

云南白药 (000538.SZ)

新一届董监高就位，混改再迈进重要一步

事件: 公司于2019年10月11日公布了员工持股计划(草案)和激励基金管理办法(草案)。

- 员工持股计划拟使用公司已回购的330万股(占比0.26%，按现价计算约2.5亿元)，授予不超过485名员工，其中董监高13人；授予价格37.07元/股，即回购股份均价(74.13元/股)的50%，锁定期12个月，存续期为5年。
- 设立公司激励基金，计提公司每年净利润增量的15%，授予管理层及其他员工，其中董监事和经营层高管占比70%；其他人员及核心骨干占比30%；个人分配要考核岗位系数、年度绩效和在岗时间；计提激励基金约束条件为公司业绩完成率在90%以上，完成90%至未超过100%酌情计提，完成100%及以上计提。

员工持股计划方案落地，董监高及参与人员明显受益，有望激活经营。 公司本次方案的推出意味着员工持股方案基本敲定，从参与方案个人金额绝对数来看，高级副总裁级以上400-600万，董监高以外人均44万，具有较强吸引力，本次员工持股固定锁定期仅1年，申购价格为37.07元/股，员工获益概率大。方案正式实施后，公司董监高及参与持股的核心业务骨干的积极性将得到明显提升，预计公司经营将明显改善，业绩将开始提速。

股价压制因素消失，超出市场预期。 此前市场普遍认为公司已回购金额距离7.6亿元回购下限距离较远，且未做完回购难以实施员工持股，故紧盯74.34元的回购上限价格，等待投资机会。本次方案实施后，预计剩余股份可能不再回购，取而代之的是新增的激励基金，投资者无需再考虑74.34元的回购价格，股价压制因素消除。公司将在10月29日召开临时股东大会审议员工持股及激励基金草案，如顺利通过方案有望在11月进入走流程阶段，超出市场此前的预期。

激励基金激励力度大，效果可能超过员工持股。 由于激励基金计提金额采用当年净利润增量的15%，假设利润增量为7亿，完成度超过100%，激励金额将达到1.05亿元，70%分配给董监高和经营层高管，金额为7350万元，如果人数为25人，平均获益将达到294万元(暂不考虑缴税)；考虑到激励基金无需参与人员出资购买股份，没有锁定期、且获益金额直接与公司业绩、个人业绩考核挂钩，预计公司董监高及经营层高管将全力完成自己的绩效考核指标，提升绩效系数，推动公司业绩增长。

混改重要一环落地，持续增长有望2020年开启。 公司的混改在本次方案推出后即将进入收获阶段。短期内员工持股和激励基金实施，预计参与高管及核心骨干为了切身利益，全力推动存量业务发展；中期看公司吸收合并白药控股后，2019H1现金及等价物总数达129.7亿元，另有78.1亿交易性金融资产、药品及医疗领域外延式发展可能加速；云南国资委、新华都、江苏鱼跃股份锁定期至2022年12月和2023年6月，三个主要股东的要求和督促将促使管理层做好业绩的持续增长。

风险提示: 牙膏增速减缓；新产品推广、员工持股推进不及预期

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,499	27,017	29,341	33,089	36,916
增长率 yoy (%)	9.3	10.3	8.6	12.8	11.6
归母净利润(百万元)	2,869	3,411	3,789	4,435	5,090
增长率 yoy (%)		18.9	11.1	17.0	14.8
EPS最新摊薄(元/股)	2.25	2.67	2.97	3.47	3.98
净资产收益率(%)	17.3	16.5	11.6	12.7	13.7
P/E(倍)	33.9	28.5	25.6	21.9	19.1
P/B(倍)	5.4	4.9	4.5	4.1	3.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所(18年数据采用吸并后口径)

买入(维持)

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
最新收盘价	76.07
总市值(百万元)	97,172.07
总股本(百万股)	1,277.40
其中自由流通股(%)	47.67
30日日均成交量(百万股)	2.03

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gzsq.com

研究助理 杨春雨

邮箱: yangchunyu@gzsq.com

相关研究

- 《云南白药(000538.SZ): 核心业务利润端增速放缓, 静待员工持股激活公司经营》2019-08-29
- 《云南白药(000538.SZ): 新一届董监高就位, 混改再迈进重要一步》2019-08-23
- 《云南白药(000538.SZ): 混改为新白药注入活力, 大健康一直在前进路上 医药健康消费系列研究(一)》2019-07-23



