

# 推出员工持股计划及激励基金管理办法草案，完善长效激励机制

## 云南白药 (000538)

### 事件

#### 推出员工持股计划及激励基金管理办法草案

公司发布员工持股计划(草案)及激励基金管理办法(草案)。

### 简评

#### 公布员工持股计划及激励基金管理办法草案，完善长效激励机制

公司本次员工持股计划草案要点：1) **参与对象**：总人数不超过 485 人，公司董事、监事及高级管理人员 13 人；2) **股票来源/规模**：公司回购专用账户已回购的 3301001 股，占公司总股本比例 0.26%；3) **购买股票价格**：37.07 元/股；4) **存续期**：5 年；5) **锁定期**：12 个月，自公司公告最后一笔标的股票登记至本员工持股计划名下之日起计算；6) **管理模式**：公司自行管理，通过持有人会议选举产生持股计划管理委员会；7) **费用摊销**：我们估计，本次员工持股计划费用预计分多年摊销，每年摊销费用对公司当期利润影响有限。

公司本次激励基金管理办法草案要点：1) **激励对象**：专职董事及监事、高级管理人员及党群系统管理人员（不含独立董事）。公司及下属子公司任职的核心业务和技术骨干。公司认为有重大贡献的其他员工；2) **基金计提**：激励基金=（公司当年净利润-上年净利润）×15%，同时根据当年公司业绩完成率设定基金计提约束条件；3) **基金分配系数**：整体上，董监事和经营层高管占比 70%，其他人员及核心骨干占比 30%。个人分配系数=岗位系数×年度绩效系数×时间系数；

#### 预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	26,708.2	28,911.6	31,944.5	35,346.6
营业收入增长率	9.8%	8.3%	10.5%	10.7%
EBITDA(百万)	4,147.0	4,179.8	4,616.7	5,081.5
EBITDA 增长率	12.5%	0.8%	10.5%	10.1%
净利润(百万)	3,306.6	3,531.4	3,897.0	4,311.0
净利润增长率	5.1%	6.8%	10.4%	10.6%
ROE	16.7%	16.6%	17.2%	17.9%
EPS(元)	2.59	2.81	3.10	3.43
P/E	29.4	27.1	24.6	22.2
P/B	4.9	4.5	4.2	4.0
EV/EBITDA	17.0	20.6	18.8	16.6

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

执业证书编号：S1440519080003

发布日期：2019 年 10 月 13 日

当前股价：76.07 元

目标价格 6 个月：84.36 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-0.58/-0.11	-5.75/-9.09	11.16/-14.05
12 月最高/最低价(元)			98.88/68.5
总股本(万股)			127,740.33
流通 A 股(万股)			60,896.58
总市值(亿元)			971.72
流通市值(亿元)			463.24
近 3 月日均成交量(万)			399.22

##### 主要股东

云南省人民政府国有资产监督管理委员会	25.14%
--------------------	--------

#### 股价表现



#### 相关研究报告

【中信建投中药 II】云南白药(000538):  
 19.09.26 拟建立员工持股计划，完善长效激励机制

**图表1： 云南白药员工持股计划要点梳理**

<b>参与对象</b>	参与本计划的总人数为不超过 485 人，公司董事、监事及高级管理人员 13 人
<b>资金来源</b>	员工合法薪酬、自筹资金、通过融资方式筹集的资金以及公司计提的激励基金以及法律、法规允许的其他方式获得的资金
<b>股票来源/规模</b>	公司回购专用账户已回购的 3301001 股,占公司总股本比例 0.26%
<b>购买股票价格</b>	37.07 元/股，不低于公司回购股份均价(74.13 元/股)的 50%
<b>存续期</b>	5 年
<b>锁定期</b>	12 个月，自公司公告最后一笔标的股票登记至本员工持股计划名下之日起计算
<b>管理模式</b>	公司自行管理，通过持有人会议选举产生持股计划管理委员会

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表2： 云南白药员工持股计划参与对象认购情况**

姓名	职务	认购份额比例
王明辉	董事长	2.42%
杨昌红	执行董事	1.94%
尹品耀	首席运营官兼高级副总裁	1.94%
王锦	高级副总裁	1.94%
秦皖民	高级副总裁	1.94%
杨勇	高级副总裁	1.94%
吴伟	首席财务官兼董秘、高级副总裁	1.70%
余娟	首席人力资源官	1.21%
李劲	技术质量总监	0.48%
游光辉	监事会主席	0.36%
钟杰	监事会副主席	0.36%
屈华曦	工会主席、职工监事	0.36%
何映霞	工会副主席、职工监事	0.30%
<b>董事、监事及高级管理人员合计（13 人）</b>		<b>16.90%</b>
<b>其他员工合计（不超过 472 人）</b>		<b>83.10%</b>
<b>总计</b>		<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表3： 云南白药激励基金管理办法要点梳理**

