

3.5 亿元基石投资中国抗体，混改后新起点和国际化开端

——云南白药 (000538.SZ) 对外投资点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：80.78 元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebscn.com

经煜甚 (执业证书编号：S0930517050002)
021-52523870
jingyus@ebscn.com

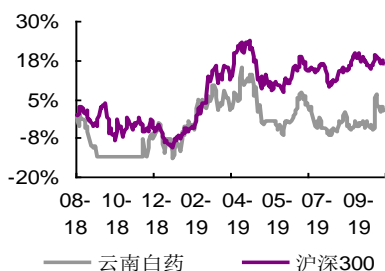
联系人

吴佳青
021-52523697
wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：12.77
总市值(亿元)：1031.88
一年最低/最高(元)：66.74/96.35
近3月换手率：22.49%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|------|-------|
| 相对 | 3.35 | 2.88 | -4.74 |
| 绝对 | 4.80 | 3.87 | 18.05 |

资料来源：Wind

相关研报

员工持股+激励基金组合方案,长期机制理顺——云南白药 (000538.SZ) 事件点评
..... 2019-10-13
实际主营稳健增长,牙膏市占率跃升至第一——云南白药 (000538.SZ) 2019年中报点评
..... 2019-08-29
新董事会尘埃落定,混改完成将全面起航——云南白药 (000538.SZ) 点评
..... 2019-08-25

事件：

公司于2019年10月25日召开董事会,审议通过使用自有资金5,000万美元(约3.5亿元)以基石投资者的身份参与认购创新药公司中国抗体制药有限公司(“中国抗体”)在香港联合交易所的首次公开发行股份。这是云南白药首次作为基石投资人投资创新药企业。

点评：

中国抗体是专注于自身免疫系统疾病治疗的 biotech 新秀。中国抗体成立于2001年,是一家主要致力于研究、开发、生产及商业化针对自身免疫疾病治疗的抗体等生物制剂的香港生物医药企业。研发基地位于香港,生产设施位于中国大陆,于2019年7月向港交所递交上市资料。公司拥有多项潜在的同类首创(First-in-class)和同类靶点首创(First-in-Target)的在研产品,拥有6项临床阶段研究,2个产品进入临床阶段,4个产品处于IND申请阶段,拳头产品SM03是目前全球首款及唯一一款用于治疗类风湿关节炎的临床阶段抗CD22单克隆抗体药物,已处于临床III期阶段。

公司投资中国抗体,有望完成骨科领域产品线延伸,并借力进入创新药市场。云南白药核心产品白药系列(如气雾剂、白药膏、白药创可贴等)专注于止血镇痛、消肿化瘀,针对疼痛管理,产品销售渠道偏向消费端。中国抗体未来有望首个上市的旗舰产品SM03针对慢性免疫系统疾病如类风湿关节炎,也属于骨关节领域,需长期用药,消费属性较强,双方在销售渠道方面具有很强的协同效应。公司有望全方位360度参与到生物药从靶点识别、分子筛选、临床研究、生产到商业化的完整产业流程,将能够自主建立创新药平台;同时,公司也有望借力中国抗体经验丰富的科学家团队和顶尖的科学顾问团队建立自主创新团队,深度进入到创新药物开发生态圈和创新药市场。

公司7.3亿港元投资万隆控股,布局工业大麻种植与产业链。此前10月14日,公司与香港万隆控股集团签订协议,以7.3亿港元认购万隆控股两年到期、年利率3%的可换股债券。根据公告,万隆控股本次所募集资金将用于工业大麻和CBD相关的业务发展、研发、投资、收购或其他应用。公司通过吸收合并白药控股,由此承继万隆控股29.59%的股份,成为其第一大股东。按照初步换股价0.258港元/股计算,假设可转债全部转换为股票,公司将持有51.06%的股份。云南因气候条件是工业大麻最适宜种植的区域,也是目前国内唯一以法规形式允许并监督工业大麻种植的省份。而云南白药的中药资源事业部此前成功开发了三七、重楼等云南属地化药材。我们预计公司未来的业务版图中将包含工业大麻种植与产业链开发,成为国内工业大麻领域最重要的玩家之一。