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	25,104	27,284	40,425	41,918	46,488
现金	2,666	3,017	12,629	12,509	14,363
应收账款	1,234	1,853	2,338	2,752	3,400
其他应收款	139	0	1,174	150	1,327
预付账款	418	602	506	744	650
存货	8,663	9,994	10,974	12,458	13,539
其他流动资产	11,983	11,817	12,805	13,305	13,210
非流动资产	2,599	3,094	3,199	3,400	3,590
长期投资	1	1	8	16	23
固定投资	1,745	1,715	1,916	2,181	2,414
无形资产	319	312	316	319	326
其他非流动资产	533	1,066	958	884	827
资产总计	27,703	30,378	43,624	45,318	50,078
流动负债	7,524	10,186	10,674	10,206	12,575
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,584	4,222	4,551	5,253	5,624
其他流动负债	3,941	5,964	6,123	4,953	6,951
非流动负债	2,035	269	307	376	423
长期借款	1,800	3	41	109	156
其他非流动负债	236	266	266	266	266
负债合计	9,560	10,455	10,981	10,582	12,998
少数股东权益	105	140	130	121	104
股本	1,041	1,041	1,277	1,277	1,277
资本公积	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
留存收益	15,749	17,493	18,965	20,688	22,663
归属母公司股东收益	18,038	19,782	21,727	23,844	26,224
负债和股东权益	27,703	30,378	43,624	45,318	50,078

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1,156	2,630	1,291	1,893	4,241
净利润	3,133	3,290	3,779	4,426	5,072
折旧摊销	133	138	131	153	178
财务费用	73	163	441	122	44
投资损失	-277	-282	-1,607	-607	-607
营运资金变动	-1,889	-669	-1,253	-2,101	-367
其他经营现金流	-16	-10	-200	-100	-80
投资活动净现金流	-352	-859	1,571	353	319
资本支出	193	540	98	194	182
长期投资	-1,029	-197	-7	-0	-7
其他投资现金流	-1,187	-516	1,661	546	494
筹资活动净现金流	-912	-1,620	-2,250	-2,367	-2,706
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-2	-1,797	38	69	47
普通股增加	0	0	236	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-910	177	-2,524	-2,436	-2,753
现金净增加额	-113	153	612	-121	1,854

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,499	27,017	29,341	33,089	36,916
营业成本	16,732	18,549	20,847	23,297	25,846
营业税金及附加	170	176	186	220	244
营业费用	3,684	3,922	4,078	4,434	4,836
管理费用	387	312	440	496	646
财务费用	73	163	441	122	44
资产减值损失	65	58	469	66	74
公允价值变动收益	0	42	200	100	80
投资净收益	277	282	1,607	607	607
营业利润	3,621	3,832	4,418	5,160	5,912
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	6	13	30	20	20
利润总额	3,622	3,826	4,395	5,148	5,899
所得税	489	536	616	722	827
净利润	3,133	3,290	3,779	4,426	5,072
少数股东收益	-12	-17	-10	-9	-18
归属母公司净利润	2,869	3,411	3,789	4,435	5,090
EBITDA	3,793	3,874	4,292	4,926	5,679
EPS (元/股)	2.25	2.67	2.97	3.47	3.98

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	9.3	10.3	8.6	12.8	11.6
营业利润 (%)	9.1	5.8	15.3	16.8	14.6
归属母公司净利润 (%)	-1.8	18.9	11.1	17.0	14.8
盈利能力					
毛利率 (%)	31.7	31.3	28.9	29.6	30.0
净利率 (%)	11.7	12.6	12.9	13.4	13.8
ROE (%)	17.3	16.5	11.6	12.7	13.7
ROIC (%)	15.8	14.7	16.2	16.9	17.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.5	34.4	25.2	23.4	26.0
净负债比率 (%)	-4.8	-6.1	-38.5	-35.6	-38.2
流动比率	3.3	2.7	3.8	4.1	3.7
速动比率	2.2	1.7	2.8	2.9	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.93	0.79	0.74	0.77
应收账款周转率	21.8	17.5	14.0	13.0	12.0
应付账款周转率	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	2.25	2.67	2.97	3.47	3.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.85	2.20	1.01	1.48	3.32
每股净资产 (最新摊薄)	14.12	15.49	17.01	18.67	20.53
估值指标 (倍)					
P/E	33.9	28.5	25.6	21.9	19.1
P/B	5.4	4.9	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	23.7	23.0	18.1	15.8	13.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

