



买入（首次）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：15.31

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

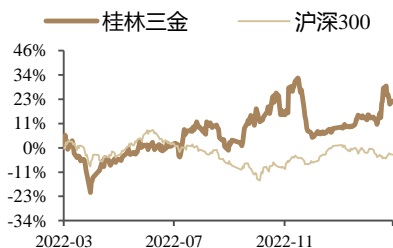
张俊

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(%)	7.89	11.92	14.34
相对涨幅(%)	8.67	15.96	11.13

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

桂林三金 (002275.SZ)：被低估的品 牌中药，激励后活力焕发

投资要点

- 核心观点：1) 公司实际净利情况较好，激励后活力焕发：2021年加回生物药板块亏损后，净利润增速为64.2%，且21年发布员工持股计划，绑定长期业绩，彰显信心；2) 手握三金和西瓜霜系列品牌，大力推进二线产品放量：公司旗下三金系列及西瓜霜系列产品为知名品牌，二线品种加大市场推广力度，有望迎来快速发展期；3) 23年或为白帆生物业绩拐点，宝船生物与上海赛金有望实现优势互补：白帆生物预计有望23年盈亏平衡，宝船生物与金赛药业在单抗领域有望实现优势互补。**
- 公司实际净利情况较好，激励后活力焕发。1) 受疫情影响及生物药板块业绩拖累，公司业绩短期承压：2019-2021年实现净利3.92/2.77/3.44亿元；2) 加回生物药亏损，公司实际净利情况较好：若将公司拓展生物药研发的亏损费用拆分，2019-2021年调整后净利为4.23/3.35/5.50亿元，净利增长明显；3) 股权激励，彰显信心：公司2021年发布第一期员工持股计划，绑定公司长期业绩，提高员工积极性，彰显发展信心。**
- 手握三金和西瓜霜系列品牌，大力推进二线产品放量。1) 三金片：三金片是桂林三金独家产品，国家医保甲类品种进入国家基本药物目录(2018年版)、国家低价药清单、国家医保目录(2021年版)等名单，据中康数据库，近5年三金片零售端销售额稳定在4亿元左右；2) 西瓜霜系列产品：桂林三金西瓜霜家喻户晓，拥有完整的产品矩阵，2020年零售市场规模达到92.94亿元，西瓜霜系列产品市场份额约为8.01%，西瓜霜系列产品销售情况可观。二线品种整体发展迅速，个别产品脱颖而出。公司21年眩晕宁片和眩晕宁颗粒实现总销售额过亿，22年实现眩晕宁片单剂型过亿。其他二线品种如脑脉泰、蛤蚧定喘胶囊等，疗效显著，市场开发潜力大，随着公司加大推广力度，二线品种有望迎来快速发展期。**
- 23年或为白帆生物业绩拐点，宝船生物与上海赛金有望实现优势互补。1) 子公司上海三金生物旗下全资子公司：宝船生物：专注于单抗药物的研发；白帆生物：致力于提供优质的抗体药物CDMO/CMO服务；2) 常年亏损，23年或迎蜕变：据公开调研纪要，白帆生物预计有望23年实现盈亏平衡，开始逐步贡献业绩；3) 公司与赛金生物签订投资框架协议：桂林三金拟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，若投资合作顺利实施，有望实现优势互补。**
- 投资建议：公司旗下拥有三金系列及西瓜霜系列国内知名品牌中药品种，且随着公司逐步加大推广力度，二线品种有望进入快速发展阶段，且公司旗下白帆生物有望迎来拐点，减少对公司利润拖累。我们预计2022-2024年公司归母净利润将分别达到3.7/4.2/5.1亿元。首次覆盖，给予“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，与赛金生物投资合作尚存不确定性风险**



股票数据

总股本(百万股):	587.57
流通 A 股(百万股):	553.69
52 周内股价区间(元):	9.91-16.66
总市值(百万元):	8,995.68
总资产(百万元):	4,046.30
每股净资产(元):	4.99