香港万隆和中国抗体两项投资是完成混改和股权激励后,公司新的成长点和国际化的开端。公司过去两年相继完成了混改、管理层薪酬改革、董监高换届,以及近期员工激励方案落地,标志公司将有动力扬帆起航,重新出发。作为传统药企转型创新的代表,未来有望在骨科医院、骨伤科和妇科专利药领域出现更多的外部合作和外延拓展。

◆**盈利预测与评级：**维持预测 19-21 年备考 EPS 为 3.11/3.57/4.09 元，对应 19-21 年 PE 为 26/23/20 倍。公司长期战略目标宏伟，员工激励完成后将加速推进外延，未来前景广阔，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**新产品推广进度低于预期，外延并购低于预期。

绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 24,315 | 26,708 | 29,048 | 32,276 | 36,562 |
| 营业收入增长率 | 8.50% | 9.84% | 8.76% | 11.11% | 13.28% |
| 净利润（百万元） | 3,145 | 3,307 | 3,974 | 4,556 | 5,226 |
| 净利润增长率 | 7.71% | 5.14% | 20.17% | 14.65% | 14.71% |
| EPS（元） | 2.46 | 2.59 | 3.11 | 3.57 | 4.09 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 17.44% | 16.72% | 18.33% | 18.79% | 19.22% |
| P/E | 33 | 31 | 26 | 23 | 20 |
| P/B | 5.7 | 5.2 | 4.8 | 4.3 | 3.8 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 27 日

附录

图 1：万隆控股集团（00030.HK）股权结构（2018 年报）

| 股東姓名／名稱（附註） | 身份 | 所持股份數目 （好倉） | 佔本公司 已發行股本之 百分比 |
|-----------------------------|---------|----------------|-----------------------|
| 雲南白藥控股有限公司 | 實益擁有人 | 1,908,025,360 | 29.59% |
| 新華都實業集團股份有限公司（「新華都」） | 受控制法團權益 | 1,908,025,360 | 29.59% |
| 雲南省國有資產監督管理委員會 （「雲南國資委」） | 受控制法團權益 | 1,908,025,360 | 29.59% |
| 陳發樹先生 | 受控制法團權益 | 1,908,025,360 | 29.59% |

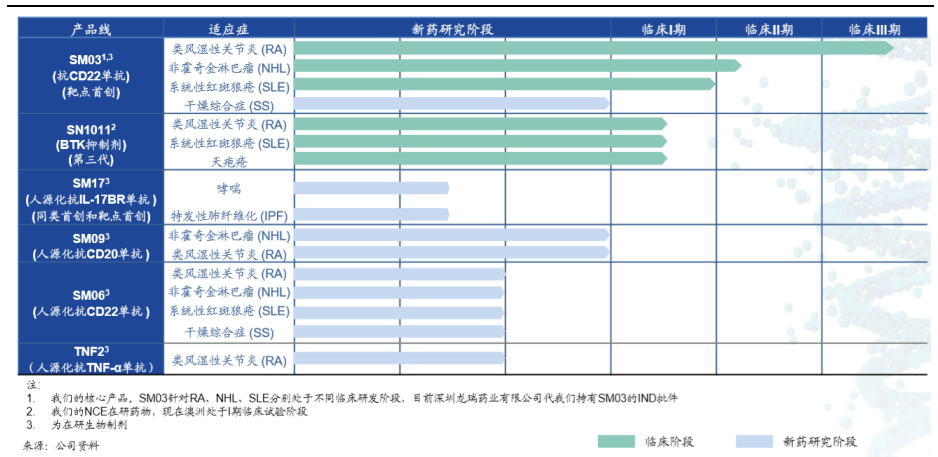
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 2：中国抗体 IPO 前股权结构图

