

云南白药（000538）：员工持股计划+激励基金并行，完善长期激励机制

2019年10月14日

推荐/维持

云南白药 公司报告

报告摘要：

事件：公司近日公布员工持股计划（草案）及激励基金管理办法（草案）。**员工持股计划（草案）：**公司拟以已回购股票 3,301,001 股（占总股本 0.26%），实施本次员工持股计划。本员工持股计划购买回购股票价格为 37.07 元/股，存续期为 5 年，锁定期为 12 个月。**激励基金管理办法（草案）：**激励基金是激励中与长期业绩挂钩的奖励部分，按（公司当年净利润-上年净利润）×15%，每年计提。激励基金分配董监高占比 70%，其他人员及核心骨干占比 30%。

点评：

员工持股解除短期股价压制，调动骨干员工积极性。公司 2018 年 11 月 2 日公告称，拟以不超过 76.34 元/股的成本，回购预计不超过 2,000 万股（占当时总股本 1.92%），用于员工持股计划。2019 年 1 月 4 日至 2019 年 8 月 31 日期间公司已经回购股票 330.1 万股，占公司总股本 0.26%。本次员工持股计划公布，股价短期压制因素得以解除。此外，本次计划中董监高 13 人参与，认购合计 16.9%；其他员工 472 人参与，认购合计 83.10%，激励覆盖范围广。广阔覆盖面有助于调动公司核心骨干员工的积极性，实现骨干员工与公司利益的深度捆绑，推动公司健康发展。

激励基金完善董监高薪酬体系，建立长效激励机制。公司于 2019 年 8 月 29 日发布了董监事等核心人员薪酬考核办法，其中作为长期激励的激励基金是薪酬体系的重要组成部分。本次发布的激励基金计划是对前次办法的更新和补充。激励基金中，董监事和高管持有占比 70%，其他员工持有占比 30%，主

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,314.6	26,708.2	29,358.0	32,576.9	36,223.2
增长率（%）	8.50%	9.84%	9.92%	10.96%	11.19%
净利润（百万元）	3,132.53	3,289.75	3,799.07	4,304.17	4,850.65
增长率（%）	6.88%	5.02%	15.48%	13.30%	12.70%
净资产收益率（%）	17.44%	16.72%	16.00%	15.49%	14.96%
每股收益（元）	3.02	3.18	2.96	3.36	3.78
PE	27.71	26.31	28.29	24.92	22.13
PB	4.83	4.41	4.53	3.86	3.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是由传统中成药企业逐步发展而来的大型工商医药企业，业务范围覆盖药品、健康品、中药资源和医药商业四大板块。公司核心产品为云南白药系列药品、云南白药牙膏等。

未来 3-6 个月重大事项提示：

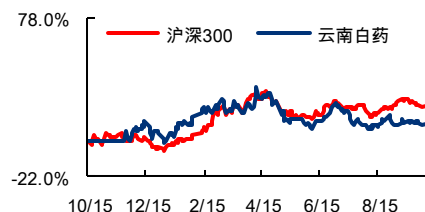
2019-10-29 披露 2019 年三季度报

2019-10-29 召开临时股东大会

交易数据

52 周股价区间（元）	76.07-70.23
总市值（亿元）	971.72
流通市值（亿元）	463.24
总股本/流通 A 股（万股）	127740/60897
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.47

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

医药首席分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

表 1：员工持股计划相关内容及时间

时间	内容	详情
2018 年 11 月 2 日	公告《关于回购公司股份以实施员工持股计划的预案》	拟以不超过 76.34 元/股的成本，回购预计不超过 2,000 万股（占当时总股本 1.92%），用于员工持股计划
2019 年 1 月 4 日-2019 年 8 月 31 日	回购公司股份	回购股票 3,301,001 股（占公司总股本比例 0.26%），回购股份均价为 74.13 元/股
2019 年 10 月 12 日	公告《员工持股计划（草案）》	拟以已回购股票 3,301,001 股（占总股本 0.26%），实施本次员工持股计划

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：公司董监等核心人员薪酬体系

长期激励

短期激励

固定薪酬

✓ 激励基金 = (公司当年净利润-上年净利润) × 15%

✓ 个人分配系数=岗位系数×年度绩效系数×时间系数

✓ 留作基金池

✓ 短期激励=公司当年净利润 × 0.55%

✓ 个人分配：结合经营指标完成情况及个人履职情况，确定个人短期激励系数

✓ 每年一次性发放

✓ 固定薪酬=标准固薪×岗位系数

✓ 标准固薪确定为180万元（税前）

岗位系数				
职务	董事长/联席董事长	副董事长、执行董事；党委书记	股东董事	监事会主席/副主席；党委副书记、工会主席、纪委书记
岗位系数	1	0.7	0.6	0.55

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
绩效系数	1.2-1.5	1.1	1	0.6-0.9	0-0.5

时间系数	
若任职不满一年的情况，时间系数=全年在职月数/12	

约束条件（短期激励及激励基金）	
当年公司业绩完成率	• 90%以下 → 取消当年计提 • 超过90%未达100% → 根据实际情况酌情考虑计提 • 达到或超过100% → 予以计提

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

要用于未来董监事等核心人员跟投公司新兴项目、上市公司股票增持、股权激励或员工持股出资等事项。激励基金计划完善了董监高的固薪+短期+长期三级薪酬体系，将公司利益、股东利益、核心人员利益长期结合起来，有利于提高企业的长期经营管理水平。

机制体制优化调整，稳内生促外延支持长期发展。公司原控股股东白药控股于2017年进行混合所有制改革。混改完成后，公司于2019年6月完成吸收合并白药控股。其后，公司成为集团产业并购、整合的唯一平台，其产业升级和整合的竞争力及话语权显著提升。2019年中报显示，合并后公司持有货币资金及交易性金融资产累计达207.86亿元，为公司拓展产品结构和产业链、打造新的业绩增长点提供了有力支持。在此基础上，近期推出的高管薪酬与考核方案改革，以及员工持股计划，也进一步激活公司活力。在全新的机制体制下，公司有望夯实现有经营基础，不断拓宽业务领域，开启新一轮快速增长。

盈利预测及投资评级：白药为具有百年历史沉淀的民族品牌，并通过成功的跨界发展实现了品牌竞争力的升级。此番更有望借助机制体制调整优化，夯实经营基础，促进外延并购，开启新一轮增长。我们预计公司2019、2020、2021年实现营收293.58、325.77和362.23亿，归母净利润有望分别达到37.79、42.89和48.31亿，EPS为2.96、3.36和3.78元，当前股价对应估值为25.71、22.66、20.12倍。维持“推荐”评级。

风险提示：新产品推广不达预期；吸收合并后整合不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	25104	27284	31589	36185	41383	营业收入	24315	26708	29358	32577	36223
货币资金	2666	3017	12847	15226	17862	营业成本	16732	18549	20232	22315	24777
应收账款	1234	1853	2037	2261	2514	营业税金及附加	170	176	194	215	239
其他应收款	139	237	261	289	322	营业费用	3684	3922	4311	4783	5319
预付款项	418	602	803	1025	1271	管理费用	387	312	343	381	423
存货	8663	9994	10901	12023	13349	财务费用	73	163	-79	-140	-165
其他流动资产	877	1055	1252	1491	1762	研发费用	0	110	110	110	110
非流动资产合计	2599	3094	2792	2637	2482	资产减值损失	64.83	58.07	58.07	58.07	58.07
长期股权投资	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	0.00	41.71	0.00	0.00	0.00
固定资产	1745	1715	1578	1441	1304	投资净收益	276.91	282.13	133.28	55.40	82.16
无形资产	319	312	293	276	259	加: 其他收益	78.37	90.94	90.94	90.94	90.94
其他非流动资产	16	20	0	0	0	营业利润	3621	3832	4414	5001	5636
资产总计	27703	30378	34381	38822	43865	营业外收入	7.04	7.43	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	7524	10186	10352	10696	11123	营业外支出	5.92	13.26	15.00	15.00	15.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	3622	3826	4419	5006	5642
应付账款	3584	4222	4542	5010	5562	所得税	489	536	619	702	791
预收款项	1088	859	607	327	17	净利润	3133	3290	3799	4304	4851
一年内到期的非流动	0	1799	1799	1799	1799	少数股东损益	-12	-17	20	15	20
非流动负债合计	2035	269	255	255	255	归属母公司净利润	3145	3307	3779	4289	4831
长期借款	3	3	3	3	3	主要财务比率					
应付债券	1797	0	0	0	0						
负债合计	9560	10455	10607	10952	11378	成长能力					
少数股东权益	105	140	160	175	195	营业收入增长	8.50%	9.84%	9.92%	10.96%	11.19%
实收资本 (或股本)	1041	1041	1,277.40	1,277.40	1,277.40	营业利润增长	9.06%	5.83%	15.18%	13.31%	12.69%
资本公积	1247	1247	1247	1247	1247	归属于母公司净利润	14.29%	13.50%	14.29%	13.50%	12.62%
未分配利润	14809	16445	19918	23860	28299	获利能力					
归属母公司股东权益	18038	19782	23614	27695	32291	毛利率 (%)	31.19%	30.55%	31.09%	31.50%	31.60%
负债和所有者权益	27703	30378	34381	38822	43865	净利率 (%)	12.88%	12.32%	12.94%	13.21%	13.39%
现金流量表						总资产净利润 (%)	11.35%	10.88%	10.99%	11.05%	
单位: 百万元						ROE (%)	17.44%	16.72%	16.00%	15.49%	14.96%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
经营活动现金流	1156	2630	2167	2456	2687	偿债能力					
净利润	3133	3290	3799	4304	4851	资产负债率 (%)	35%	34%	31%	28%	
折旧摊销	436.49	433.30	0.00	137.22	137.22	流动比率	3.34	2.68	3.05	3.38	3.72
财务费用	73	163	-79	-140	-165	速动比率	2.18	1.70	2.00	2.26	2.52
应收账款减少	0	0	-184	-223	-253	营运能力					
预收账款增加	0	0	-252	-280	-311	总资产周转率	0.93	0.92	0.91	0.89	0.88
投资活动现金流	-352	-859	7565	-10	17	应收账款周转率	22	17	15	15	15
公允价值变动收益	0	42	0	0	0	应付账款周转率	7.17	6.84	6.70	6.82	6.85
长期股权投资减少	0	0	125	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	277	282	133	55	82	每股收益 (最新摊薄)	3.02	3.18	2.96	3.36	3.78
筹资活动现金流	-912	-1620	98	-68	-69	每股净现金流 (最新)	-0.10	0.15	7.70	1.86	2.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	17.32	19.00	18.49	21.68	25.28
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	236	0	0	P/E	27.71	26.31	28.29	24.92	22.13
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.83	4.41	4.53	3.86	3.31
现金净增加额	-108	151	9830	2379	2635	EV/EBITDA	20.89	19.40	21.35	18.64	16.15

资料来源：公司财报、东兴证券研究

分析师简介

医药首席分析师：胡博新

药学专业，9 年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：王敏杰

医药生物行业分析师，中央财经大学金融学硕士、中山大学医学学士，2019 年加入东兴证券研究所，主要覆盖中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。