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,566	1,741	1,968	2,272	2,628
(+/-)YOY(%)	-4.5%	11.2%	13.0%	15.5%	15.7%
净利润(百万元)	277	344	327	452	650
(+/-)YOY(%)	-29.4%	24.1%	-4.9%	38.3%	43.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.58	0.56	0.77	1.11
毛利率(%)	71.3%	74.3%	75.7%	76.1%	76.4%
净资产收益率(%)	9.4%	12.1%	12.4%	14.6%	17.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 国内知名品牌中药企业，股权激励后活力焕发	5
1.1. 知名中药品牌，积极拓展新业务	5
1.2. 主营业务稳中有升，疫情后有望步入较快增长通道	6
2. 手握三金和西瓜霜系列品牌，大力推进二线产品放量	9
2.1. 三金系列：片剂和颗粒剂搭配，分别主导 OTC 和院内市场	9
2.2. 西瓜霜系列：全系列产品集群，继续强化市场领导地位	10
2.3. 二线产品：四大产品持续发力，带动公司收入较快增长可期	13
2.4. 在研中药众多，助力公司长期发展	15
3. 23 年或为白帆生物业绩拐点	17
3.1. 宝船生物：与上海赛金签订投资合作框架协议，有望实现优势互补	17
3.2. 白帆生物：抗体药物 CDMO 投产落地，23 年开始亏损有望大幅收窄	18
4. 投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2022.09.30)	6
图 2: 公司历年营业收入及增速情况 (亿元, %)	7
图 3: 公司历年净利润及增速情况 (亿元, %)	7
图 4: 调整后净利润及增速情况 (亿元, %)	7
图 5: 公司历年毛利率和净利率情况 (%)	8
图 6: 公司历年各费用率情况 (%)	8
图 7: 三金片零售端销售情况 (百万元)	10
图 8: 三金片零售端平均单价 (元/盒)	10
图 9: 桂林西瓜霜零售端销售情况 (百万元)	11
图 10: 桂林西瓜霜零售端平均单价 (元/盒)	11
图 11: 西瓜霜润喉片零售端销售情况 (百万元)	11
图 12: 西瓜霜润喉片零售端平均单价 (元/盒)	11
图 13: 桂林西瓜霜含片零售端销售情况 (百万元)	12
图 14: 桂林西瓜霜含片零售端平均单价情况 (元/盒)	12
图 15: 西瓜霜清咽含片零售端销售情况 (百万元)	12
图 16: 西瓜霜清咽含片零售端平均单价 (元/盒)	12
图 17: 桂林三金二线产品销售情况 (百万元)	13
图 18: 眩晕宁片销售情况 (百万元, %)	13
图 19: 玉叶解毒颗粒销售情况 (百万元, %)	14
图 20: 蛤蚧定喘胶囊销售情况 (百万元, %)	14
图 21: 复方罗汉果清肺颗粒销售情况 (百万元, %)	15
图 22: 复方罗汉果清肺糖浆销售情况 (百万元, %)	15
图 23: 舒咽清喷雾剂销售情况 (百万元, %)	15
图 24: 上海三金生物亏损情况 (亿元)	17
图 25: 宝船生物历年营收及净利润情况 (百万元)	17
图 26: 白帆生物历年营收及净利润情况 (百万元)	18
表 1: 公司大事记	5
表 2: 公司一线中药产品	5
表 3: 员工持股计划考核标准	6
表 4: 公司独家 23 个在售产品	9

表 5: 桂林三金在研中药品种 (截至 2023.03.20)	15
表 6: 公司单抗项目研发情况	17
表 7: 盈利预测 (百万元)	19
表 8: 可比公司估值分析 (截至 2023.03.27)	19

1. 国内知名品牌中药企业，股权激励后活力焕发

1.1. 知名中药品牌，积极拓展新业务

知名中药品牌，布局生物药+CDMO，打开成长空间。桂林三金是中国最早生产现代中药制剂的厂家之一，前身为桂林市中药厂，始建于1967年，由国家投资19万元筹建。1985年开始，邹杰明团队研发出西瓜霜取霜新工艺，实现了西瓜霜现代化生产工艺，企业由生产型转为经营型，开启新阶段，2009年在深交所挂牌上市，2013年收购宝船生物，进军生物药领域。

