



云南白药： 混改或成救命稻草

一方面业绩增长缓慢，另一方面又遭受信任危机。内忧外患之下，此次混改也被看作云南白药的“救命稻草”。

文 | 孙斌

2018年A股最受瞩目的并购案终于在2019年初拉开帷幕。

云南白药(000538.ZS)1月8日发布公告称，公司召开2019年第一次临时股东大会，审议《关于云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司的方案议案》，此次吸收合并方案获股东大会审议通过，出席大会的中小股东

中有99.26%对本次方案表示赞成。

交易完成后，白药控股的全部资产、负债及其他权利与义务均由云南白药承继，云南省国资委和新华都将各自持有云南白药25.14%股权。

眼下的云南白药正处于多事之秋：公司内部，一场围绕股东权益、企业决策权的资本博弈暗潮涌动；经营层面，传统业务增长乏力，创新

发展缓慢等问题逐渐浮现；舆论场上，云南白药制剂、云南白药牙膏等核心产品频频成为公众质疑的焦点。

此番资产重组被视为云南白药的自救之举。内忧外患之下，其成功与否备受瞩目。

二次混改

2018年9月18日，云南白药发布白药控股整体上市的公告，原本计划在10月19日前披露有关方案，但因“交易结构和相关事项非常复杂”多次延期。最终在11月1日发布交易预案。

值得注意的是，在10月31日召开的董事会上，持股9.36%的平安人寿董事会代表、平安信托有限责任公司副董事长、总经理宋成立投出了反对票，其理由是“公司没有将重组后对股东的价值回报阐述清楚”。平安信托的反对票为云南白药此次重组蒙上了阴影。

事实上，此次混改是云南白药第二次混改。早在2016年底，云南白药实施了第一次混改。彼时，云南白药已上市23年，云南省国资委通过白药控股，持有公司4.32亿股股份，占总股本的41.52%；另外两大股东云南合和、平安人寿，分别持股10.09%和9.36%。

第一次混改，云南白药控股股东白药控股，先是以增资方式引入新华都实业集团股份有限公司和云南国资委，各执50%的股份。此后，又引入江苏鱼跃，进而形成云南国资委、新华都、江苏鱼跃分别掌握白药控股45%、45%、10%的股份格局。三者间接持有18.684%、18.684%、4.152%的云南白药股份。

根据云南白药的预案，白药控股整体上市方案分两步走：

一是定向回购。由白药控股定向回购新华都及其一致行动人持有的白药控股部分股权并

在白药控股层面进行定向减资，目的是确保云南省国资委与新华都及其一致行动人在交易后的持股比例相同。

二是吸收合并。云南白药通过向白药控股的三家股东云南省国资委、新华都及江苏鱼跃发行股份的方式对白药控股吸收合并。

两步走完成后，云南白药将为存续方承继及承接白药控股的全部资产、负债、合同及其他一切权利与义务，白药控股将注销法人资格。

第二次混改，主要是吸收合并白药控股，深化混改走进新时代。

首先，上市公司向白药控股三大股东云南国资委、新华都、江苏鱼跃定向发行6.68亿股，初定价格每股76.34元；将三股东原来持有的4.32亿股注销；实际增加2.34亿股。

其次，将白药控股的其他资产注入上市公司。白药控股资产注入上市公司后白药控股注销法人资格，不再持有上市公司股份。

第三，方案实施前，云南国资委、新华都、江苏鱼跃分别持有白药控股45%、45%、10%的股份，新华都还直接持有上市公司4.35%的股份。方案完成后，云南国资委、新华都、江苏鱼跃分别在上市公司持股25.1%、25.1%、5.58%，云南国资委及新华都并列第一大股东。

白药控股副董事长汪戎表示，本次吸收合并将为上市公司注入大体量资金，不仅能有效提升云南白药现有业务资源的市场竞争能力，而且充分体现云南白药加快实施公司发展战略布局的决心。

另外，云南白药在公布吸收合并白药控股方案的同时，推出股份回购计划：在二级市场回购不超过2000万股（占总股本1.92%），价格不超过76.34元/股，总金额不低于7.64亿元，不超过15.27亿元，回购的股份将全部用于实施

眼下云南白药正处于多事之秋：一场围绕股东权益、企业决策权的资本博弈暗潮涌动；传统业务增长乏力，创新发展缓慢等问题逐渐浮现；云南白药制剂、云南白药牙膏等核心产品频频成为公众质疑的焦点。

如今云南白药配方被列为国家最高保密级别“国家绝密级”，保密期限永久（目前获此殊荣的仅云南白药与片仔癀两家）。

员工持股计划。市场猜测，此举主要是出于提振市场对于公司的信心，推动吸收合并方案顺利进行的目。

白药真相

1902年，彝族名医曲焕章先生集中华传统医学与民族医药之大成，创制出云南白药（原名“曲焕章百宝丹”）。如今云南白药配方被列为国家最高保密级别“国家绝密级”，保密期限永久（获此殊荣的仅白药与片仔癀两家）。

云南白药于1993年登陆资本市场，上市25年来总市值增长了142倍，在医药行业上市公司中位居第一，位列A股涨幅榜第一位。上市以来，公司营收、归母净利润连续24年保持正增长，2017年实现收入243亿元，归属于母公司的净利润2017年实现31亿元，年复合增长率分别达到29%和26%。

公司在过去近20年的发展中不断推陈出新：管理机制上，首次推行事业部架构，升级生产管理；产品结构上，传统白药不断开发新剂型，还开发出牙膏、洗发水、卫生巾等大健康品类；技术创新上，建立首席科学家制，将个人利益与研究成果紧密挂钩，分配财务“成果共享”方式，研发模式创新把新产品研究开发推向高潮；品牌营销上，通过明星代言和体育赞助，一改以往老化形象，消费群体从40岁以上的人群扩展至年轻一代，让品牌重新焕发青春。

