



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/中药
当前价格(元): 19.05

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

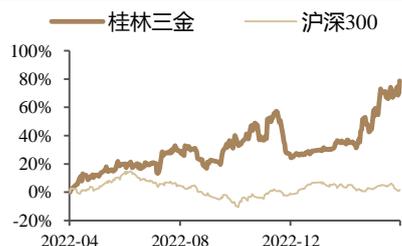
张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	24.43	34.25	39.25
相对涨幅(%)	24.01	34.61	42.90

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《桂林三金(002275.SZ): 被低估的品牌中药, 激励后活力焕发》, 2023.3.28

桂林三金(002275.SZ): 品牌中药领跑, 二线品种齐头并进

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现收入 19.6 亿, 同比增长 12.6%, 归母净利润 3.3 亿, 同比降低 4.1%, 扣非归母净利润 2.2 亿, 同比降低 14.6%; 公司发布 2023 年一季报, 23Q1 实现收入 7.2 亿, 同比增长 38.5%, 归母净利润 1.7 亿, 同比增长 41.0%, 扣非归母净利润 1.6 亿, 同比增长 42.9%。
- **医药工业板块盈利情况良好, 23Q1 业绩回升。** 公司 2022 年实现收入 19.6 亿, 同比增长 12.6%, 归母净利润 3.3 亿, 同比降低 4.1%; 22Q4 单季度实现收入 5.2 亿, 同比增长 7.3%, 归母净利润 0.1 亿, 同比降低 89.9%, 扣非归母净利润-0.8 亿, 同比下降 639.0%; 23Q1 公司业绩回升, 归母净利润 1.7 亿, 同比增长 41.0%。公司 2022 年医药工业实现收入 17.7 亿, 占总收入的 90.1%, 医药工业毛利率 76.1%, 盈利水平良好; 公司 22 年归母净利润较 21 年下降系生物医药板块研发投入加大、CDMO 业务尚处于起步阶段所致, 将上海三金子公司(主要为生物药及 CDMO)业务亏损剔除后, 公司调整后净利润为 6.3 亿, 实际净利情况良好, 全资孙公司白帆生物有望于 2023 年实现盈亏平衡。
- **三金片、西瓜霜等一线大单品领跑, 二线品种有望实现快速放量。** 1) **三金片:** 三金片是国家基药和国家医保品种, 在尿路感染中成药用药品剂市场中占 43% 份额; 2) **西瓜霜系列产品:** 公司产品桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片分别位列来内网 2021 年中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP20 品牌榜第 4、第 7 和第 15 位, 西瓜霜系列产品市场份额超过 10%, 其中桂林西瓜霜在口腔溃疡中成药用药品市场占 46.8% 份额; 3) **二线品种:** 脑脉泰胶囊、眩晕宁片/颗粒、蛤蚧定喘胶囊、玉叶解毒颗粒、拉莫三嗪片(安闲)、复方田七胃痛胶囊等二线品种多次被临床指南、专家共识收录并推荐, 为营销路线的复制和产品快速放量奠定基础。
- **股权激励彰显公司发展信心。** 员工持股计划第一个解锁期设定的公司和个人层面 2022 年业绩考核指标均已达成, 将解锁所持公司股票 6147975 股, 解锁比例为 50%, 占公司总股本的 1.05%。若 2023 年主营业务收入不低于 212472 万元或第一、二解锁期累计主营业务收入达到 404967 万元, 则视作全部完成。公司股权激励计划提高员工积极性, 增强内生增长动能, 彰显公司发展信心。
- **投资建议:** 预计 2023-2025 年公司营收分别为 22.7/26.3/30.5 亿元、归母净利润分别为 4.8/6.1/7.1 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品研发进展不及预期, 产品销售不及预期, 医保控费风险。

股票数据

总股本(百万股):	587.57
流通 A 股(百万股):	551.81
52 周内股价区间(元):	10.60-19.05
总市值(百万元):	11,193.18
总资产(百万元):	4,121.50
每股净资产(元):	5.09

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,741	1,960	2,272	2,628	3,047
(+/-)YOY(%)	11.2%	12.5%	15.9%	15.7%	15.9%
净利润(百万元)	344	330	479	607	705
(+/-)YOY(%)	24.1%	-4.1%	45.4%	26.6%	16.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.58	0.56	0.82	1.03	1.20
毛利率(%)	74.3%	71.0%	74.9%	75.1%	75.2%
净资产收益率(%)	12.1%	11.7%	14.6%	15.6%	15.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.82	1.03	1.20
每股净资产	4.79	5.60	6.64	7.84
每股经营现金流	0.90	0.85	0.68	1.18
每股股利	0.80	0.15	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.61	23.36	18.45	15.88
P/B	2.76	3.40	2.87	2.43
P/S	5.71	4.93	4.26	3.67
EV/EBITDA	13.32	16.02	12.72	10.05
股息率%	6.1%	0.8%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	71.0%	74.9%	75.1%	75.2%
净利润率	16.8%	20.1%	20.1%	20.7%
净资产收益率	11.7%	14.6%	15.6%	15.3%
资产回报率	8.3%	10.7%	12.0%	12.1%
投资回报率	9.0%	11.7%	12.5%	13.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.5%	15.9%	15.7%	15.9%
EBIT 增长率	0.0%	48.1%	22.6%	19.0%
净利润增长率	-4.1%	45.4%	26.6%	16.2%
偿债能力指标				
资产负债率	29.0%	26.7%	25.2%	23.9%
流动比率	2.7	3.1	3.5	3.8
速动比率	2.4	2.8	3.1	3.4
现金比率	1.5	2.0	2.2	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.0	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	167.4	167.4	167.4	167.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.8	2.0	2.3	2.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	330	479	607	705
少数股东损益	0	-23	-79	-76
非现金支出	134	28	24	25
非经营收益	-31	10	10	10
营运资金变动	96	4	-162	29
经营活动现金流	529	499	400	692
资产	-60	-55	-55	-55
投资	-57	88	-32	-32
其他	37	23	23	24
投资活动现金流	-80	56	-64	-63
债权募资	-136	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-547	-12	-12	-12
融资活动现金流	-683	-12	-12	-12
现金净流量	-226	543	324	617

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为4月28日
 资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,960	2,272	2,628	3,047
营业成本	569	570	656	756
毛利率%	71.0%	74.9%	75.1%	75.2%
营业税金及附加	36	42	48	56
营业税金率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	538	716	828	990
营业费用率%	27.5%	31.5%	31.5%	32.5%
管理费用	274	227	250	274
管理费用率%	14.0%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	217	227	237	244
研发费用率%	11.1%	10.0%	9.0%	8.0%
EBIT	399	591	724	862
财务费用	-15	-34	12	12
财务费用率%	-0.8%	-1.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	2	2	2	3
营业利润	447	618	714	852
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	446	618	714	852
EBITDA	523	615	749	886
所得税	117	162	187	223
有效所得税率%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
少数股东损益	0	-23	-79	-76
归属母公司所有者净利润	330	479	607	705

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,266	1,809	2,133	2,750
应收账款及应收票据	72	62	94	92
存货	245	285	325	379
其它流动资产	714	627	834	897
流动资产合计	2,297	2,783	3,385	4,117
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,077	1,119	1,160	1,201
在建工程	62	55	50	45
无形资产	168	163	158	153
非流动资产合计	1,668	1,680	1,691	1,703
资产总计	3,965	4,463	5,076	5,820
短期借款	140	140	140	140
应付票据及应付账款	134	160	178	212
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	573	588	656	736
流动负债合计	847	889	974	1,089
长期借款	128	128	128	128
其它长期负债	177	177	177	177
非流动负债合计	305	305	305	305
负债总计	1,152	1,193	1,279	1,393
实收资本	588	588	588	588
普通股股东权益	2,813	3,293	3,899	4,604
少数股东权益	0	-23	-102	-177
负债和所有者权益合计	3,965	4,463	5,076	5,820

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。