表 1：公司大事记

时间	事件
1967年	公司前身桂林中药厂，生产益母丸、六味地黄丸等传统中药大蜜丸
1970年	迁入新厂房（现址），正式挂牌“桂林市中药厂”
1984年	邹节明被任命为厂长，迎来发展新时期
1985年	邹节明及其助手研发出西瓜霜取霜生产新工艺，实现了西瓜霜现代化工业化生产，企业通过转轨变型，从生产型转为经营型
1994年	桂林中药厂改组为桂林三金药业集团有限公司，并以资产为纽带，组建桂林三金集团
1999年	公司出资收购破产企业—桂林市罐头食品厂，组建具有独立法人资格的全资子公司，三金集团桂林金可保健品有限公司
2003年	投资组建三金集团湖南三金制药有限责任公司
2004年	同济堂等公司通过资产重组，成立为三金集团三金生物药业有限责任公司
2005年	桂林三金集团正式更名为“三金集团”
2009年	桂林三金在深交所正式挂牌上市
2013年	收购宝船生物医药科技（上海）有限公司
2014年	桂林三金西瓜霜生态制品有限责任公司于9月25日正式归入桂林三金上市体系
2020年	桂林三金孙公司白帆生物无交叉抗体工厂正式开业投产

资料来源：公司官网、德邦研究所

手握多个国内知名品牌：“三金片”、西瓜霜“。公司经历多年发展，拥有“三金片”和西瓜霜系列等全国知名老字号品牌，是国内老牌中药企业。

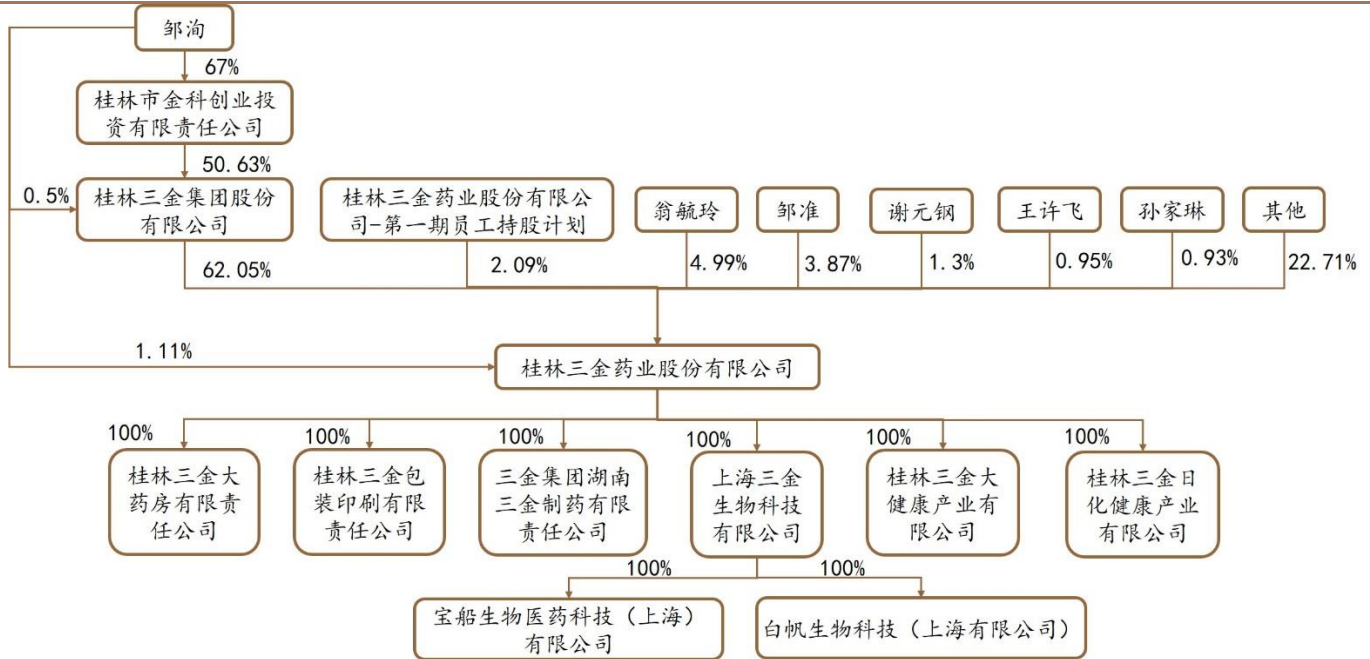
表 2：公司一线中药产品

序号	产品名称	功能主治
1	三金片	清热解毒，利湿通淋，益肾。用于下焦湿热所致热淋、小便短赤、淋漓涩痛、尿急频数；急性慢性肾盂肾炎、膀胱炎、尿路感染见上述证候者；慢性非细菌性前列腺炎肾虚湿下注证。
2	三金片 (OTC)	清热解毒，利湿。用于下焦湿热所致的小便短赤，淋漓涩痛。
3	西瓜霜清咽含片 (OTC)	清热解毒，消肿利咽。用于缓解咽痛，咽干，灼热，声音不扬或西医诊断为急性咽炎，有上述表现者