员工持股计划露真容，公司业绩拐点有望出现

公司于2019年10月11日公布了员工持股计划（草案）和激励基金管理办法（草案）。员工持股计划拟使用公司已回购的330万股（占比0.26%，按现价计算约2.5亿元），授予不超过485名员工，其中董监高13人；授予价格37.07元/股，即回购股份均价（74.13元/股）的50%，锁定期12个月，存续期为5年。

员工持股计划方案落地，董监高及参与人员明显受益，有望激活经营。公司本次方案的推出意味着员工持股方案基本敲定，将已回购的330万股公司股份实施员工持股，金额约2.5亿元，少于此前7.6亿元的回购下限，但从参与方案个人金额绝对数来看，具有较强吸引力。本次持股人数485人，董监高13人，从高管个人认购金额（按认购比例和公告日股价计算）来看，董事长王明辉约600万，高级副总裁级以上400-500万，其余董监高75-304万，其他员工人均约44万。由于本次员工持股固定锁定期仅1年，后续操作由管理委员会决定，申购价格为37.07元/股，员工获益概率大。方案正式实施后，公司董监高及参与持股的核心业务骨干的积极性将得到明显提升，预计公司经营将明显改善，业绩将开始提速。

股价压制因素消失，超出市场预期。公司2018年11月公布的股权回购方案，拟回购7.6-15.3亿，价格上限为76.34元/股（2018年年度分红实施后为74.34元/股）。此前市场普遍认为公司已回购金额距离7.6亿元回购下限距离较远，且未做完回购难以实施员工持股，故紧盯74.34元的回购上限价格，等待投资机会。公司股价近三月在73-80元间震荡，陷入了公司因股价超出上限无法回购，存量投资者对员工持股后股价上升预期强烈、不愿在74.34元以下卖出，新增投资者在未完成回购前不愿介入、等待74.34元以下介入机会的困境。本次方案实施后，预计剩余股份可能不再回购，取而代之的是新增的激励基金，投资者无需再考虑74.34元的回购价格，股价压制因素消除。公司将在10月29日召开临时股东大会审议员工持股及激励基金草案，如顺利通过方案有望在11月进入走流程阶段，超出市场此前的预期。

图表 1: 参与员工持股计划认购对象情况

姓名	职务	认购份额比例	股份数量 (股)	金额(万元, 按公告日)
王明辉	董事长	2.42%	7.99	608
杨昌红	执行董事	1.94%	6.40	487
尹品耀	首席运营官兼高级副总裁	1.94%	6.40	487
王锦	高级副总裁	1.94%	6.40	487
秦皖民	高级副总裁	1.94%	6.40	487
杨勇	高级副总裁	1.94%	6.40	487
吴伟	首席财务官兼董秘、高级副总裁	1.70%	5.61	427
余娟	首席人力资源官	1.21%	3.99	304
李劲	技术质量总监	0.48%	1.58	120
游光辉	监事会主席	0.36%	1.19	90
钟杰	监事会副主席	0.36%	1.19	90
屈华曦	工会主席、职工监事	0.36%	1.19	90
何映霞	工会副主席、职工监事	0.30%	0.99	75
董事、监事及高级管理人员合计(13人)		16.90%	55.79	4243
其他员工合计(不超过472人)		83.10%	274.31	20862
总计		100%	330.10	25104

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

激励基金激励力度大，提升业绩想象空间

本次草案中设立公司激励基金，计提公司每年净利润增量的15%，授予管理层及其他员工，其中董监事和经营层高管占比70%；其他人员及核心骨干占比30%；个人分配要考核岗位系数、年度绩效和在岗时间；计提激励基金约束条件为公司业绩完成率在90%以上，完成90%至未超过100%酌情计提，完成100%及以上计提。

