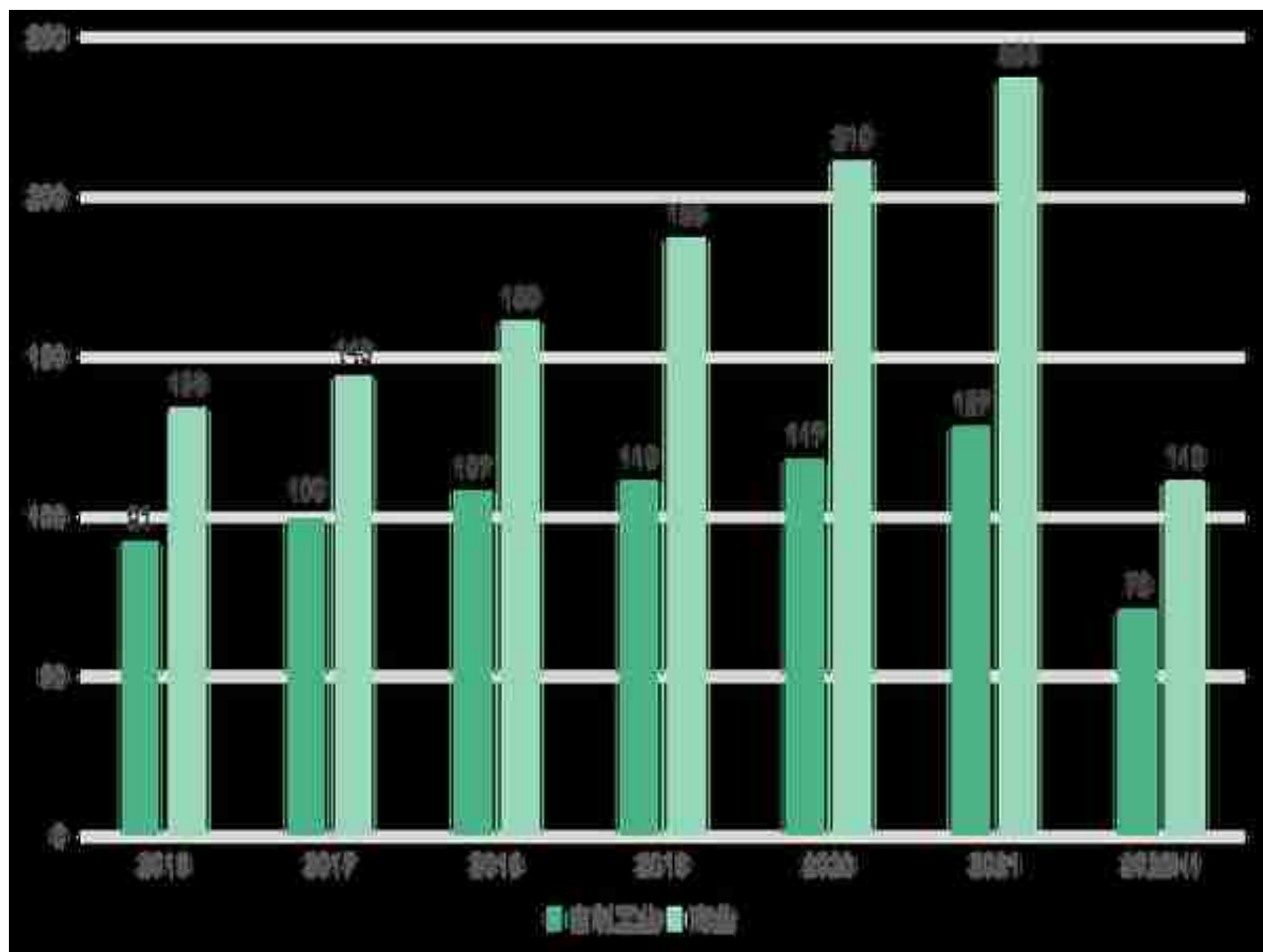
医药公司是公司营业收入的主力，但是毛利率很低，我们在业绩部分会提到。

这4个业务板块的负责人年薪1052万左右，仅次于董事长王明辉（年薪1053万左右）。

小结一下，公司业务大体分两块，一块是自制工业产品，云南白药系列药品、普药系列产品及健康产品，另一块是药品批发零售。

公司自2021年布局新业务板块，发力业绩增长第二曲线，主要是医美、口腔护理、新零售健康服务，目前没有太大进展，先略过。

此外，公司在2019年混改时合并了控股公司两家主要的子公司，一家是天颐茶品，有普洱茶品牌“醉春秋”（一个茶叶品牌叫醉春秋，我是不太理解）等产品，2019年收入9000万左右，规模不大，不展开了。