4	桂林西瓜霜 (OTC)	热解毒，消肿止痛。用于风热上攻、肺胃热盛所致的乳蛾、喉痹、口糜，症见咽喉肿痛、喉核肿大、口舌生疮、牙龈肿痛或出血；急、慢性咽炎，扁桃体炎，口腔炎，口腔溃疡，牙龈炎见上述证候者及轻度烫伤(表皮未破)者。
5	西瓜霜润喉片 (铁盒装)	清音利咽，消肿止痛。用于防治咽喉肿痛，声音嘶哑，喉痹，口舌生疮；急、慢性咽喉炎，急性扁桃体炎，口腔溃疡，口腔炎，牙龈肿痛。
6	西瓜霜润喉片 (OTC)	清音利咽，消肿止痛。用于防治咽喉肿痛，声音嘶哑，喉痹，口舌生疮；急、慢性咽喉炎，急性扁桃体炎，口腔溃疡，口腔炎，牙龈肿痛。

资料来源：公司官网、德邦研究所

公司股权结构集中，管理决策权稳定。公司实际控制人为邹洵，截至2022年Q3共控制公司63.16%的股权。截至2022年三季度，公司员工激励计划股份占比2.09%。

图 1: 公司股权结构图 (截至 2022.09.30)



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

发布股权激励计划，彰显公司发展信心。公司 2021 年发布了第一期员工持股计划，拟受让公司回购专用证券账户所持有的标的股票 12,372,151 股，受让价格为 6.84 元/股。**考核目标为：**1) 第一个解锁期：2022 年主营业务收入不低于 19.2 亿元；2) 第二个解锁期：2023 年主营业务收入不低于 21.2 亿元；或第一、第二解锁期累计主营业务收入达到 40.5 亿元。此次员工持股计划绑定了公司的长期业绩，极大提高了相应员工的积极性，彰显公司发展信心。

表 3: 员工持股计划考核标准

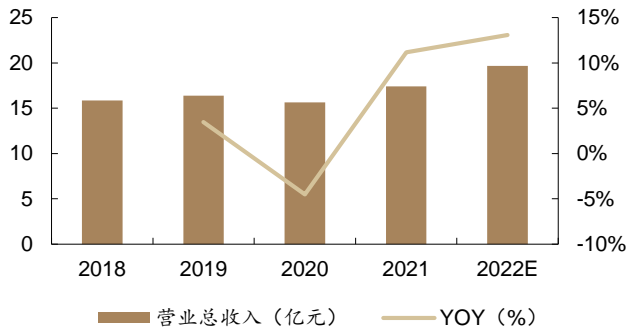
解锁期	业绩考核目标	解锁比例
第一个解锁期	2022 年主营业务收入不低于 192,495 万元。	50%
第二个解锁期	2023 年主营业务收入不低于 212,472 万元；或第一、第二解锁期累计主营业务收入达到 404,967 万元，亦视作全部完成。	50%

