

从意气风发到“炒股失败”，一直没有找到“第三业务曲线”的云南白药正在经历中年危机。

太阳底下没有新鲜事，资本市场更是如此。如果说逐利是资本的本性，那么捧上神坛或视如弃子，往往就在一念之间。

云南白药（000538.SZ）最近有点烦。

进入2022年，受政策影响和疫情催化，中药爆发了一波“小高潮”。以广誉远（600771.SH）、以岭药业（002603.SZ）、健民集团（600976.SH）、同仁堂（600085.SH）等为代表的中药股走势犀利，频创新高。而传统的白药龙头云南白药股价却反响平淡，表现萎靡。

自2021年2月云南白药创出163.28元的历史新高后，便开启了下行模式。

在经历近期中药行情的暂时性反弹后，再次掉头向下，创出新低。股价回到了2020年3月的底部位置，与强势的中药板块走势形成了鲜明对比。

很快，市场便找出了答案。“炒股”失利、净利暴降的年报公布后，市场一片哗然，一时间股东激愤、机构抛弃，投资者选择用脚投票。这让本就疲软的股价更加雪上加霜。

股价虽然短期受情绪影响，实则隐含着市场对公司未来发展的一致预期。

抛开问题看本质，市场对白药投出了不信任票。表面上白药的困局是由投资失误造成的，背后更为深刻的，是行业进入成熟期后的必然结果。

投资不“背锅”

2021年财报数据显示，云南白药营收363.74亿，同比增长11.09%；净利润28.04亿，同比大跌了49.17%。一朝回到5年前，增速更是创出近26年来首次负增长，跌幅也创出历史之最。

导致净利润暴跌的“祸首”，是云南白药的炒股亏损和股权支付费用（2021年员工持股计划8.66亿）。

财报显示，2021年云南白药公允价值变动损益高达-19.29亿，其中云南白药共持股9只，大多为去年不断杀跌的“白马股”。

其中6只出现浮亏，亏损最大的是小米集团（01810.HK），投资金额也是最高，达14.04亿，相较于期初账面价值31.48亿，亏损了44.61%；恒瑞医药（600276.SH）、腾讯控股（00700.HK）紧随其后，分别亏了2.11亿和1.05亿。



数据来源：云南白药财报

但急剧扩张的金融资产规模，在2020年以外的年份里，并没有获得太多理想效果，即便在“巅峰”2018年。

这一年，云南白药的公允价值变动损益仅为0.42亿，主要以基金投资为主。真正的证券投资是从2019年开始的，主要投资的是股票和债券。

在随后2年中，该指标分别为2.27亿、22.4亿，尤其是2020年，可谓丰收大年。这一年云南白药搭上了互联网、科技消费的“牛市顺风车”。

盈利较大的股票依旧是小米集团，浮盈15.17亿，盈利高达92.95%。其次伊利股份（600887.SH）、红塔证券（601236.SH）、九州通（600998.SH），分别盈利2.45亿、2.43亿和1.26亿，年收益27.62%、41.9%、32.64%。

但面对巨大浮盈，云南白药并没有及时收手。在行情回落的2021年，重仓的几只大白马不断杀跌，小米几乎跌回成本线，腾讯亏损加大，伊利、恒瑞坐了过山车，由盈转亏。最终，云南白药还是选择清仓了后三者。

除了炒股所持有的证券账面价值波动影响净利润外，投资收益也是净利润增长的重要增量，主营是近些年处理股权、证券、理财及房产等的收益。

从报表上来看，近年来白药的投资收益规模也在不断扩大。2018年之前还保持在不到3个亿的水平，2019年便大幅增长至14.7亿，与2018年交易性金融资产“爆炸”式增长有关。

随后虽有些回落，但2021年仍然有10.44亿，占到利润总额的30%。



数据来源：云南白药财报

省医药营收占比虽然很大，但毛利率水平太低。医药流通行业本身毛利就不高，地方国有集团由于自带普惠属性，对产品定价更敏感。

参与上海医药（601607.SH）定增，主要是看中了他全国化及海外的流通渠道，所以这部分业务不做指望。

中药材板块受三七价格影响较大。从2017年开始，这部分业务就处于停滞增长状态了。从13.67亿到9.51亿，还出现了规模下降情况。

具体原因，一者与整体中药材行业增长放缓有关。

据中研普华产业研究院数据显示，2020年行业规模约1437亿，同比增长仅5.58%；而2019年这一数据为9.23%。同时三七价格的逐年下降，也是不能回避的重要原因。