依托云南白药在止血抗炎药品领域的强大优势，公司于2003年推出云南白药牙膏，主打缓解牙龈出血等功效。经过15年发展，2017年收入已超过40亿元，整体市占率约18%，在国内市场中位列第二，仅次于黑人牙膏的21%。

云南白药牙膏的成功运作开辟了高端牙膏的蓝海，问世5年即成长为10个亿的核心产品，

净利率常年维持在30%以上，2017年市场份额提升至17.8%，2018年上半年达到18.1%，居国内牙膏市场份额第二，民族品牌第一。

除了众所周知的云南白药牙膏外，云南白药还涉足洗发水和卫生巾领域，且都取得较好的成绩。云南白药健康品事业部营收从2012年的17.61亿元增至2017年的37.57亿元，年均复合增长率20.86%。形成了以白药牙膏为代表的口腔产品群、以“养元青”和“清逸堂”为代表的洗护产品群、以“采之汲”面膜为代表的美肤产品群。目前白药牙膏仍是“大健康”板块中的最核心产品。

不过，在经历了多年高速增长之后，云南白药也遇到发展瓶颈。

2018年三季度财报显示，公司单季营收同比增长12%，前三季度营收同比增长10%，单季净利润同比增长不到6%，前三季度净利润同比增长低于5%。而在2013年，两者增速分别达到105%和57%。

成长速度大幅下降，药品事业部的增长缓慢是一个关键因素。云南白药健康事业部2011~2016年复合增长率超25%，而药品事业部作为传统业务和老字号的内核所在，同期复合增长率才不到10%。

目前，云南白药主营业务分为四大事业部：健康产品（占比17%）、中央产品（占比20%）、商业流通（占比56%）、中药资源（占比4.6%）。尽管商业流通业务占比最高，但健康日化品才是利润的主要来源，2017年贡献了49%的毛利，其次是白药系列药品（毛利占比28%）、商业流通（13%）、中药（9%）。

云南白药传统业务发展缓慢，加上以传统国药为卖点的白药牙膏的部分功效竟然来自于西药，难免会让消费者认为“国家级绝密配方”

只是个噱头，从而对公司的产品失去信心。2018年10月21日，微博认证为“三甲医院血液科执业医师”的科普医生发文称，其在云南白药牙膏成分中发现了“氨甲环酸”，而这是血液科医生常用的止血药，并且还是处方药，并质疑该牙膏“挂羊头卖狗肉”。这样，靠着牙膏业务支撑业绩的云南白药也面临着失去消费者信任的危机。

一石激起千层浪。云南白药被迅速推上了风口浪尖，随之而来的是消费者的担忧与质疑。虽然众多医生对氨甲环酸的安全性纷纷作出解释，但“药物安全”事关重大，云南白药仍然成为舆论热点。事后，云南白药官方发表了声明，称牙膏未使用禁用成分。

一方面业绩增长缓慢，另一方面又遭受信任危机。内忧外患之下，此次混改也被看作云南白药的“救命稻草”。

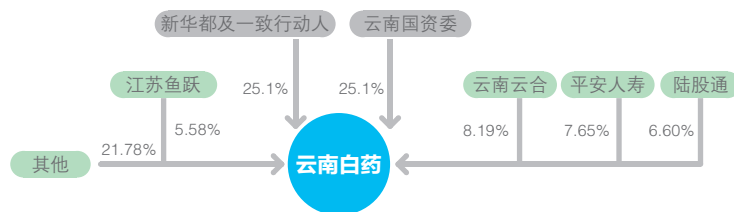
救命稻草

云南白药吸收合并的交易规模为510亿元，被认为是2018年A股最受瞩目的并购案例之一。混改将会给公司带来怎样的影响？

公告显示，云南白药此次重大资产重组股份增发定价确定为76.34元/股，相比停牌前1个交易日收盘价70.23元/股，溢利率8.7%。同时，此前长期悬而未决的员工激励问题得到有效解决，同样以溢价回购股份用于员工持股计划，充分彰显出管理层对公司未来发展的信心。

通过本次吸收合并，控股公司及其关联方将资金和优质资源整合到上市公司体内，使得控股股东和上市公司股东的利益趋于一致，尤其是控股公司引入战略投资者时获得的约200亿元高流动性资产（控股公司流动资产扣除流动负债金额约为200亿元）。

吸收合并白药控股后公司股权结构



> 资料来源：公司公告，东兴证券研究所

同时，云南白药通过吸收合并母公司，实现两个平台合二为一，能够大大简化管理层级，提高决策效率，并从根本上解决母子公司之间同业竞争和关联交易的问题。公司过去十多年来的发展基本依赖内生增长，而外延发展却受限于资金和治理结构的束缚。本次吸收合并将控股公司现金资产注入体内，标志着公司“外延之路”正式迈开，预计公司未来发展有望聚焦新赛道。

目前云南白药已经制定了短、中、长期发展目标：短期内将继续巩固和大力发展现有业务板块，通过产品提升公司业务收入；中期公司有望借助资金优势，通过 license-in（品种授权引进）战略，快速补充药品领域产品线，实现公司在创新药领域的战略性布局；长期来看，公司将把握医疗产业变革的机遇，实现在医疗服务领域的突破。

随着混改落地，吸收合并白药控股的推进，公司经营层面有望迎来积极变化，管理层及基层员工活力有望增强。2019年，将成为云南白药发展产生重要变化的一年，并有望开启公司的新一轮增长。□