激励基金激励力度大，效果可能超过员工持股。由于激励基金计提金额采用当年净利润增量的15%，假设利润增量为7亿，完成度超过100%，激励金额度将达到1.05亿元，70%分配给董监高和经营层高管，金额为7350万元，如果人数为25人，平均获益将达到294万元（暂不考虑缴税）；考虑到激励基金无需参与人员出资购买股份，没有锁定期、且获益金额直接与公司业绩、个人业绩考核挂钩，预计公司董监高及经营层高管将全力完成自己的绩效考核指标，提升绩效系数，推动公司业绩增长。2019H1，公司四大事业部业务表现较为平淡，在本次激励方案出台后，公司工作重心回到经营层面，各版块业务有望全面回暖。

激励基金弥补员工持股金额总量较少、覆盖面较窄的不足。由于持股仅有330万股，数量相对较少，可参与人员只有485人。本次激励基金中有30%分配给其他人员和核心骨干，对于部分未能参与员工持股的人员，可以通过激励基金增加激励覆盖面，实现对员工更加全面、力度更大的激励。

图表 2: 公司激励基金方案重点

项目	规则
激励基金	(公司当年净利润-上年净利润)×15%
计提约束条件	业绩完成率<90%，取消； 业绩完成率90%~小于100%，酌情计提； 业绩完成率≥100%，计提
分配比例	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； 根据岗位价值贡献及重要性确定岗位系数，时间系数为全年在职月数/12)
特殊条款	业绩完成特别突出或在激励年度内有突出贡献的激励对象，由董事会决定在个人分配系数上进行额外考量

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 公司激励基金员工绩效系数考核结果分类

考核结果	优秀		良好		合格
	A+	A	B+	B	C
考核级别	A+	A	B+	B	C
考核得分	95-100	90-95	85-90	80-85	75-80
绩效系数	1.2-1.5	1.1	1	0.6-0.9	0-0.5

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

混改重要一环落地，持续增长有望 2020 年开启

公司混合所有制改革经历 2016 年之前酝酿，2016 年、2017 年白药控股引入民营资本新华都和江苏鱼跃，2018 年推出吸收合并白药控股方案、用于员工持股的回购预案，2019 年吸收合并白药控股，多年的努力在本次员工持股计划草案和激励基金草案推出后，即将进入收获阶段。

短期业绩催化：员工持股和激励基金实施，参与高管及核心骨干为了切身利益，全力推动存量业务发展；2020 年牙膏增速有望在 2019 中报 5%基础上明显提速，恢复此前 10% 以上乃至更高的增长，药品业务在经历 2018/2019 年连续去库存后，2020 年报表增速有望明显改善。

中期业务催化：公司吸收合并白药控股后，2019H1 现金及等价物总数达 129.7 亿元，另有 78.1 亿交易性金融资产、预计药品及医疗领域外延式发展加速，在经典骨科、伤口护理、女性健康等公司优势领域引进专利新药等重磅产品，打造骨科医疗生态圈。

保障因素：公司的员工持股及激励基金方案使得公司中短期内业绩大概率加速增长，而云南国资委及新华都股份锁定期至 2022 年 12 月 27 日，鱼跃医疗锁定期至 2023 年 6 月 26 日，三者合计持有公司 55.87% 股份，新华都和云南国资委均在公司董事会有 2 个董事席位，陈发树任联席董事长，预计三个主要股东将要求和督促管理层做好业绩的持续增长。

不确定性因素：公司 2019 中报对继承的原白药控股对深圳聚容保理 7 亿元借款计提了 2.5 亿元的坏账准备，而此前吸收合并白药控股时云南国资委、新华都和江苏鱼跃承诺如 3 年期满上市公司未收到 7 亿元还款，将按照 45:45:10 的比例向上市公司支付等值于上市公司未回收款项的金额作为补偿款。假设款项收回，则计提坏账可能转回形成收益，如三年期满未收回，三家股东需支付补偿款，何时还款及对公司的利润影响存在不确定性。

风险提示

1. 牙膏增速减缓

牙膏业务收入体量较大，可能出现增速减缓。

2. 新产品推广不及预期

健康产品等新品推广需要时间和各方面资源支持，同时面临着较大竞争压力，新产品的推广可能会达不到预期效果。

3. 员工持股激励基金推进不及预期

员工持股及激励基金草案需要股东大会审议通过、证监会审核，存在进度不及预期的风险

4. 借款无法收回风险

公司继承的对深圳聚容保理和上海信厚资管共 26.99 亿借款，可能存在无法收回风险

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com