作为云南白药家底的药品板块，发展的已经较为成熟，除了核心的云南白药/胶囊，气雾剂、贴膏、创可贴等都是骨伤科明星单品。

笔者随访了位于北京朝阳区的两家医药连锁上市公司门店，在询问了店员云南白药销售情况后，一家反馈称云南白药气雾剂卖的好，但其它销售平平；另一家则表示，“除了云南白药胶囊和气血康口服液，其他都一般”。

线下门店的情形，一定程度上说明了白药品类较为平淡的动销。

这部分业务自2015年至2021年的6年间，营收规模仅增长了9.18亿，增幅为18.01%。可以说早过了高速成长期，后续发展只能靠提价。

有鉴于此，2022年开年以来，云南白药调价动作频频。散剂出厂价上调了13%；普药产品有11个品种提价，幅度在10% - 20%之间。

未来能指望的，只剩下健康产品板块，也被云南白药寄予了厚望。

众所周知，牙膏是云南白药打造得最成功的业外产品，也是健康产品板块的核心。市占率超过黑人，名列第一。但是，牙膏毕竟只是洗护产品的一个细分品类，品类增长放缓，是当前面临的主要问题。

据智研咨询研究，2020年牙膏市场规模为308亿，自2014年来行业增速一直在7%左右，波澜不兴。

但竞争依然激烈。传统阵营里，既有黑人、冷酸灵、佳洁士、高露洁等老面孔；同为“药膏”的还有片仔癀、同仁堂等。

市场份额已经超过23%，云南白药再想通过占比份额提升拉动牙膏业绩的这条路越来越难走。

牙膏作为生活刚需，频繁或者大幅提价都不现实，只有向其他品类扩展，继续寻求“第三增长曲线”才是出路。

而说到牙膏的“内卷”竞争，不得不提的是，云南白药作为高端牙膏的代表，“潮化”支撑涨价的重要因素。

除了宣传含有活性成分，薄荷柠檬等传统口味香型之外，时尚、国潮成为换新趋势。典型的如京剧国粹套装，奶茶也成为口味新风向。

如治愉之茶CC牙膏奶茶味，包含核桃西柚奶盖、草莓薄荷冰冰茶、奇遇鲜果茶、3分甜啾啾奶茶4种口味。

4支385g套装京东自营价格101元，对比4支金口健环保套装牙膏价格仅57元，价格自然十分“美丽”。

不仅仅是一支牙膏，白药选择的“第三增长曲线”，其实是大健康赛道，围绕洗护、卫生用品和医美做文章。像养元青、电动牙刷、卫生巾等增长较快，但规模仍然偏小。

如养元青洗发水，2021年营收刚刚过亿，能否形成大单品，还有待观察。医美项目尚处于早期布局阶段。

值得一提的是，2021年云南白药研发费用大幅增加，为3.31亿，同比增长82.99%。主要投向特医食品（满足进食受限、消化吸收障碍等特定疾病人的配方食品），和采之汲护肤品。多元化意图非常明显。

“第三增长曲线”难产

云南白药当前的困局，可以说是未来大多数企业都将面临的共同命运。白药不可谓不优秀，但当主营进入成熟期时，只有不断寻求新的利润增长点，才能支撑企业未来发展。

在传统的白药和牙膏领域，云南白药建立了绝对优势，行业增长放缓后，也一直在寻找方向。

寄希望于炒股投资、增资医美云臻、超百亿定增上海医药项目，都是白药多元化尝试。近期还启动了不超11.19亿的回购方案，都是在向投资者表明对未来发展的自信。

但是，多元化仍然存在失败风险。

很明显一点，就是云南白药的销售费用。自2016年销售费用突破30亿以来，一直维持在37亿以上规模，最高在2019年达到了41.56亿。

不要说扣非净利润，就是现金流量净额，也是在2021年才算是覆盖住这一大笔费用项。