

桂林三金(002275)

报告日期: 2023年04月14日

处于重估起点的“老字号”

——桂林三金深度报告

投资要点

□ 价值重估: 真实利润新高, 有较高价值重估空间

2021年公司经营性业务利润已从2020年疫情低点恢复并创新高到5.4亿, 但研发子公司战略亏损加大, 使表观合并净利润只有3.4亿, 导致股价变化并未反应经营性业务大幅改善的内在变化。按照经营性业务利润估值, 具有较高价值重估空间。

□ 品牌中药主业进入成长新阶段

公司核心产品三金片和西瓜霜系列是各自领域头部中药品牌。随着品牌力强化, 产品市占率提升, 资产经营效率也明显得到提升。2018-2021年, 母公司应收项目周转天数处于下降趋势。2021年, 母公司ROE从疫情影响中恢复并创新高到18%, 资本回报率ROIC达到34%。2023年, 品牌中药业务在疫后复苏和新产品驱动下, 进入到成长新阶段。

□ 上海三金生物作为创新药研发和生产平台, 是“一体两翼”战略重要布局

上海三金生物的宝船生物和白帆生物是公司创新药研发和生产平台, 是“一体两翼”战略的重要布局。创新药研发子公司宝船生物并购赛金生物成为创新药资产重估转折点, 抗体生产子公司白帆生物开始承接外部客户生物CMO业务, 生物药研发和生产两大平台都处于延展性发展新阶段。

□ 盈利预测与估值

我们预计2022-2024年公司营业收入分别为19.69亿/22.64亿/26.04亿元, 同比增速为13%/15%/15%, 净利润分别为3.26亿/4.86亿/6.15亿元, 同比增速为-5.15%/48.99%/26.62%; 对应PE分别为31.72x/21.27x/16.81x。考虑到公司OTC业务占比较高, 我们选取了同样具有OTC布局的中药企业华润三九、云南白药、羚锐制药作为可比公司, 同时考虑到公司2023-2024增速高于可比公司, 因此给予目标公司2023年25倍PE, 对应20.69元, 18%上涨空间, 首次覆盖予以“增持”评级。

□ 风险提示

中药材价格波动风险; 创新药研发失败风险; 生物药CMO产能利用率不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,741	1,969	2,264	2,604
(+/-) (%)	11.15%	13.06%	15.00%	15.00%
归母净利润	344	326	486	615
(+/-) (%)	24.08%	-5.15%	48.99%	26.62%
每股收益(元)	0.58	0.55	0.83	1.05
P/E	30.09	31.72	21.27	16.81

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

投资评级: 增持(首次)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

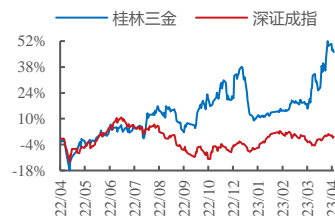
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.60
总市值(百万元)	10,341.21
总股本(百万股)	587.57

股票走势图



相关报告

正文目录

1 真实利润创新高，分部估值下重估空间较高	4
1.1 复盘：出清经营包袱，价值重估开启	4
1.2 表观利润低增长，掩盖实际主营业务利润创新高	5
1.3 主营业务利润为基数估值，具有较高价值重估空间	5
2 母公司品牌中药主业进入成长新阶段	6
2.1 母公司报表看品牌中药主业高质量经营	6
2.2 品牌中药主业步入增长新阶段	8
2.2.1 三金片是泌尿感染中药第一品牌，三金颗粒带来处方市场新增量	8
2.2.2 西瓜霜系列是国内口腔咽喉 OTC 市场头部品牌	9
3 上海三金生物，创新药资产整合成为价值重估转折点	10
3.1 宝船生物的抗体药研发和整合	10
3.1.1 宝船生物在研管线	10
3.1.2 并购赛金生物，整合创新药研发资产	11
3.2 白帆生物的抗体药生产和 CMO 代工	12
4 员工持股计划提升经营积极性	12
5 盈利预测与投资建议	13
5.1 收入拆分	13
5.2 盈利能力	14
5.3 估值和投资建议	14
6 风险提示	14
7 附表	15

图表目录

图 1: 2017-2023 年股价、估值和业绩变化(亿元).....	4
图 2: 2021 年母公司净利润创新高(亿元).....	5
图 3: 2017-2022H1 母公司收入和利润(亿元).....	5
图 4: 创新药亏损导致合并净利润低于母公司净利润(亿元).....	6
图 5: 2021 年母公司利润贡献和研发子公司利润亏损(亿元).....	6
图 6: 2017-2022H1 母公司收入占中药业务收入比例(亿元).....	6
图 7: 2021 年公司母公司和子公司的收入结构(亿元).....	6
图 8: 2021 年母公司利润表(亿元).....	7
图 9: 母公司应收项目周转天数(天).....	7
图 10: 2017-2022H1 公司净资产收益率.....	7
图 11: 2021 年母公司资产负债结构(亿元).....	7
图 12: 公司中药产品收入占比.....	8
图 13: 公司中药业务收入(亿元)和增速.....	8
图 14: 泌尿系统感染中成药和化学药销售额比例.....	9
图 15: 泌尿系统感染中成药销售规模(亿元)对比.....	9
图 16: 中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP5 厂家市场格局.....	9
图 17: 中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP10(亿元).....	9
图 18: 上海三金生物收入和净利润.....	10
图 19: 宝船生物在研管线.....	11
图 20: 白帆生物的生物 CMO 代工业务.....	12
图 21: 公司股权结构图.....	15
表 1: 员工持股计划股份认购比例.....	12
表 2: 股权激励解锁方案.....	12
表 3: 2020-2024E 公司分部业务拆分和盈利预测(单位: 百万).....	13
表 4: 可比公司估值.....	14
表 5: 桂林三金主要在售独家产品.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