<b>激励对象</b>	1) 专职董事及监事、高级管理人员及党群系统管理人员（不含独立董事）； 2) 公司及下属子公司任职的核心业务和技术骨干； 3) 公司认为有重大贡献的其他员工；
<b>基金计提</b>	激励基金=（公司当年净利润-上年净利润）×15%
<b>基金分配系数</b>	1) 董监事和经营层高管占比 70%；其他人员及核心骨干占比 30%； 2) 个人分配系数=岗位系数×年度绩效系数×时间系数； 岗位系数：根据岗位价值贡献及重要性确定岗位系数，如有兼职则就高确定；

时间系数：时间系数=全年在职月数/12，在职月数根据年度实发月薪核定；

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表4：云南白药激励基金年度绩效系数**

考核结果	优秀		良好		合格
考核级别	A+	A	B+	B	C
考核得分	95-100	90-95	85-90	80-85	75-80
激励系数	1.2-1.5	1.1	1.0	0.6-0.9	0-0.5

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

我们认为，本次公司推出激励基金管理办法及员工持股计划草案是公司混改后针对董监高等管理人员及核心骨干员工建立的中期及长期激励机制，有助于实现公司核心骨干员工与公司利益的深度绑定，保障公司长期健康发展。整体来看，公司混改后 2018 年董事、监事整体薪酬同比实现翻倍增长，近期公布了董事、监事等核心人员的 KPI 系统考核方案，结合本次推出员工持股计划，有望建立起完善的长效激励机制，公司未来长期健康发展值得期待。

### 看好公司长期健康发展

2019 年上半年，分板块来看：1) 药品事业部仍在开展渠道调整工作，H1 小幅下滑，长期有望迎来恢复性增长；2) 健康产品事业部经营健康，实现稳健增长；3) 中药资源事业部利润端增速下滑，主要由于三七存货进行跌价损失计提；4) 省医药公司持续深耕云南省内市场提高市占率，增加费用投放，拖累当期业绩。

短期来看，公司吸并方案已落地实施，计划推出员工持股计划，正在逐步踏上新途，未来药品事业部渠道调整后有望迎来恢复性增长；长期来看，重大资产重组落地为公司注入新的活力，带来管理层激励机制的持续改善和外延并购的拓展可能，翻开公司发展的新篇章。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019–2021 年实现营业收入分别为 289.11 亿元、319.45 亿元和 353.47 亿元，归母净利润分别为 35.31 亿元、38.97 亿元和 43.11 亿元，分别同比增长 6.8%、10.4%和 10.6%，折合 EPS 分别为 2.81 元/股、3.10 元/股和 3.43 元/股，对应 PE 分别为 27.1X、24.6X 和 22.2X，维持买入评级。

### 风险提示

消费品行业竞争激烈；新进入的股东与管理团队的磨合时间长于市场预期；外延并购进度和力度难以预期；

**图表5：云南白药盈利预测**

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	26,708.2	28,911.6	8.3%	31,944.5	10.5%	35,346.6	10.7%
营业成本	18,549.4	20,238.1	9.1%	22,201.4	9.7%	24,389.1	9.9%
营业税金及附加	176.3	197.0	11.8%	217.1	10.2%	238.1	9.7%
营业费用	3,921.6	4,250.0	8.4%	4,759.7	12.0%	5,408.0	13.6%
管理费用	312.1	390.3	25.1%	498.3	27.7%	579.7	16.3%
财务费用	163.3	-76.5	-146.8%	-78.3	2.3%	-97.5	24.6%