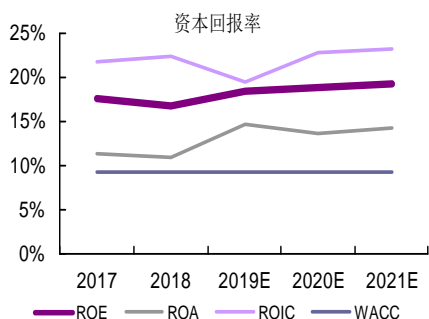
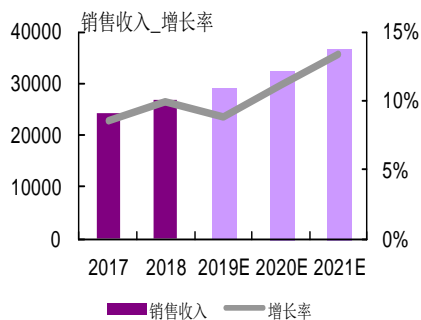
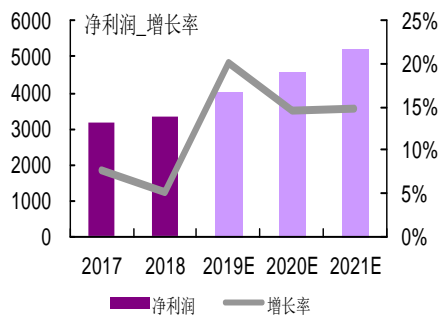
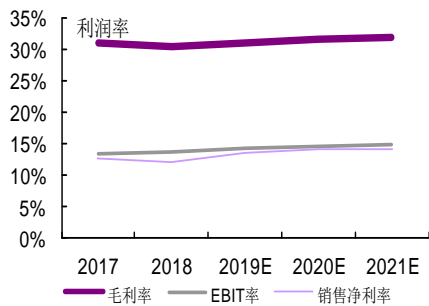