1 真实利润创新高，分部估值下重估空间较高

1.1 复盘：出清经营包袱，价值重估开启

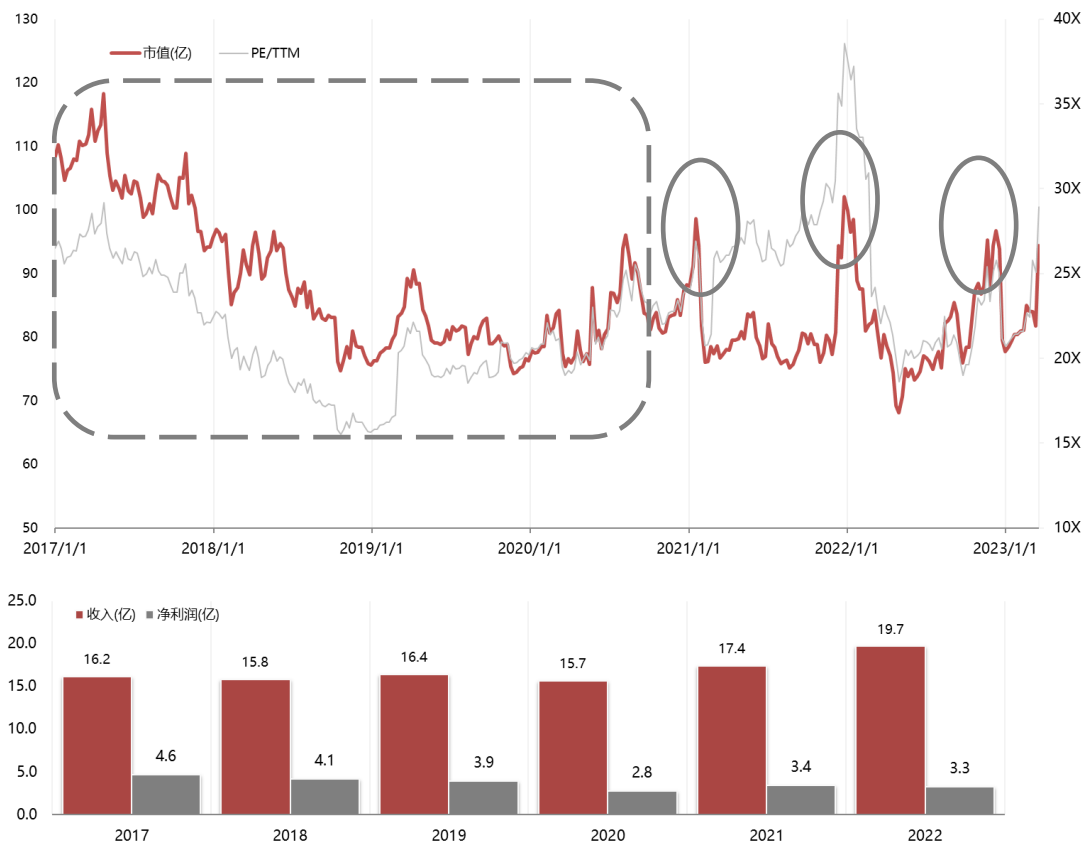
复盘：出清经营包袱，价值重估开启，核心驱动来自主营业务持续改善，创新业务整合带来价值兑现。

2017-2020年，股价单边下跌阶段。公司2017-2020年收入保持16亿左右规模，但销售费用和研发费用持续增加，导致净利润下滑，同时疫情对2020年影响较大。这个阶段是典型净利润下降导致估值下滑的戴维斯双杀阶段，净利润从2017年4.6亿下降到2020年2.8亿。PE/TTM估值从最高30X下降到最低15X，市值从最高120亿下跌到最低75亿。

2021-2022年，股价底部震荡阶段。2021/2022年表观净利润都在3.3-3.4亿，研发投入强度高，虽然经营性利润增长，但合并利润增速不足。2020年底、2021年底和2022年底，公司股价都曾跟随中药板块出现过短期上涨，但由于缺乏后续驱动力，股价上涨之后都有所回落。

2023年至今，价值再认知，股价新驱动。2023年以来，中药主要投资主线是价值重估，价值重估模式可能是国企改革预期改善、公司价值再认知等多种模式。桂林三金处于经营性业务创新高、旗下创新药资产整合的转折点，有望完成创新药资产亏损拖累利润到创新药价值体现的预期转变，从而驱动股价上涨。

图1：2017-2023年股价、估值和业绩变化(亿元)



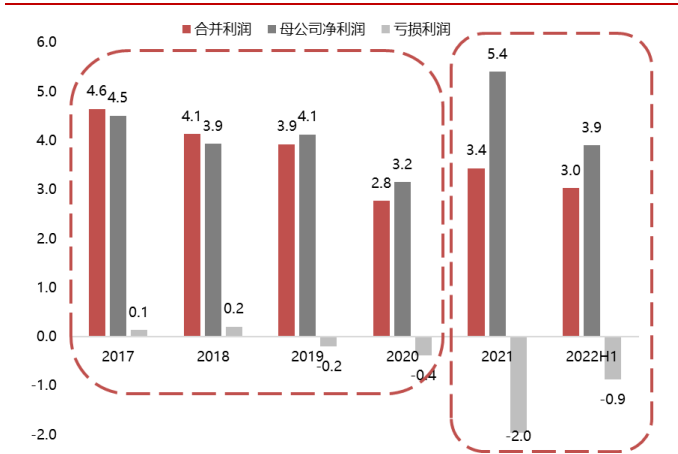
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 表观利润低增长，掩盖实际主营业务利润创新高

市场预期：2021年后，股价整体震荡走势，即使短期上涨，后续也出现回调。主要是市场认为2021-2022年的表观净利润分别只有3.4亿/3.3亿，尚未恢复到疫情前2019年3.9亿净利润水平。PE/TTM估值仍然处于疫情前20-25X估值水平。

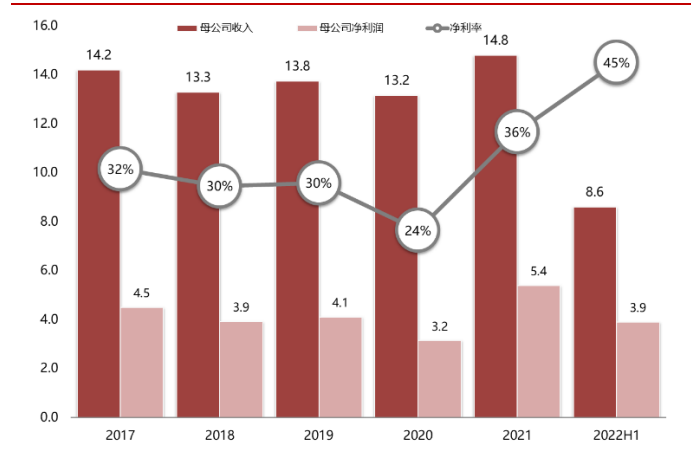
与众不同：我们分析公司经营业绩，发现2021年公司开始加大研发投入，导致创新药子公司战略亏损增加。扣除创新药亏损，实际母公司主营业务净利润2021年已经达到5.4亿，净利率超过35%，创历史新高。

图2：2021年母公司净利润创新高(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2017-2022H1 母公司收入和利润(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

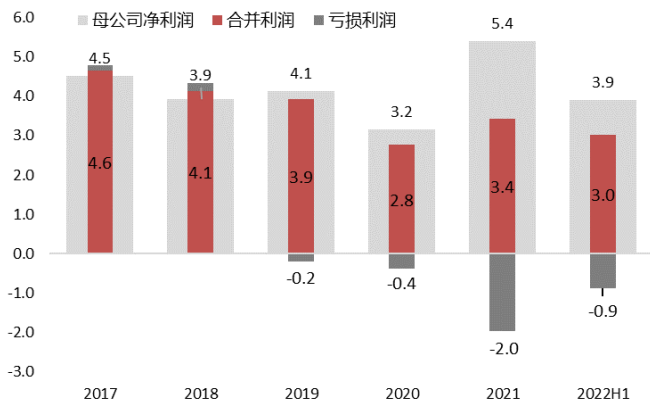
1.3 主营业务利润为基数估值，具有较高价值重估空间

整体利润为基数，估值低估：合并报表利润低于母公司真实经营性利润，导致整体估值法的利润基数偏低。我们拆分不同业务净利润，发现随着公司创新药研发和生产布局深入，创新药平台子公司上海三金生物的亏损幅度增加，2021年上海三金生物亏损超过2亿元，导致母公司虽然有5.4亿主营业务净利润，但表观合并报表净利润只有3.4亿，按照合并利润为基数计算整体估值，价值低估。

经营业务利润为基数，更高估值空间：2023年中成药业务预测收入20.67亿，按照35%净利率计算，品牌中药业务对应7.24亿净利润。即使不考虑创新药分部估值价值，按照2023年7.24亿经营性业务利润计算，股价具有更高估值空间。

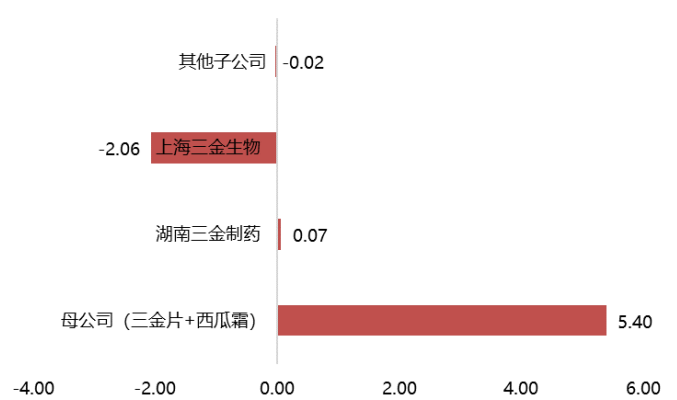
对于具有盈利性经营业务和亏损性创新药业务的企业，分别计算各业务的内在价值更能够体现盈利性经营业务的现金流价值和创新药业务的在研管线资产价值。

图4： 创新药亏损导致合并净利润低于母公司净利润(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 2021年母公司利润贡献和研发子公司利润亏损(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

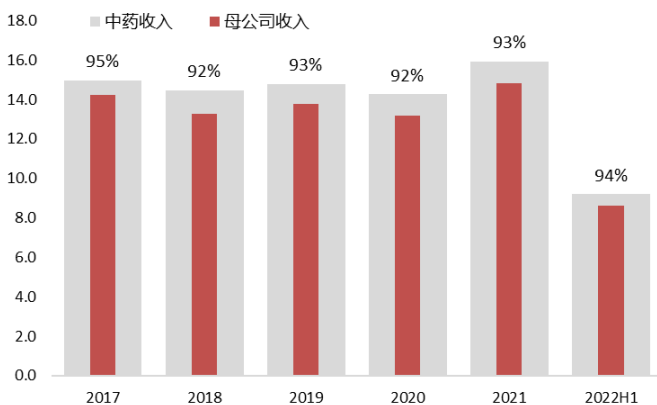
2 母公司品牌中药主业进入成长新阶段

公司主要药品包括母公司旗下的三金片、桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片、眩晕宁片/颗粒、脑脉泰胶囊以及湖南三金旗下的玉叶解毒颗粒、拉莫三嗪片等。

2.1 母公司报表看品牌中药主业高质量经营

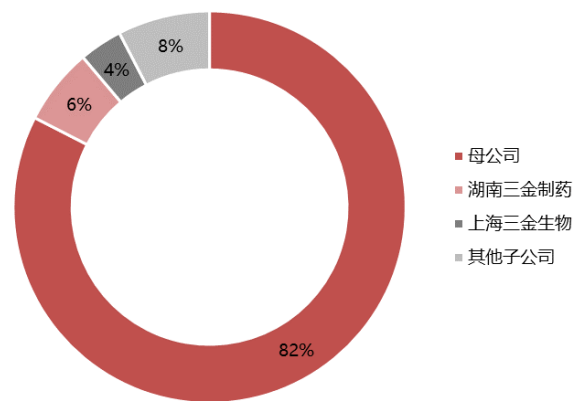
母公司收入与三金片和西瓜霜系列等核心中药产品销售收入匹配度较高，同时2021年报显示母公司收入占合并报表收入82%，意味着分析母公司报表，可以评估公司主要经营业务的经营质量和核心中药产品的真实经营趋势。

图6： 2017-2022H1 母公司收入占中药业务收入比例(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 2021年公司母公司和子公司的收入结构(亿元)



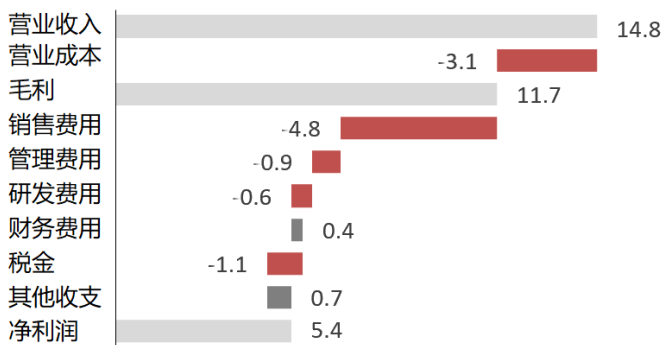
资料来源：Wind，浙商证券研究所

母公司品牌中药业务经营质量高，未来有望重新恢复增长。2018-2021年母公司应收项目周转天数处于下降趋势，经营效率改善。2021年盈利能力提升，净利率超35%，资本回报率ROIC达到34%，从而可以看出公司品牌中药业务已经从疫情影响中恢复。2023年，疫后复苏叠加公司品牌中药业务在处方端发力，公司经营有望重新恢复15%增长趋势。

利润表分析：我们看母公司业务结构，典型高盈利能力、高 ROE 经营模式。2021 年，母公司品牌中药业务收入达到 15 亿，净利润达到 5.4 亿，毛利率超过 75%，净利率超过 35%，创历史新高。

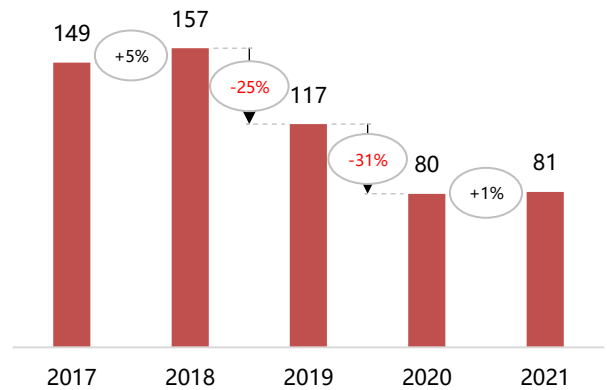
资产运营效率：从母公司应收项目周转天数看，2018-2021 年处于下降趋势，2020 年达到了 80 天水平，经营效率持续改善。甚至从 2020 年开始大幅提升了合同负债项目，体现了品牌中药业务对渠道和下游终端的强议价效应。

图8：2021 年母公司利润表(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

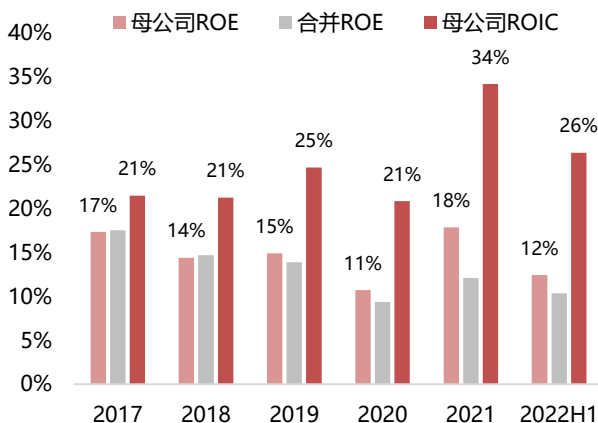
图9：母公司应收项目周转天数（天）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

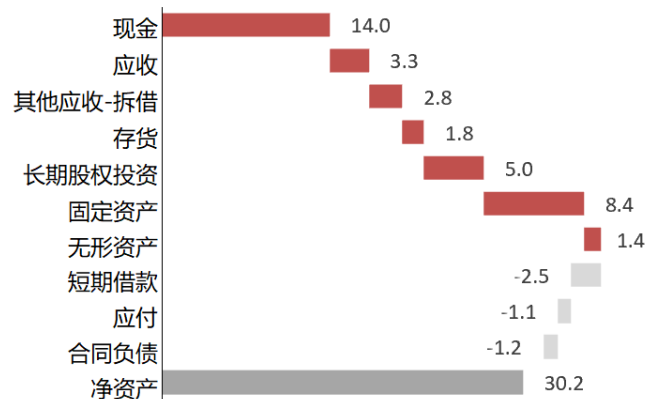
资本回报率：ROE 角度看，2017-2020 年，公司 ROE 处于下滑趋势，特别是 2020 年因新冠疫情收入下滑从而导致整体 ROE 下降到 11%。2021 年代表主营业务的母公司 ROE 已经快速恢复并达到 18% 的新高水平。但是，2021 年整体 ROE 受到研发亏损影响，只恢复到 12%，并未达到疫情前水平，导致市场预期偏低。**ROIC 角度看，**拆分母公司 2021 年的资产负债表，发现资产中非运营现金 14 亿、拆借给研发子公司借款 2.8 亿，子公司长期股权投资 5 亿，37.6 亿总资产中，真实运营资产只需要 15.8 亿 (37.6-14-2.8-5=15.8)，2021 年母公司 ROIC 达到 34% (5.4/15.8)。

图10：2017-2022H1 公司净资产收益率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：2021 年母公司资产负债结构(亿元)



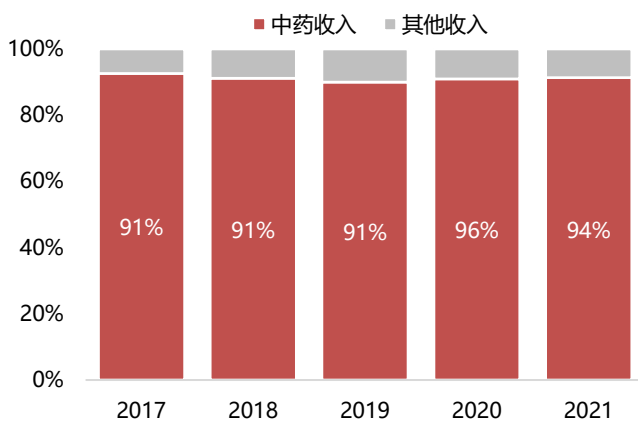
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 品牌中药主业步入增长新阶段

独家及目录品种众多，品种潜力值得挖潜。桂林三金有 218 个药品批文，其中 46 个独家特色品种，70 个品规进入国家基本药物目录，113 个品规进入国家医保目录。主要药品包括三金片、桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片、眩晕宁片（颗粒）、脑脉泰胶囊、玉叶解毒颗粒、拉莫三嗪片等。

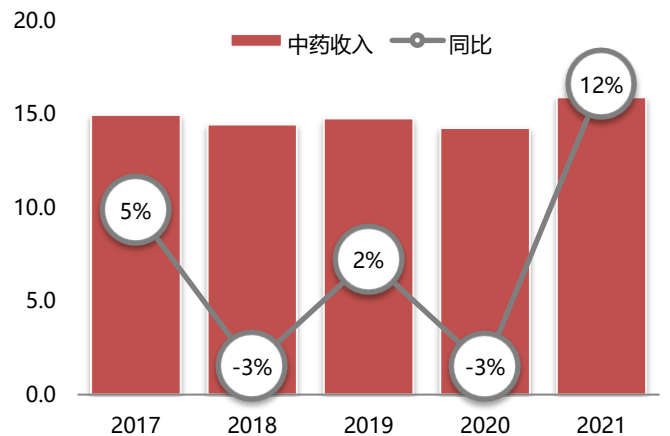
核心品种三金片、西瓜霜系列，品牌力强，新剂型（品种）、新渠道带来新增长潜力。公司核心产品是用于泌尿系统的三金片和用于口腔咽喉的西瓜霜系列两大品牌中药。在 OTC 市场，两大品类的品牌认知度和市占率都处于前列，随着品牌力强化，产品市占率持续提升。在处方药市场，三金颗粒和舒咽清喷雾剂等新产品有望成为公司处方药业务新驱动力。2023 年随着疫后复苏以及公司 OTC 与处方药产品线重新定位，公司品牌中药业务有望重新步入增长新阶段。

图12：公司中药产品收入占比



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图13：公司中药业务收入(亿元)和增速



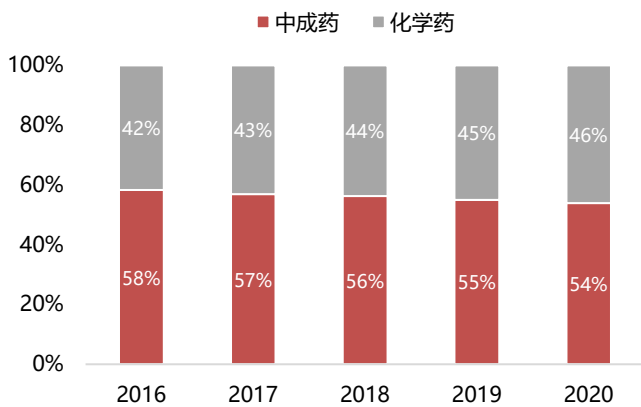
资料来源：米内网，浙商证券研究所

2.2.1 三金片是泌尿感染中药第一品牌，三金颗粒带来处方市场新增量

三金片：泌尿感染中药第一品牌，新剂型、新渠道带来新增长潜力。三金片属于中药的祛湿剂类，用于治疗尿路感染、慢性前列腺炎治疗，是泌尿系统感染类中药第一品牌，2021 年米内网样本销售额达到 6.3 亿。三金片产品线新剂型，三金颗粒已于 2021 年正式上市销售，定位于处方药市场，有利于公司在泌尿领域形成系列化产品，提升整体竞争力，成为增长新驱动力。

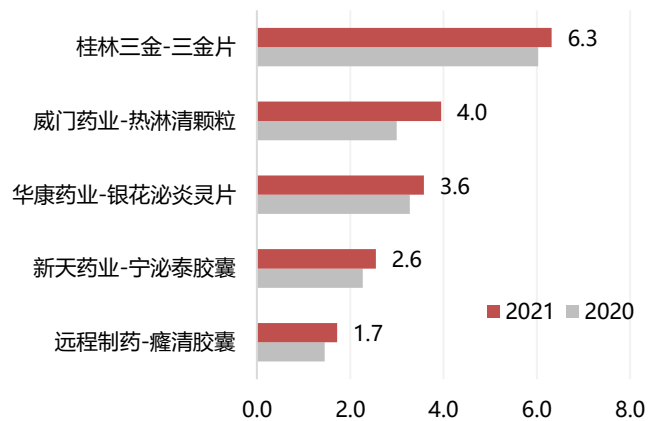
行业：需求持续提升，中药应用空间大。泌尿系统疾病主要包括尿路感染和前列腺疾病等，随着患病率持续提升，就诊率和住院率持续增加。泌尿系统感染药物的市场规模达到百亿元级别，其中祛湿通淋类中药此领域具有市场份额优势，2016-2020 年，中药在泌尿系统感染用药的市场份额过半。**患病率方面**，《2021 年我国卫生健康统计年鉴》显示，2008 年至 2018 年我国居民泌尿生殖系统疾病患病率接近翻倍增长，其中两周患病率由 2008 年的 6.6‰ 增长至 2018 年的 10.3‰，慢性疾病患病率则由 9.3‰ 爬升至 16.3‰。**诊疗率方面**，泌尿系统疾病患者的就诊率和住院率保持增长。《2021 年我国卫生健康统计年鉴》显示，我国泌尿系统患者就诊率由 2008 年的 6.4‰ 上升至 2018 年的 9.6‰；住院率则由 2008 年的 3.9‰ 翻倍上升至 2018 年的 8.2‰。

图14：泌尿系统感染中成药和化学药销售额比例



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图15：泌尿系统感染中成药销售规模(亿元)对比



资料来源：米内网，浙商证券研究所

2.2.2 西瓜霜系列是国内口腔咽喉 OTC 市场头部品牌

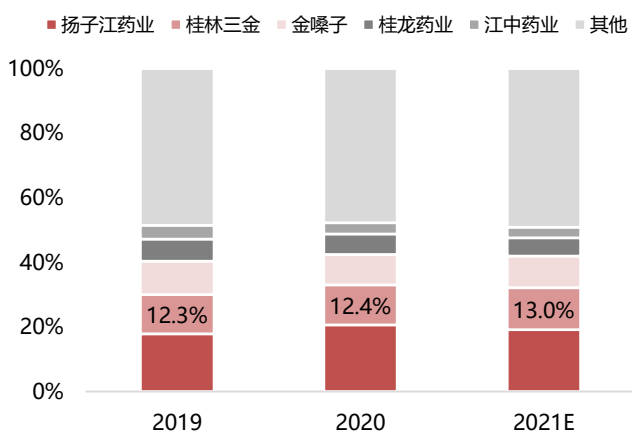
西瓜霜系列：OTC 领先品牌，喷雾剂等拓展新消费人群，产品矩阵化持续提升品牌力。西瓜霜是三金品牌下另一重磅系列产品线，包括核心产品桂林西瓜霜以及衍生品种西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜胶囊、桂林西瓜霜含片、西瓜霜清咽含片、舒咽清喷雾剂等系列产品，用于治疗咽炎，扁桃体炎，口腔炎，口腔溃疡，牙龈炎等口腔咽喉疾病。

舒咽清喷雾剂是西瓜霜系列在处方药领域主推品种，适合年轻患者使用习惯，目前正在进行手足口病临床试验，用于申请儿童剂型，同时还布局肿瘤手术化疗后咽喉肿胀的适应症。舒咽清喷雾剂是西瓜霜系列在院内处方药领域增长的重要驱动力。

在 OTC 领域，国内城市实体药店终端咽喉中成药销售额已达 50 亿级别，桂林三金西瓜霜系列产品销售额约 6.5 亿，市占率达到 13%，成为国内口腔咽喉类中药排名 TOP2 产品。

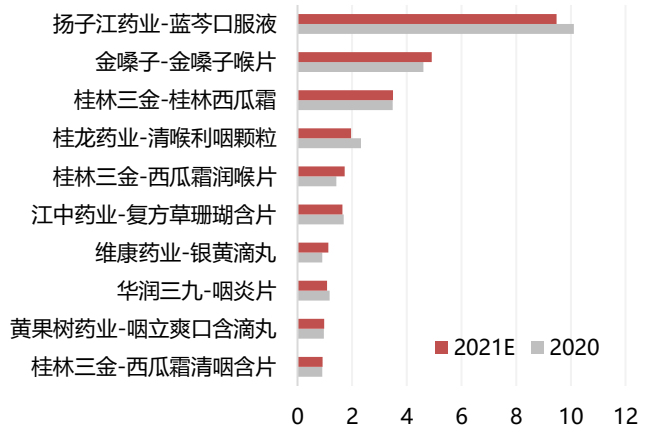
从药店终端咽喉中药 TOP10 品牌看，桂林三金有桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片和西瓜霜清咽含片 3 个品牌进入销售额前十名。桂林三金的西瓜霜系列通过定位细分化，针对口腔溃疡、咽炎等多个口腔咽喉细分疾病领域推出相应产品，通过产品多元化、品牌矩阵化，提升了桂林三金西瓜霜品牌的整体市场份额。

图16：中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP5 厂家市场格局



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图17：中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP10(亿元)

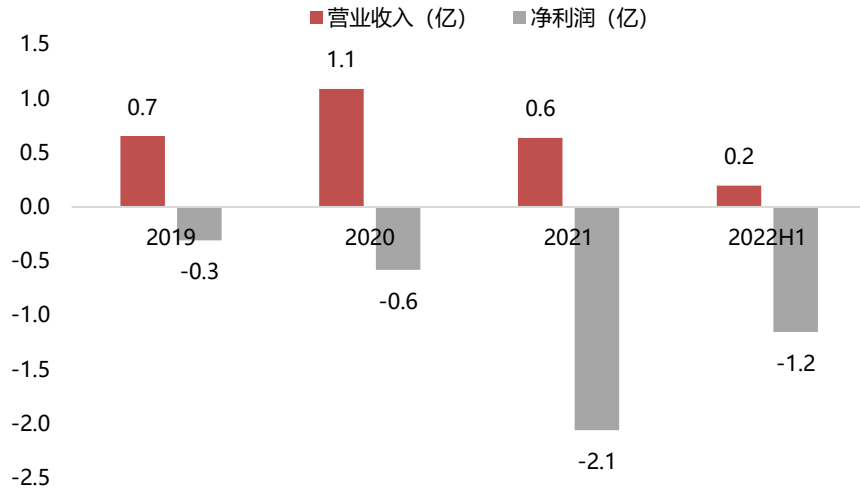


资料来源：米内网，浙商证券研究所

3 上海三金生物，创新药资产整合成为价值重估转折点

上海三金生物是公司的创新药研发和生产平台，主要包括创新药研发平台宝船生物和抗体 CMO 平台白帆生物。2019-2022 年，上海三金生物有部分来自于生物药 CMO 代工收入。而从 2021 年开始，随着宝船生物项目进展到临床中后期，研发投入大幅增加，战略亏损幅度加大，2021 年亏损 2.1 亿，2022H1 亏损 1.2 亿，导致上海三金生物整体处于亏损状态。

图18：上海三金生物收入和净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 宝船生物的抗体药研发和整合

3.1.1 宝船生物在研管线

宝船生物成立于 2005 年，由桂林三金 2013 年全资收购。产品管线包括 9 个候选生物药，覆盖 PD-L1、EGFR、CD47、CSF-1R、CLDN18.2 等多个免疫靶点。

工艺开发平台：平台拥有高效抗体表达细胞体系，其中 CHO-K1 表达体系，多个单抗或双抗以及单域抗体等项目抗体表达量达到 4-7g/L，最高抗体表达量为 9.2g/L，并能够在 15 个月内完成从细胞株开发到 IND 申报。

GMP 生产平台：中试生产基地产能为 3×200L 和 1×500L 一次性生物反应器，可以较灵活地提供从临床前到临床一期、二期样品生产需求。

在研管线：多个抗体靶向药处于不同临床阶段，包括处于临床 II 期的 PD-1、EGFR、IL-4R（合作）以及处于临床 I 期但创新性更强的 CSF-1R、CLDN18.2×CD47、CLDN18.2 等抗体药。

BC003 PD-L1 单抗：全人源 IgG1 抗 PD-L1 单克隆抗体。单药治疗晚期非透明细胞肾癌处于临床 II 期阶段，单药治疗复发或转移性鼻咽癌处于临床 I 期阶段，安全性良好，初步有效性：ORR=26.7% (4/15)，BC003 联合 BC001 用于治疗晚期实体瘤处于 Ia 期临床试验阶段。

BC001 EGFR 单抗：人鼠嵌合 EGFR 单抗，CDR 区序列与西妥昔一致。Ib 期临床联合化疗(TIP)治疗晚期阴茎癌：安全性可控，未观察到新的安全性信号；初步有效性：ORR=94.1% (16/17)；正在计划关键性临床研究。

BC005 IL-4R 单抗：人源化抗 IL4R 单克隆抗体，重度特应性皮炎与哮喘处于临床 II 期阶段。

BC006 CSF-1R 单抗：国内首个 CSF-1R 单抗，全人源 IgG1 单抗，具有 ADCC 功能。现处于探索性临床 I 期阶段，未来进一步可开发的适应症包括腱鞘巨细胞瘤、特发性肺纤维化及其他实体瘤。

BC007 CLDN18.2×CD47 双抗：全新序列的靶向 CLDN18.2 和 CD47 的双特异性抗体。对 BC007 两个靶点的亲和力做了差异化设计，与 CLDN18.2 的高亲和力使 BC007 可以特异性结合 CLDN18.2 阳性肿瘤细胞，而与 CD47 的较低亲和力在提高安全性的情况下，仍可有效阻断 CD47/SIRPα 信号通路，从而解除肿瘤中 CD47 介导的免疫抑制。2022 年，已完成了中美双报 IND 申请，并获得临床批件。

BC008 CLDN18.2 单域抗体：CLDN18.2/纳米融合 Fc 抗体，具有较强的 ADCC 效应，在体内多个模型中显示了良好的抗肿瘤效果。

图19：宝船生物在研管线

宝船生物	靶点	适应症	临床前	报临床	批临床	I 期	II 期
BC003	PD-L1	实体瘤					
BC001	EGFR	实体瘤					
BC005	IL-4R	哮喘					
BC006	CSF-1R	腱鞘巨细胞瘤					
BC007	CLDN18.2×CD47	实体瘤					
BC008	CLDN18.2	胃癌					
BC010	CD73	实体瘤					
BC011	未披露	实体瘤					
BCT2101	未披露	胰腺癌					

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2 并购赛金生物，整合创新药研发资产

2022 年 12 月，公司公告拟与上海赛金生物实控人丁邦及团队持股平台签订《投资合作框架协议》，以现金及全资孙公司宝船生物全部股权支付的方式成为上海赛金的第一大股东并相对控股。

赛金生物是国内最早完成抗体药物产业化的生物药公司之一。公司重磅产品强克（注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体一抗体融合蛋白）2011 年国内获批上市，是第二个国产依那西普类生物药。

宝船生物现有的研发管线主要集中在消化道肿瘤领域，上海赛金的研发管线集中在自身免疫系统，本次资产整合可以实现两个公司的研发管线互补，有效整合公司生物医药资源，将公司产业化的优势和上海赛金前端研发优势相结合，实现优势互补，发挥 1+1>2 的协同效应。

桂林三金旗下创新药研发资产整合，也有望带来创新药研发资产价值重估，对创新药业务给予单独估值。

3.2 白帆生物抗体药生产和 CMO 代工

白帆生物成立于 2016 年，专注于抗体药物 CDMO/CMO 服务，提供抗体药物从序列到 IND、临床样品生产到 BLA 以及商业化生产的一站式服务。公司在上海临港新片区建设了国内首个无交叉抗体工厂，总投资近 7 亿元，生产规模最大可达 12000L。该基地符合中美欧 GMP 标准，并已通过欧盟 QP 审计。产能端，公司配备了 2000L\500L\200L 不同规模的生物反应器。

白帆生物前期为定位于桂林三金生物制药的生产基地，内部服务宝船生物抗体项目，积累了丰富的抗体药 CMO 经验，现在承接外部客户临床大分子 CMO 订单。

图20：白帆生物的生物 CMO 代工业务

临床前药学研究	临床样品生产	BLA	商业化生产
<ul style="list-style-type: none"> 细胞株构建&GMP细胞建库 质量研究 小试工艺开发 IND中试生产 质量控制 质量保证 IND注册申报 	<ul style="list-style-type: none"> 工艺和分析方法确认与转移 临床样品生产200L-500L 质量控制 	<ul style="list-style-type: none"> 关键临床样品生产500L-2000L 工艺表征与工艺验证 BLA申报及现场核查 	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

截至 2021 年，白帆生物达成 2.4 亿元订单，客户包括祐和医药、华柏生物、金斯瑞、麦济生物、之江生物等多家企业。现有订单量能够支撑 18-20 个月产能需求。

4 员工持股计划提升经营积极性

2021 年 12 月 16 日，公司正式发布第一期员工持股计划，面向公司董监高以及核心骨干人员等不超过 260 人实施股权激励。本次员工持股计划持股合计 8462.55 万份，受让价格为 6.84 元/股，累计不超过公司股本总额的 10%，存续期不超过 60 个月。

表1：员工持股计划股份认购比例

职务	拟认购份额上限 (万份)	拟认缴份额占员工持股计划总份额的比例 (%)
董事、监事及高级管理人员 (共 4 人)	316.98	3.75%
关键岗位人员、核心骨干人员 (共 237 人)	8145.52	96.25%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

所有股权将分两期解锁，每期解锁比例为 50%，若某一期对应标的股票权益未能考核达标解锁，则未解锁的权益可递延至下一个解锁期，在累计达到考核目标达标时解锁。若第二个解锁期仍未达到考核条件，则所持份额将被收回。

表2：股权激励解锁方案

层级	解锁期	解锁方案	解锁比例
公司层级	第一个	2022 年主营业务收入不低于 192,495 万元	50%
	第二个	2023 年主营业务收入不低于 212,472 万元；或第一、第二解锁期累计主营业务收入达到 404,967 万元，亦视作全部完成	50%
个人层级	—	当业绩考核为 S 或 A 或 B 时，员工当期可解锁标的份额	—

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

员工持股计划第一个锁定期已于 2023 年 2 月 9 日届满。从已发布的 2022 年业绩快报看，公司 2022 年度营收达到 196,871 万元，同比增长 13.06%，对应的业绩考核已经达标，激励效果初显。该股权激励计划有望进一步激发核心研发人员的积极性和稳定性，提高公司整体经营效率和业绩确定性。

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入拆分

中成药：一线产品，西瓜霜受益疫情后复苏有望恢复性增长，三金颗粒新剂型产品带来新增量。二线产品方面，公司正积极开展二线独家产品的市场推广试点，探索医疗终端学术推广模式，加快电商终端建设，以期实现销量的快速增长。一二线产品合力驱动公司中成药业务重新恢复增长，我们预计中成药 2022-2024 年收入 CAGR 约为 14%。

其他产品：公司其他产品包括牙膏等日化业务以及大健康食品业务，未来利用品牌中药的渠道、品牌知名度等优势扩大市场规模，有望恢复到两位数增长，我们预计日化和大健康业务 2022-2024 年收入 CAGR 约为 11%。

医药流通：公司医药流通业务主要是子公司三金大药房的药店零售业务，随着疫后复苏，连锁药店业务经营恢复。我们预计药店业务 2022-2024 年收入 CAGR 约为 12%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 19.69 亿/22.64 亿/26.04 亿，同比增速为 13%/15%/15%，对应毛利率分别为 74.5%/74.5%/74.7%。

表3：2020-2024E 公司分部业务拆分和盈利预测（单位：百万）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中成药					
收入	1,425	1,591	1,798	2,067	2,377
yoy	-3%	12%	13%	15%	15%
毛利率	75.0%	78.3%	78.5%	78.7%	79.0%
收入占比	91.0%	91.4%	91.3%	91.3%	91.3%
其他产品					
收入	87	88	97	108	121
yoy	-25%	1%	10%	11%	12%
毛利率	38.3%	40.4%	41.8%	40.1%	40.8%
收入占比	5.6%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%
商品流通					
收入	43	44	49	55	62
yoy	9%	2%	11%	12%	13%
毛利率	30.9%	35.7%	33.7%	33.4%	34.3%
收入占比	2.8%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
其他业务					
收入	11	18	25	35	44
yoy	15%	132%	38%	36%	27%
毛利率	1.9%	-13.2%	-2.0%	-4.5%	-6.6%
收入占比	0.7%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%
收入合计					
营业收入	1,566	1,741	1,969	2,264	2,604
yoy	-5%	11%	13%	15%	15%
毛利率	71.3%	74.3%	74.5%	74.5%	74.7%
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 盈利能力

毛利率：品牌中药业务受益于三金颗粒等高定价产品的高增长，毛利率处于提升趋势，我们预计品牌中药业务 2022-2024 年毛利率为 78.5%/78.7%/79%。

销售费用率：母公司的三金片和西瓜霜等核心品牌中药业务的品牌优势强，销售费用率平稳，我们预计销售费用率稳定在 32% 左右。

研发费用支出：公司研发费用主要是创新药研发子公司宝船生物，我们预计每年研发费用在 2 亿左右。

5.3 估值和投资建议

可比公司估值：基于上文分析和假设，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 19.69 亿/22.64 亿/26.04 亿元，同比增速为 13%/15%/15%，净利润分别为 3.26 亿/4.86 亿/6.15 亿元，同比增速为 -5.15%/48.99%/26.62%；对应 PE 分别为 31.72 x/21.27x/16.81x。考虑到公司 OTC 业务较多，我们选取了同样具有 OTC 布局的中药企业华润三九、云南白药、羚锐制药作为可比公司，同时考虑到公司 2023-2024 增速高于可比公司，因此给予目标公司 2023 年 25 倍 PE，目标市值 120.3 亿，首次覆盖予以“增持”评级。

表4：可比公司估值

	证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000999.SZ	华润三九	57.09	565	2.48	2.84	3.28	23.02	20.10	17.41
000538.SZ	云南白药	55.8	993	1.87	2.40	2.88	29.84	23.25	19.38
600285.SH	羚锐制药	15.97	88	0.8	0.95	1.12	19.96	16.81	14.26
平均值							24.27	20.05	17.01
002275.SZ	桂林三金	17.6	106	0.55	0.83	1.05	31.72	21.27	16.81

资料来源：Wind，浙商证券研究所预测

注：收盘价及市值数据来自 2023.4.14，可比公司 EPS 和 PE 来自 wind 一致预期，目标公司 EPS 和 PE 来自浙商证券研究所预测

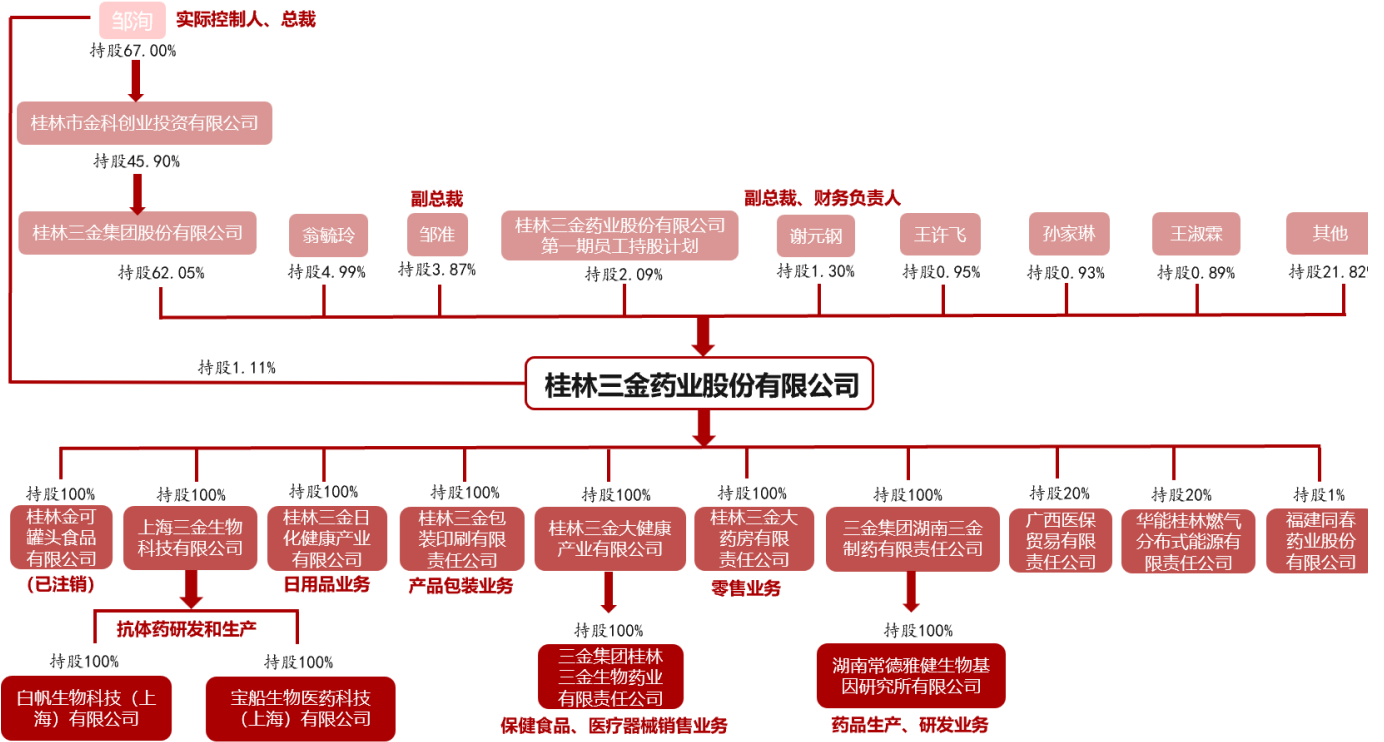
6 风险提示

1. 成本波动风险：品牌中药成本主要是中药材，而中药材作为农作物受到天气影响，导致产量波动，从而造成供需出现阶段性不均衡，价格可能出现大幅波动；
2. 创新药研发：创新药临床研发受到患者入组数量、临床观察周期等影响，推进速度可能低于预期。药物研发，可能出现临床有效性数据不足，从而倒是研发失败的风险；
3. 生物药 CMO 代工：下游生物药研发和生产的需求景气度不确定，可能会导致意向订单、产能利用率不足，从而影响 CMO 业务的收入和毛利率不确定的风险；

7 附表

股权结构：邹洵直接持股 1.11%，通过桂林三金集团间接持股 62.05%，是公司的实际控制人。

图21： 公司股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

表5: 桂林三金主要在售独家产品

序号	产品名称	OTC	基药	医保	主要功能
1	三金片	OTC 甲类/RX	是	是(国家)	尿路感染、慢性前列腺炎治疗
2	桂林西瓜霜	OTC 甲类/RX	否	是(国家)	口腔溃疡、口舌生疮、口腔炎、牙龈炎治疗
3	脑脉泰胶囊	RX	否	是(国家)	脑血管疾病治疗
4	眩晕宁片	OTC 甲类	否	是(国家)	眩晕治疗
5	眩晕宁颗粒	OTC 甲类	否	是(国家)	眩晕治疗
6	蛤蚧定喘胶囊	OTC 甲类	是	是(国家)	滋阴清肺, 止咳平喘
7	复方田七胃痛胶囊	OTC 甲类/RX	否	是(国家)	胃炎、胃溃疡治疗
8	桂林西瓜霜含片	OTC 甲类/RX	否	是(省市)	咽喉肿痛, 急性咽炎、扁桃体炎的治疗
9	西瓜霜润喉片	OTC 乙类/RX	否	是(省市)	防治咽喉肿痛, 声音嘶哑, 喉痹, 口舌生疮
10	西瓜霜清咽含片	OTC 甲类/RX	否	否	咽痛、咽干、灼热、急性咽炎治疗
11	舒咽清喷雾剂	OTC 甲类	否	否	急慢性咽炎治疗
12	桂林西瓜霜胶囊	OTC 甲类/RX	否	否	咽喉肿痛、口舌生疮、急性咽炎治疗
13	三七血伤宁胶囊	RX	否	是(国家)	出血性疾病及瘀血肿痛的治疗
14	三七血伤宁散	RX	否	是(国家)	出血性疾病及瘀血肿痛的治疗
15	复方罗汉果清肺颗粒	OTC 甲类	否	是(省市)	清热化痰, 润肺止咳
16	复方罗汉果清肺糖浆	OTC 甲类	否	是(省市)	清热化痰, 润肺止咳
17	复方红根草片	OTC 甲类/RX	否	是(省市)	急性咽喉炎、扁桃体炎、肠炎、痢疾治疗
18	双虎肿痛宁	RX	否	是(省市)	闭合性跌打损伤、风湿关节痛治疗
19	复方田七胃痛片	OTC 甲类/RX	否	是(国家)	胃炎、胃溃疡治疗
20	肝肾补颗粒	OTC 乙类	否	否	益气养血, 滋补肝肾
21	玉叶解毒颗粒	OTC 乙类	否	是(国家)	感冒治疗
22	生姜总酚软胶囊	RX	否	否	乘船、乘车时胃部不适、恶心呕吐症状
23	止泻灵片	OTC 甲类	否	否	清热利湿, 健脾, 止泻

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,454	2,461	2,969	3,579
现金	1,478	1,414	1,821	2,275
交易性金融资产	222	222	222	222
应收账款	48	514	553	644
其它应收款	9	17	17	19
预付账款	25	26	34	37
存货	284	245	300	360
其他	389	23	23	23
非流动资产	1,642	1,691	1,739	1,784
金融资产类	3	3	3	3
长期投资	1	1	1	1
固定资产	1,111	1,141	1,179	1,221
无形资产	178	182	187	194
在建工程	105	95	65	15
其他	243	269	304	350
资产总计	4,096	4,152	4,708	5,364
流动负债	829	759	839	879
短期借款	252	242	207	147
应付款项	180	148	174	219
预收账款	0	10	4	6
其他	397	359	455	508
非流动负债	427	227	217	217
长期借款	227	27	17	17
其他	200	200	200	200
负债合计	1,256	986	1,056	1,096
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,840	3,166	3,652	4,267
负债和股东权益	4,096	4,152	4,708	5,364

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	410	302	600	672
净利润	344	326	486	615
折旧摊销	113	102	104	121
财务费用	8	0	0	0
投资损失	(8)	10	5	6
营运资金变动	(46)	(131)	14	(57)
其它	(0)	(7)	(9)	(14)
投资活动现金流	(147)	(155)	(148)	(158)
资本支出	(116)	(145)	(143)	(152)
长期投资	(0)	0	(0)	0
其他	(31)	(10)	(5)	(6)
筹资活动现金流	(320)	(210)	(45)	(60)
短期借款	102	(10)	(35)	(60)
长期借款	(6)	(200)	(10)	0
其他	(415)	0	0	0
现金净增加额	(59)	(64)	407	454

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1741.22	1968.71	2264.02	2603.62
营业成本	447.10	501.20	577.20	658.16
营业税金及附加	32.80	39.37	43.96	50.56
营业费用	564.95	620.64	722.44	832.12
管理费用	156.33	226.40	203.76	208.29
研发费用	202.45	206.71	203.76	208.29
财务费用	(20.86)	(20.00)	(23.00)	(26.45)
资产减值损失	(17.94)	0.43	0.55	0.33
公允价值变动损益	1.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.53	(10.23)	(5.00)	(6.16)
其他经营收益	72.38	48.76	62.14	81.39
营业利润	429.04	433.87	602.50	761.87
营业外收支	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	429.06	430.06	602.50	761.87
所得税	85.34	79.62	116.31	146.55
净利润	343.72	350.43	486.19	615.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	343.72	326.03	486.19	615.31
EBITDA	511.75	476.75	616.98	766.88
EPS (最新摊薄)	0.58	0.55	0.83	1.05

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	11.15%	13.06%	15.00%	15.00%
营业利润	20.94%	1.13%	38.87%	26.45%
归属母公司净利润	24.08%	-5.15%	49.12%	26.56%
获利能力				
毛利率	74.32%	74.54%	74.51%	74.72%
净利率	19.74%	16.56%	21.47%	23.63%
ROE	12.10%	10.30%	13.31%	14.42%
ROIC	9.26%	8.56%	10.33%	11.44%
偿债能力				
资产负债率	30.67%	23.74%	22.43%	20.44%
净负债比率	44.23%	31.14%	28.92%	25.69%
流动比率	2.96	3.24	3.54	4.07
速动比率	2.59	2.89	3.14	3.62
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.48	0.51	0.52
应收账款周转率	37.68	28.20	26.69	30.36
应付账款周转率	3.62	3.36	3.88	3.67
每股指标(元)				
每股收益	0.58	0.55	0.83	1.05
每股经营现金	0.70	0.51	1.02	1.14
每股净资产	4.83	5.39	6.22	7.26
估值比率				
P/E	30.09	31.72	21.27	16.81
P/B	3.64	3.27	2.83	2.42
EV/EBITDA	17.81	19.56	14.38	10.90

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>