请参阅最后一页的重要声明

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
资产减值损失	58.1	40.7	-29.9%	54.5	34.0%	51.1	-6.3%
公允价值变动收益	41.7	0.0	-100.0%	-	-100.0%	-	
投资净收益	282.1	251.0	-11.0%	270.0	7.6%	267.7	-0.9%
营业利润	3,832.0	4,122.9	7.6%	4,561.6	10.6%	5,045.7	10.6%
营业外收入	7.4	34.6	365.4%	16.3	-52.7%	19.5	19.0%
营业外支出	13.3	10.3	-22.7%	9.8	-4.3%	11.1	13.2%
利润总额	3,826.2	4,147.3	8.4%	4,568.1	10.1%	5,054.1	10.6%
所得税	536.4	622.1	16.0%	685.2	10.1%	758.1	10.6%
净利润	3,289.7	3,525.2	7.2%	3,882.9	10.1%	4,296.0	10.6%
少数股东损益	-16.8	-6.3	-62.8%	-14.1	124.5%	-15.0	7.0%
归属母公司净利润	3,306.6	3,531.4	6.8%	3,897.0	10.4%	4,311.0	10.6%
EBITDA	4,147.0	4,179.8	0.8%	4,616.7	10.5%	5,081.5	10.1%
EPS（摊薄）	2.59	2.81	8.5%	3.10	10.4%	3.43	10.6%
资产负债表（百万元）							
流动资产	27,283.5	29,696.7	8.8%	31,486.3	6.0%	34,513.4	9.6%
现金	3,017.1	4,020.2	33.2%	3,149.8	-21.7%	5,785.0	83.7%
应收账款	1,853.4	1,223.3	-34.0%	2,265.9	85.2%	1,698.0	-25.1%
其它应收款	3,173.7	6,031.8	90.1%	3,942.8	-34.6%	6,781.7	72.0%
预付账款	602.1	468.4	-22.2%	721.1	53.9%	591.6	-18.0%
存货	9,994.0	8,456.9	-15.4%	12,625.2	49.3%	10,683.4	-15.4%
其他	8,643.1	9,496.1	9.9%	8,781.5	-7.5%	8,973.6	2.2%
非流动资产	3,094.1	2,926.5	-5.4%	2,792.4	-4.6%	2,651.6	-5.0%
长期投资	1.1	1.1	0.0%	1.1	0.0%	1.1	0.0%
固定资产	1,715.3	1,592.8	-7.1%	1,470.2	-7.7%	1,347.7	-8.3%
无形资产	311.8	301.0	-3.5%	290.3	-3.6%	279.5	-3.7%
其他	1,065.9	1,031.6	-3.2%	1,030.8	-0.1%	1,023.3	-0.7%
资产总计	30,377.6	32,623.3	7.4%	34,278.7	5.1%	37,164.9	8.4%
流动负债	10,186.4	9,820.9	-3.6%	10,316.0	5.0%	11,971.3	16.0%
短期借款	-	-		-		-	
应付账款	4,222.1	3,781.9	-10.4%	5,257.7	39.0%	4,688.7	-10.8%
其他	5,964.3	6,039.1	1.3%	5,058.2	-16.2%	7,282.6	44.0%
非流动负债	268.7	1,433.8	433.5%	1,244.3	-13.2%	981.4	-21.1%
长期借款	2.5	-	-100.0%	-		-	
其他	266.2	1,433.8	438.6%	1,244.3	-13.2%	981.4	-21.1%
负债合计	10,455.1	11,254.7	7.6%	11,560.2	2.7%	12,952.7	12.0%
少数股东权益	140.5	134.2	-4.5%	120.2	-10.5%	105.1	-12.5%
归属母公司股东权益	19,922.5	21,368.5	7.3%	22,718.4	6.3%	24,212.3	6.6%
负债和股东权益	30,377.6	32,623.3	7.4%	34,278.7	5.1%	37,164.9	8.4%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	2,629.8	2,755.8	4.8%	1,315.9	-52.2%	5,071.6	285.4%
净利润	3,289.7	3,531.4	7.3%	3,897.0	10.4%	4,311.0	10.6%
折旧摊销	137.9	133.3	-3.4%	133.3	0.0%	133.3	0.0%
财务费用	111.7	-76.5	-168.5%	-78.3	2.3%	-97.5	24.6%
投资损失	-282.1	-251.0	-11.0%	-270.0	7.6%	-267.7	-0.9%
营运资金变动	362.7	-575.3	-258.6%	-2,352.0	308.9%	1,007.6	-142.8%
其它	-990.2	-6.3	-99.4%	-14.1	124.7%	-15.0	7.0%
投资活动现金流	-858.8	251.0	-129.2%	270.0	7.6%	267.7	-0.9%
资本支出	-0.1	0.1	-166.7%	-0.0	-116.7%	-0.0	33.3%
长期投资	-0.3	-	-100.0%	-		-	
其他	-858.4	251.0	-129.2%	270.0	7.6%	267.7	-0.9%
筹资活动现金流	-1,619.8	-2,003.7	23.7%	-2,456.4	22.6%	-2,704.0	10.1%
短期借款	-	-		-		-	
长期借款	-	-2.5		-	-100.0%	-	
其他	-1,619.8	-2,001.2	23.5%	-2,456.4	22.7%	-2,704.0	10.1%
现金净增加额	151.2	1,003.1	563.5%	-870.4	-186.8%	2,635.3	-402.8%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

**刘若飞：**医药行业分析师，毕业于北京大学，生物技术硕士。2017 年加入中信建投证券研究发展部

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859