资料来源：公司路演推介材料、光大证券研究所整理

图 3：中国抗体研发管线（截至 2019 年）



资料来源：公司路演推介材料、光大证券研究所整理



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 24,315 | 26,708 | 29,048 | 32,276 | 36,562 |
| 营业成本 | 16,732 | 18,549 | 20,028 | 22,060 | 24,869 |
| 折旧和摊销 | 133 | 138 | 254 | 272 | 291 |
| 营业税费 | 170 | 176 | 200 | 223 | 252 |
| 销售费用 | 3,684 | 3,922 | 4,299 | 4,712 | 5,393 |
| 管理费用 | 387 | 312 | 349 | 484 | 534 |
| 财务费用 | 73 | 163 | -90 | -188 | -247 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 277 | 282 | 251 | 270 | 268 |
| 营业利润 | 3,621 | 3,832 | 4,559 | 5,230 | 6,003 |
| 利润总额 | 3,622 | 3,826 | 4,591 | 5,263 | 6,037 |
| 少数股东损益 | -12 | -17 | 2 | 2 | 2 |
| 归属母公司净利润 | 3,145 | 3,307 | 3,974 | 4,556 | 5,226 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 27,703 | 30,378 | 27,402 | 33,465 | 36,989 |
| 流动资产 | 25,104 | 27,284 | 24,262 | 30,250 | 33,699 |
| 货币资金 | 2,666 | 3,017 | 6,102 | 9,749 | 10,649 |
| 交易型金融资产 | 6,749 | 7,265 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 1,234 | 1,853 | 1,601 | 1,885 | 2,229 |
| 应收票据 | 4,293 | 3,174 | 4,564 | 4,869 | 5,201 |
| 其他应收款 | 139 | 237 | 167 | 219 | 261 |
| 存货 | 8,663 | 9,994 | 10,049 | 11,500 | 12,958 |
| 可供出售投资 | 125 | 125 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1 | 1 | 26 | 53 | 80 |
| 固定资产 | 1,745 | 1,715 | 1,768 | 1,794 | 1,800 |
| 无形资产 | 319 | 312 | 345 | 376 | 416 |
| 总负债 | 9,560 | 10,455 | 5,587 | 9,080 | 9,655 |
| 无息负债 | 7,760 | 8,654 | 5,584 | 9,077 | 9,653 |
| 有息负债 | 1,800 | 1,802 | 3 | 3 | 3 |
| 股东权益 | 18,143 | 19,922 | 21,815 | 24,385 | 27,334 |
| 股本 | 1,041 | 1,041 | 1,277 | 1,277 | 1,277 |
| 公积金 | 2,188 | 2,295 | 2,059 | 2,059 | 2,059 |
| 未分配利润 | 14,809 | 16,445 | 18,336 | 20,904 | 23,851 |
| 少数股东权益 | 105 | 140 | 142 | 144 | 146 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 1,156 | 2,630 | -214 | 5,427 | 2,902 |
| 净利润 | 3,145 | 3,307 | 3,974 | 4,556 | 5,226 |
| 折旧摊销 | 133 | 138 | 254 | 272 | 291 |
| 净营运资金增加 | -1,675 | 714 | 4,542 | -700 | 2,573 |
| 其他 | -447 | -1,529 | -8,983 | 1,299 | -5,187 |
| 投资活动产生现金流 | -352 | -859 | 7,025 | -77 | -99 |
| 净资本支出 | -131 | -539 | -310 | -320 | -340 |
| 长期投资变化 | 1 | 1 | -25 | -27 | -27 |
| 其他资产变化 | -222 | -320 | 7,360 | 270 | 268 |
| 融资活动现金流 | -912 | -1,620 | -3,727 | -1,703 | -1,903 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 236 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -12 | 2 | -1,799 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 828 | 894 | -3,069 | 3,493 | 576 |
| 净现金流 | -113 | 153 | 3,085 | 3,647 | 900 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 8.50% | 9.84% | 8.76% | 11.11% | 13.28% |
| 净利润增长率 | 7.71% | 5.14% | 20.17% | 14.65% | 14.71% |
| EBITDA 增长率 | 2.29% | 12.25% | 16.79% | 12.82% | 14.56% |
| EBIT 增长率 | 1.95% | 12.58% | 14.28% | 13.14% | 15.00% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 33 | 31 | 26 | 23 | 20 |
| PB | 6 | 5 | 5 | 4 | 4 |
| EV/EBITDA | 23 | 21 | 22 | 19 | 17 |
| EV/EBIT | 24 | 21 | 24 | 20 | 18 |
| EV/NOPLAT | 28 | 25 | 28 | 24 | 20 |
| EV/Sales | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| EV/IC | 6 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 31.19% | 30.55% | 31.05% | 31.65% | 31.98% |
| EBITDA 率 | 14.03% | 14.34% | 15.39% | 15.63% | 15.81% |
| EBIT 率 | 13.48% | 13.82% | 14.52% | 14.79% | 15.01% |
| 税前净利润率 | 14.90% | 14.33% | 15.80% | 16.31% | 16.51% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 12.93% | 12.38% | 13.68% | 14.11% | 14.29% |
| ROA | 11.31% | 10.83% | 14.51% | 13.62% | 14.13% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 17.44% | 16.72% | 18.33% | 18.79% | 19.22% |
| 经营性 ROIC | 21.68% | 22.26% | 19.34% | 22.79% | 23.04% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 3.34 | 2.68 | 4.61 | 3.49 | 3.70 |
| 速动比率 | 2.18 | 1.70 | 2.70 | 2.17 | 2.28 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 10.02 | 10.98 | 8669.09 | 9696.21 | 10874.96 |
| 有形资产/有息债务 | 15.08 | 16.52 | 10775.45 | 13187.94 | 14581.83 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 2.46 | 2.59 | 3.11 | 3.57 | 4.09 |
| 每股红利 | 1.22 | 1.63 | 1.56 | 1.78 | 2.05 |
| 每股经营现金流 | 0.90 | 2.06 | -0.17 | 4.25 | 2.27 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 3.58 | 1.66 | -0.78 | 3.76 | 1.69 |
| 每股净资产 | 14.12 | 15.49 | 16.97 | 18.98 | 21.28 |
| 每股销售收入 | 19.03 | 20.91 | 22.74 | 25.27 | 28.62 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上； |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%； |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%； |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%； |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上； |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |