

上接 01 版

# 钟南山称白云山板蓝根对新冠病毒有效： 广药股价坐上过山车

对此，宾夕法尼亚大学医学院副教授张洪涛表示，钟南山院士的表述很严谨，他说的是体外实验有效，这与最终证实白云山板蓝根对新冠肺炎有治疗效果还有十万八千里的距离，外界完全没有必要激动得上蹿下跳。

据广药白云山官微发布的消息，钟南山院士的原话是：新冠肺炎疫情发生以来，研究团队与广药集团合作，对广药集团旗下10个企业的16个已上市中成药开展了抗新型冠状病毒的体外药效筛选，最终发现白云山复方板蓝根颗粒具有体外抑制药效，为广东中医药界抗新型冠状病毒药物的深入研究和临床应用注入了新动力。

北京市三甲医院一位心胸肺科医生向《企业观察报》解释，验证一种药物是否对某种疾病有效，需要遵循严谨的循证医学方法、进行完整的药物有效性评估，在这之后才能作为药物上市或拓宽适应证的依据。

如何理解钟南山院士所说的体外抑制药效？该医生解释，药物实验必须经过三个阶段，一是药物筛选和体外实验，二是动物实验，三是人体临床实验，只有在体外实验中取得疗效才会推进到动物实验，在动物实验中取得疗效后才能进行人体临床实验。

“钟南山院士研究团队对白云山板蓝根进行的只是体外实验，即在人体之外的环境中，在细胞或生物分子层面上进行实验，也被称为‘试管实验’，并不是人体临床实验，因此不能说明白云山板蓝根能够有效治疗新冠肺炎。”前述医生说。

“就像今年初被抢购一空的双黄连，同样是被专家验证‘体外有效’，但至今还没有看到人体临床治疗有效的证据。”张洪涛说，所以面对这个“体外实验”的结果，外界没必要跟风去抢购白云山板蓝根这类药品。白云山板蓝根对于治疗新冠肺炎是否有效，还需等待正规严格的三期临床实验结果。

对比国际上相似的事例，抗埃博拉病毒药物瑞德西韦、艾滋病药物洛匹那韦/利托那韦、抗疟疾药物羟氯喹都在早期实验中被暗示存在抵抗新冠病毒的可能性，但在最后的人体临床实验中均告失败。

10月16日，世卫组织总干事谭德塞表示，“团结试验”中期结果表明，瑞德西韦、羟氯喹、洛匹那韦/利托那韦以及干扰素治疗在防治新冠肺炎患者死亡或缩短住院时间上几乎没有效果。

值得注意的是，尽管如此，广药集团仍然决定将白云山板蓝根、复方板蓝根的科研项目落地澳门并进行产业化。据广药白云山发布，广药集团董事长李楚源在研讨会上表示，“该项目将由钟南山担任首席科学家，并领导团队开展白云山板蓝根研究成果的快速、高效转化；这是广药集团澳门国际总部成立后的首个落地项目，也是广药集团瞄准海外市场，加速中药国际化的重要布局。”

## 股价“过山车”，广药白云山值不值得投资？

白云山10月18日发布澄清公告后，公司股价旋即下跌，这引发了来自资本市场的讨论——热钱投机之外，作为广东国企广药集团控股的老牌中药企业，白云山还值不值得投资？

白云山披露的2020年上半年报告显示，公司上半年营收3047亿元，同比下滑861%，归母净利润1764亿元，同比下滑3075%。

尽管白云山将业绩下滑归因于新冠疫情影响，但有投资者指出，在国内疫情较为稳定的第二季度，白云山的经营



业绩反而比第一季度下滑严重，例如，第二季度公司归母净利润下滑幅度扩大至4912%。

事实上，自2018年白云山业绩达到顶峰后，公司股价便开启了“过山车”式的下行。“10年前，白云山利润翻了15倍，如今的白云山怎么了？”持有白云山股票的投资者都在问。

白云山的前身是广东白云山中药厂，在广药集团、白云山董事长李楚源的带领下，经过20年的发展，白云山的业务范围已涵盖中西成药、原料药、大健康产品、医疗服务等领域，旗下拥有陈李济、敬修堂、潘高寿等多家老字号药厂，以及王老吉凉茶、龟苓膏以及国内首个“伟哥”仿制药“金戈”等27家知名公司及机构。

具体来看，白云山的业务分为大南药、大健康、大商业和其他（即大医疗）四大板块，其中，板蓝根和“金戈”属大南药板块；知名度最高的王老吉构成了大健康板块；大商业板块则主要经营医药流通业务；其他业务则包括广州白云山医院、润康月子公司等项目。

“摊子越铺越大，公司基本面却越来越差。”独立财经评论员郭施亮对《企业观察报》说，白云山增收不增利，投资回报率低，导致了投资者和投资机构纷纷用脚投票。

在郭施亮和许多投资机构看来，作为一家中药企业，白云山却过分依赖王老吉凉茶和“中国版伟哥”金戈赚钱，四大板块业务发展失衡，是公司业绩乏善可陈的症结，随着国家药品集中采购制度的逐步实施、国内仿制药企竞争打起价格战，以及大健康板块衰落等内外部环境的变化，白云山的业绩和市场地位也逐渐落后。

在外界看来，广药白云山更像是一家卖凉茶和“中国版伟哥”的销售公司。而从白云山披露的财报可以看到，大健康板块占据了白云山利润的半壁江山，王老吉仍是白云山的主要利润来源。

这也体现在公司现金流上，据财报，今年上半年，白云山经营活动产生的现金流为-24亿元，同比大跌15976%。对此，白云山解释称，因受到新冠疫情影响，本公司下属全资子公司王老吉大健康公

分业务	主营业务收入		主营业务成本		毛利率	
	主营业务收入 (人民币千元)	同比增减 (%)	主营业务成本 (人民币千元)	同比增减 (%)	毛利率 (%)	同比增减 (百分点)
大南药	5,601,804	(17.14)	3,325,931	(10.86)	40.63	减少 4.18 个百分点
大健康	4,501,417	(23.11)	2,263,167	(23.32)	49.72	增加 0.14 个百分点
大商业	20,182,741	(1.68)	18,767,868	(1.89)	7.01	增加 0.20 个百分点
其他	89,530	55.53	65,901	41.83	26.39	增加 7.11 个百分点
合计	30,375,492	(8.51)	24,422,867	(5.05)	19.60	减少 2.51 个百分点

2020年上半年白云山四大业务板块业绩来源：白云山半年报

司本报告期销售收到的货款同比减少，致使经营性活动现金流量净额同比减少。

除了王老吉，金戈也是近几年白云山大南药板块的支柱之一。作为国内首个“伟哥”仿制药，金戈一直被视作白云山的“现金奶牛”，2017年-2019年，金戈毛利率分别达到了92.54%、87.31%、90.65%。

但是随着“金戈”未能中标最近一轮国家药品集中采购，以及王老吉市场销量见顶和新冠肺炎疫情影响，白云山两大利润来源双双失守。

“如果往回追溯，实际上，白云山2018年那一波的业绩高点，主要是因为其收购的王老吉大健康与广州医药与上市公司白云山合并报表所致，并不代表白云山真正的盈利能力。”有熟悉白云山的投资机构人士对《企业观察报》说。

“并购在增加公司收入规模的同时，也带来了巨额成本，综合白云山近年来的财务数据进行分析，作为一个医药公司，白云山的毛利率平均接近20%，而净利率仅为5%左右，盈利水平堪忧。”该投资人说，并购能够给公司业绩带来一次跨越式的增长，但未必能给公司带来持续的高增长，白云山就是典型的例子。

白云山近年来也开始实施多元化战略，试图摆脱上述尴尬局面。而此次如广药集团、白云山董事长李楚源所说，在澳门大力发展白云山板蓝根产业化项目，是广药集团瞄准海外市场，加速中药国际化的重要布局。

广药白云山能靠板蓝根扭转“摊子越铺越大，公司基本面却越来越差”的

现状吗？《企业观察报》接触的医药行业人士普遍认为，板蓝根是一种门槛很低的中成药，即便真的有大量市场需求，也很容易像制造口罩那样形成恶性竞争，“上半年国内口罩那么火，但真正靠生产口罩赚钱的上市公司却是屈指可数。”

## 分拆子公司赴港上市，白云山实现千亿市值有“底气”？

梳理白云山的发展历程就会知道，白云山的摊子之所以越铺越大，是因为广药集团、白云山董事长李楚源在2015年给白云山制定了一个“千亿市值”的目标，并为之开启了一系列业务整合、收购和扩张。

白云山方面曾向外界宣称，“公司将继续夯实大南药、大健康、大商业、大医疗四大产业板块的发展实力，有望成为国内首家成功迈入‘千亿市值俱乐部’的健康产业龙头企业。”

当年白云山的这一口号，还引来了上交所的关注，可是5年过去了，白云山仍然没有实现这个目标。而当年与白云山并称为中药快消品“三剑客”的云南北药和片仔癀均突破了千亿市值大关：截至10月20日收盘，云南北药股价103元，市值1319亿元；片仔癀股价244元，市值1475亿元，已远超白云山。

对此，清华大学医院管理研究院创始人刘庭芳等多位学者向《企业观察报》指出，尽管白云山拥有安宫牛黄丸、华佗再造丸、复方丹参片、蜜炼川贝枇杷膏等上百种中药产品、各类剂型30余种、近2000个品种规格、独家生产品规超过

100个，管线之丰富堪称业界翘楚，但是在如此之多的药品中，却没有产生像云南白药那样的明星产品矩阵，白云山在消费者心中和消费市场上，并未形成较强的品牌影响力。

创新能力不足，是近些年投资者对白云山感到不满意的地方。“目前国内医药行业的中成药板块增长乏力，中药企业必须加大创新研发力度。可是，白云山显然不像是一个创新型药企。这些年来白云山的研发投入一直偏低，其研发投入占营业收入的比例常年低于2%，在整个行业中也是低水平。”持有白云山股票的投资者说。

白云山研发进度缓慢能够从其公告中窥见一二：2019年底白云山公告，公司“大南药”研发平台建设项目实施时间延期至2022年12月31日。

更糟糕的是，白云山旗下多款产品因质量不达标、发布虚假广告屡遭监管部门通报处罚，这无疑给公司声誉蒙上了一层阴影；近期，白云山因旗下控股子公司药品GSP跟踪检查不达标，遭广东省药监局限期整改；2019年3月，广东省药监局发布了《关于依法处理广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂盐酸环丙沙星片有关问题的公告》，2018年11月原国家食药监局发布公告称，白云山制药总厂生产的盐酸环丙沙星片存在不符合《药品质量管理规范（2010年修订）》的缺陷。

“现在的白云山，可以说是落入了‘千亿市值’的陷阱。”前述投资机构人士表示，但是对于白云山，今年或许还有一件事可以期待，那就是分拆子公司广州医药公司赴港上市。

基于广州医药公司在医药流通领域的优势，2018年白云山以近20亿元的价格从联合美华中收购了广州医药的绝对控制权，并于2019年9月宣布启动广州医药的分拆上市工作。

在当时发布的公告中，白云山细数了收购并分拆广州医药赴港上市的好处：行业集中度不断提升，公司通过收购广州医药公司做大医药流通业务规模；拓宽公司境外融资渠道，加速公司国际化战略的实施；利于提升公司作为控股股东的声誉和投资回报；提升市场估值。

白云山在2020年半年报中再度强调，公司将继续推进此事，以优化商业板块资源配置，加快转型发展。

在市场竞争中已落下风的广药白云山，能否凭借此次分拆子公司境外上市扳回一局，实现当年定下的千亿市值目标？

有医药行业人士认为，白云山控股广州医药后，可以与公司旗下的采芝林药业连锁、健民药业连锁在终端产生协同作用，但究其体量和规模，在大型医药流通企业的挤压下，白云山面对市场的挑战依然很大。

通过财报数据对比也可以看出，目前国内医药流通行业的市场份额，主要被国药控股、上海医药和华润医药三大巨头把持，2020年上半年，国药控股营收约2038亿元，上海医药营收约872亿元，华润医药营收约770亿元；而白云山上半年营收仅3047亿元。

广药白云山的千亿市值计划，究竟是陷阱还是馅饼？目前外界不看好的声音居多，但也有投资者认为，白云山属于低估值、高成长型企业，未来空间大。随着公司的成长，想要实现千亿市值不是梦。

“无论如何，公司想要发展就必须加强自身的业务能力，提升核心竞争力，保障业绩的持续增长力，这些才是白云山未来发展的关键所在。”这是资本市场和医药行业比较一致的看法。■