资料来源: 公司公告、德邦研究所

1.2. 主营业务稳中有升，疫情后有望步入较快增长通道

公司近五年营业收入稳中有升。2018 年实现营业收入 15.85 亿元，2020 年受疫情影响，公司在原材料采购及销售受到冲击，仍实现营业收入 15.66 亿元，同比下降 4.51%，2021 年实现营收 17.41 亿元，2022 年 Q1-3 已实现营收 14.39 亿元，同比增长 14.60%，营收增速恢复高增长。**受疫情及生物制药业务亏损影响，公司净利润有所下滑。**2018-2021 年分别实现净利润 4.13/3.93/2.77/3.44 亿元，2021 年实现恢复性增长。

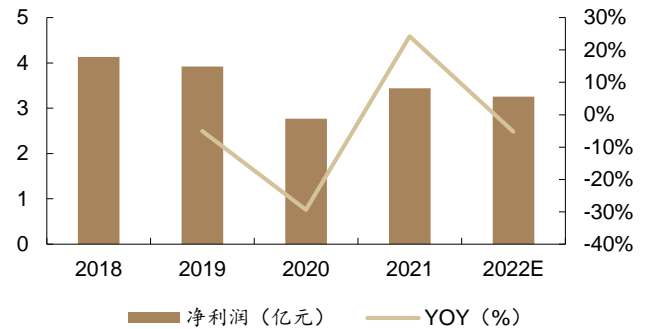
图 2: 公司历年营业收入及增速情况 (亿元, %)



资料来源: wind、德邦研究所

注: 2022 年数据来源于业绩快报, 为初步核算数据

图 3: 公司历年净利润及增速情况 (亿元, %)

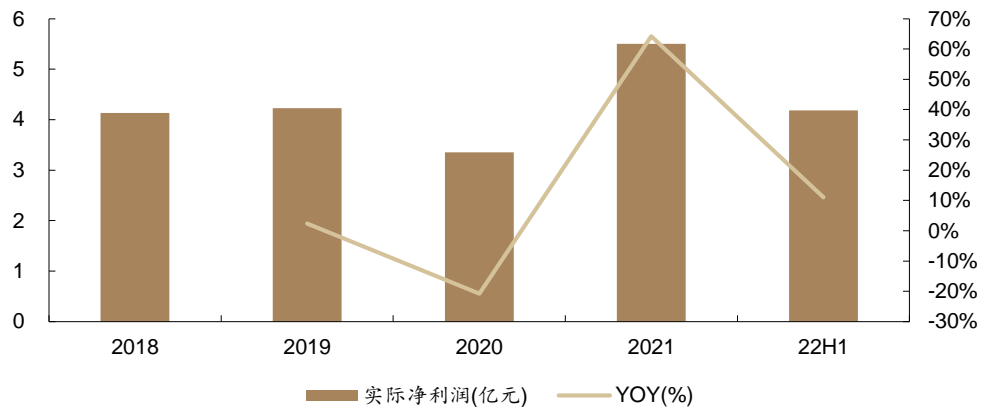


资料来源: wind、德邦研究所

注: 2022 年数据来源于业绩快报, 为初步核算数据

扣除生物制药板块亏损后, 公司实际净利润情况较好。因公司布局生物制药板块, 子公司上海三金生物科技仍然处于研发阶段, 亏损较大。2019-2021 年分别亏损 0.31/0.58/2.06 亿元。若扣除亏损业务, 调整后 2019-2021 年净利润分别为 4.23/3.35/5.50 亿元, 主营业务净利润增速明显。

图 4: 调整后净利润及增速情况 (亿元, %)



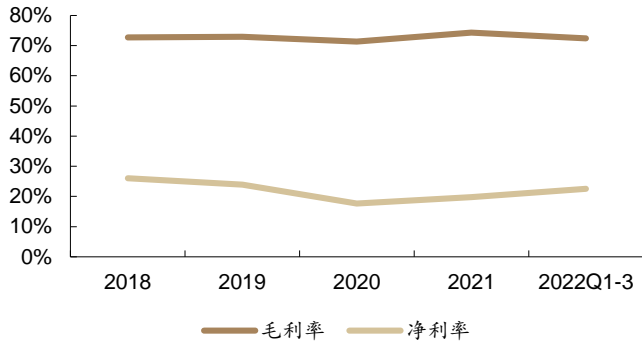
资料来源: 公司公告、德邦研究所

注: 调整方式为根据公司年报加上 2019-2022H1 上海三金生物的亏损

维持高毛利率, 净利率疫后呈现恢复性提升。2018 年, 公司实现毛利率为 72.71%, 2021 年实现毛利率 74.32%, 上升 1.61pct。公司净利率在 2020 年有所下降, 2018 年实现净利率 26.06%, 2020 年实现 17.69%, 较 2018 年下降 8.37pct。但 2022 年 Q1-3 季度实现净利率为 22.52%, 较 2020 年上升 4.83pct, 净利率呈上升趋势。

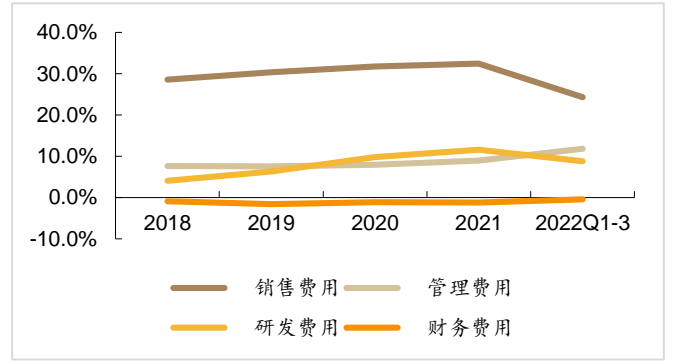
综合费用率较为稳定。1) 销售费用率: 公司经过多年经营, 销售渠道较为稳定, 销售模式较为成熟, 公司销售费用率长年保持在 30%+, 2022 年下降原因系受到疫情反复影响无法开展销售活动。2) 管理费用率: 公司管理费用率呈小幅上升的趋势, 上升原因为疫情期间为维持正常运营和员工持股计划导致。3) 财务费用率: 公司一直保持负的财务费用率, 公司流动资金充足, 利息收入较多。4) 研发费用率: 研发费用率上涨主要是生物药品研发投入增加。

图 5: 公司历年毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司历年各费用率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 手握三金和西瓜霜系列品牌，大力推进二线产品放量

公司拥有多个国内知名中药产品，在售独家产品共 23 个。2022 年公司半年报显示，公司与下属子公司拥有 218 个药品批文，其中有 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，22 个品种进入壮药目录，拥有有效发明专利 64 件。公司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。公司主要在售独家产品共 23 个。

表 4：公司独家 23 个在售产品

序号	产品名称	生产厂家	OTC	基药	医保	治疗领域	主要功能	中医大类
1	三金片	桂林三金	OTC 甲类/RX	是	是（国家）	泌尿系统疾病用药	尿路感染、慢性前列腺炎治疗	祛湿剂
2	桂林西瓜霜	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	是（国家）	口腔咽喉科用药	口腔溃疡、口舌生疮、口腔炎、牙龈炎治疗	清热剂
3	桂林西瓜霜含片	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	是（省市）	口腔咽喉科用药	咽喉肿痛，急慢性咽炎、扁桃体的治疗	中成药-耳鼻喉科用药-咽喉病
4	西瓜霜润喉片	桂林三金	OTC 乙类/RX	否	是（省市）	咽喉科用药	防治咽喉肿痛，声音嘶哑，喉痹，口舌生疮	中成药-耳鼻喉科用药-咽喉病
5	西瓜霜清咽含片	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	否	咽喉科用药	咽痛、咽干、灼热、急性咽炎治疗	
6	桂林西瓜霜胶囊	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	否	口腔咽喉科用药	咽喉肿痛、口舌生疮、急慢性咽炎治疗	中成药-耳鼻喉科用药-咽喉病
7	脑脉泰胶囊	桂林三金	RX	否	是（国家）	心脑血管疾病用药	脑血管疾病治疗	祛瘀剂
8	眩晕宁片	桂林三金	OTC 甲类	否	是（国家）	神经系统疾病用药	眩晕治疗	滋阴剂
9	眩晕宁颗粒	桂林三金	OTC 甲类	否	是（国家）	神经系统疾病用药	眩晕治疗	滋阴剂
10	蛤蚧定喘胶囊	桂林三金	OTC 甲类	是	是（国家）	呼吸系统疾病用药	滋阴清肺，止咳平喘	化痰、止咳、平喘剂
11	复方罗汉果胃痛胶囊	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	是（国家）	消化系统疾病用药	胃炎、胃溃疡治疗	理气剂
12	舒咽清喷雾剂	桂林三金	OTC 甲类	否	否	咽喉科用药	急慢性咽炎治疗	
13	三七血伤宁胶囊	桂林三金	RX	否	是（国家）	内科用药	出血性疾病及瘀血肿痛的治疗	止血剂
14	三七血伤宁散	桂林三金	RX	否	是（国家）	内科用药	出血性疾病及瘀血肿痛的治疗	止血剂
15	复方罗汉果清肺颗粒	桂林三金	OTC 甲类	否	是（省市）	呼吸系统疾病用药	清热化痰，润肺止咳	化痰、止咳、平喘剂
16	复方罗汉果清肺糖浆	桂林三金	OTC 甲类	否	是（省市）	呼吸系统疾病用药	清热化痰，润肺止咳	化痰、止咳、平喘剂
17	复方红根草片	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	是（省市）	咽喉科用药/消化系统疾病用药	急性咽喉炎、扁桃体炎、肠炎、痢疾治疗	清热剂
18	双虎肿痛宁	桂林三金	RX	否	是（省市）	骨骼肌肉系统疾病用药	闭合性跌打损伤、风湿关节痛治疗	活血通络剂
19	双虎肿痛宁	桂林三金	OTC 甲类/RX	否	是（国家）	消化系统疾病用药	胃炎、胃溃疡治疗	理气剂
20	肝肾补颗粒	湖南三金	OTC 乙类	否	否	补益类用药	益气养血，滋补肝肾	
21	玉叶解毒颗粒	湖南三金	OTC 乙类	否	是（国家）	呼吸系统疾病用药	感冒治疗	清热剂
22	生姜总酚软胶囊	湖南三金	RX	否	否	晕动症	治疗乘船、乘车时出现的胃部不适、恶心呕吐症状	理气剂
23	止泻灵片	湖南三金	OTC 甲类	否	否	消化系统疾病用药	清热利湿，健脾，止泻	扶正剂

资料来源：公司 2022 年中报、德邦研究所

2.1. 三金系列：片剂和颗粒剂搭配，分别主导 OTC 和院内市场

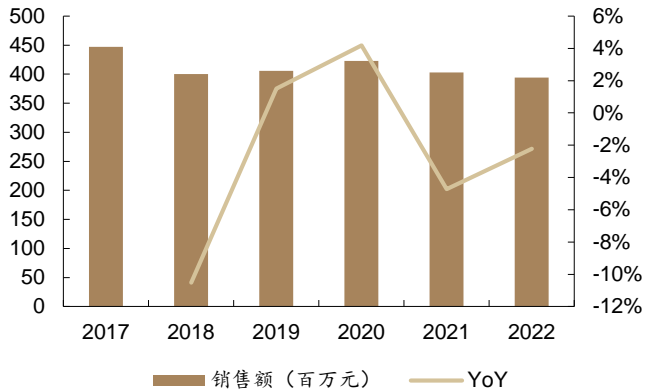
三金片：国内知名品牌中药。三金片是国家医保甲类品种，获国家发明专利，进入国家基本药物目录（2018 年版）、国家低价药清单、国家医保目录（2021 年版）等名单，有着中国中药名牌产品、“十二五国家重大科技专项之中药大品种改造”首批重点项目等荣誉。