再看一下历年营业收入增速，商业收入保持较高的增长速度，自制工业收入增速在2019年大幅下挫之后持续修复。



港股小米股价走势图

公司在控股股东混改之后就开始调整利用自有闲置资金进行证券投资的额度，不用说大家也猜到是谁在中间发挥作用。

2018年改过一次，2019年改过一次，2021年改过一次，投资股票和股票基金、股权基金的额度从“资金额度上限不得高于10亿元”到“不得高于最近一个会计年度审计后净资产的8%（含）”。

我给大家算一下，2021年公司净资产382亿，8%是30.6亿。

公司第二笔、第三笔大额损失是投资万隆控股，总计亏掉11亿。

截至2022年上半年，公司控股子公司万隆控股营业亏损5.8亿，商誉减值5.6亿。

万隆控股是谁？

这是一家港股上市公司，主营业务是砂糖、食用油、个人护理产品的贸易业务和放贷业务，有一点CBD（大麻二酚，从大麻植物中提取的纯天然成分）工业大麻萃取物贸易。

2020/2021财年，港股财年是截止2021年3月，万隆控股营收12.2亿，贸易业务收入11.3亿，放贷业务收入0.9亿，CBD贸易收入280万。

既然是贸易公司，毛利率肯定是很低的，同期万隆控股利润1300万，公司非常看重的CBD业务亏损860万。

万隆控股大额亏损的原因是什么？

问题出在万隆控股的放贷业务，它的业务模式是熟人介绍，你没看错，它的客户全部是公司管理层和销售团队的人脉。

这种业务模式埋下了亏损的隐患，公司有大笔资金追不回来，这些资金的借款人全部是公司总裁周泓的推介。

2022年8月，周泓被免去职务（此处省略200个字）。

现在还不太清楚万隆控股营业亏损5.8亿的原因（截至2021年3月，万隆控股

财报显示，放贷额度总计8000万，全亏掉也达不到5.8亿)，因为万隆控股发不出财报，已经于6月21日停牌。

公司当初投资万隆控股出资8亿左右，去掉万隆控股净资产，形成商誉6.4亿，万隆暴雷，公司计提商誉减值5.6亿，各位可以去了解一下“财务洗澡”概念，这里就不展开了。



汪戎

在给海南公司授权额度时，两位董事又一次投了反对票，反对理由是授权额度过大（38亿），削弱了股东的知情权，削弱了公司管控风险的能力。

：“云药公司划转至海南公司不利于发挥云南在全国已有的工业大麻种植加工优势，不利于构建工业大麻产业链。”

所以说，公司是真的看重万隆控股一个香港公司的CBD业务吗？

恐怕未必。

两位董事在其它事项上也投过几次反对票，结果说明两人在董事会实际上已经没有话语权了。

于是2021年8月16日，二人离职，是2021年度唯二没有行权的高管，有心人看一看2021年报股权激励情况（第69页），算一算在行权价格和股价差价30元的情况下，各位高管分了多少钱。

为了解释巨额亏损，费了太多篇幅，其它重要内容，比如研发和投资上海医药，只好简单说一说。

作为一个医药企业，研发新药当然是重中之重。

2021年，公司研发费用3.3亿，是营业收入的0.9%，一个巨低的比例。

相对的是，2021年公司分红49.2亿，是当年净利润的1.75倍，占公司全部可分配利润的80%，几乎掏空了家底。

自2016年公司混改开始，公司分红比例大幅上调，从2016年28.5%至2021年175%。



2018年12月，国家第一次集采，药价平均降幅在50%以上，部分降幅在90%以上。

截至当前，共有7次集采，前5次药价平均降幅52-59%，第6次胰岛素专项集采药价平均降幅48%。

今年第7次集采，中选药品平均降价48%。

9月8日，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药联盟采购公告》，是首次全国范围中成药集采，涉及复方斑蝥、复方血栓通、冠心宁、华蟾素等42款口服药或者注射剂。

涉及内科用药、骨伤科用药、眼科用药、肿瘤用药、心血管系统用药以及妇科用药六个治疗领域。

公司产品不在本次采集名录中。

《公告》规定，医疗机构采购未中选药品不得超过同组实际采购量的10%，这将促使相关企业积极竞标。

此前，广东等6省和湖北等19省曾组织2次地方联盟中成药集采，药品平均降幅30-40%，

集采常态化之后，中成药降价是大势所趋。

关于控制医保费用支出的话题，国家医保局表示2021年全国医保基金收入2.9万亿、支出2.4万亿，总体上收支平衡。

但是关注新闻的朋友应该知道，这几年不断有地方医院暂停手术的新闻出现，原因就是地方医保基金没钱，总体上收支平衡并不是所有地方都收支平衡。

集采是降低药价、控制医保费用支出的一个手段。

双票制是又一个降低药价、控制医保费用支出的重要手段，只不过集采是侧重最终消费端、双票制是侧重流通环节。

两票制是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，2016年在公立医疗机构药品采购中率先施行。

为特别偏远、交通不便的乡（镇）、村医疗卫生机构配送药品，允许药品流通企业在“两票制”基础上再开一次药品购销发票，以保障基层药品的有效供应，意思就是允许加一次价，算是补贴。

双票制的核心是药品流通企业买药必须从生产企业买，卖药必须直接卖给医疗机构，不存在中间倒手“过票”的行为，不允许中间流动环节层层加价，药价自然就降低了。

显然，双票制直接利好药品流通企业，尤其是覆盖一个地区的大型流通企业，比如公司的省医药公司，负责云南一省的药品批发零售业务，这也是近几年公司商业收入维持双位数高速增长的直接原因。

其实，关于中医药有一个根本的问题，就是中医药到底有没有用，中医到底是不是伪科学。

这种争论从来就没有停止过，不过这跟我们老百姓没关系，让专家们去争。

自从屠呦呦提取青蒿素获得诺奖、中医药有效抗击新冠疫情之后，中医药的观感大幅改善，国家层面也大力鼓励中医药行业的发展。

	本报告期	本报告期比上年同期增减	年初至报告期末	年初至报告期末比上年同期增减
营业收入(元)	8,898,951,097.63	-4.10%	26,915,689,706.78	-5.10%
归属于上市公司股东的净利润(元)	804,401,691.50	23.97%	2,304,896,295.31	-5.94%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润(元)	1,050,199,589.97	0.41%	2,704,749,851.80	-7.73%
经营活动产生的现金流量净额(元)	—	—	1,942,279,462.87	-70.27%
基本每股收益(元/股)	0.45	-11.60%	1.53	-20.31%
稀释每股收益(元/股)	0.45	-11.99%	1.52	-20.42%
加权平均净资产收益率	2.15%	0.42%	6.03%	-0.43%
	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年度末增减	
总资产(元)	51,684,483,475.86	52,292,765,646.22		
归属于上市公司股东的所有者权益(元)	37,827,218,694.27	38,226,136,908.89		

根据2022年三季报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为88.99/8/10.5亿元，同比-4.1%/23.97%/0.41%，经营性净现金流19.42亿元，同比增长-70%，EPS0.45元。

可以看到，相对于去年同期，绝大部分指标都在恶化。

基于上面的基本面和财务数据，我个人是比较谨慎的，但是云南白药的功底和品牌优势非常明显，未来不排除开启类似于之前做牙膏那样的新的增长曲线，但目前压力较大。

经过多方面数据对比，以及公司的基本面分析，云南白药在我的交易系统里，理想价位是44元。

最有可能的风险：健康品推广不达预期，药品医保压力超预期，外延收购不达预期。

另外我做了下面这张表，A股核心资产研究汇总的表格，里面精选了上百家优质的龙头公司，并附数万字的分析方法。