三金片功能主治：清热解毒，利湿通淋，益肾。用于下焦湿热所致的热淋、

小便短赤、淋漓涩痛、尿急频数；急慢性肾盂肾炎、膀胱炎、尿路感染见上述证候者；慢性非细菌性前列腺炎肾虚湿热下注证。

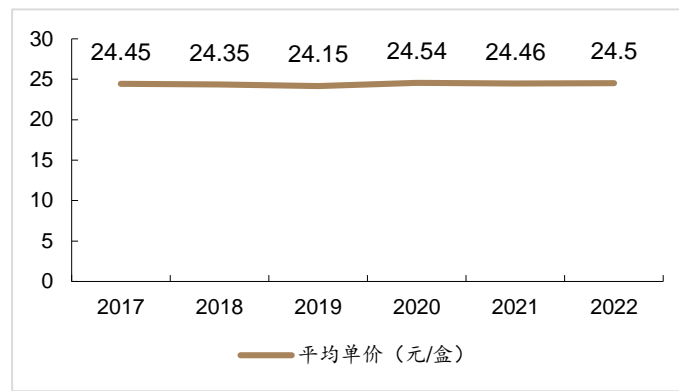
三金片零售端销售额稳定在 4 亿元左右。中康数据库数据显示，2017 年三金片实现零售端销售 4.47 亿元，2021- 2022 年分别实现 4.03/3.94 亿元，较 2017 年销售额有所下降，但总体销售额稳定在 4 亿元左右，产品销售单价稳定在 24 元/盒。三金片系公司独家产品、基药目录品种、低价药物目录品种、民族药目录品种，抗集采降价风险能力强。

图 7：三金片零售端销售情况（百万元）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

图 8：三金片零售端平均单价（元/盒）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

三金颗粒上市，有望扩大三金系列产品营收规模。据公司年报披露，三金片新剂型三金颗粒已于 2021 年正式上市销售。凭借三金片原有销售渠道，三金颗粒将扩大三金片系列产品的销售额，贡献业绩弹性。

2.2. 西瓜霜系列：全系列产品集群，继续强化市场领导地位

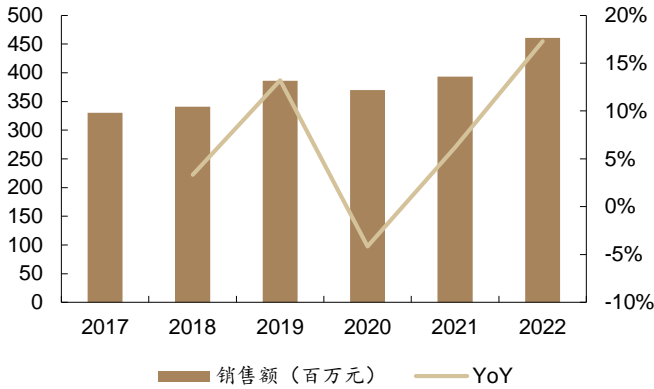
西瓜霜：家喻户晓的品牌中药，公司拥有完整系列产品矩阵。复方西瓜霜是 1958 年从民间有效验方中发掘产生的，目前桂林西瓜霜已成为全国家喻户晓品牌。历经多年发展，桂林三金现已拥有完整的西瓜霜系列产品矩阵。据中康零售药店数据显示，2020 年零售市场规模达到 92.94 亿元，西瓜霜系列产品市场份额约为 8.01%。

(1) 桂林西瓜霜

挖掘于民间有效验方，主治口腔溃疡。桂林西瓜霜主治口腔溃疡，原名复方西瓜霜。复方西瓜霜是 1958 年从民间有效验方中发掘产生的，由西瓜霜、煅珊瑚砂等十四味中药制成的中药散剂。桂林西瓜霜是 OTC 甲类品种，曾列入国家中药保护品种，载录《中国药典》、国家医保目录（2021 年版），收入中国药典 2020 版标准，获国家发明专利，被国家医药局评为优质产品。

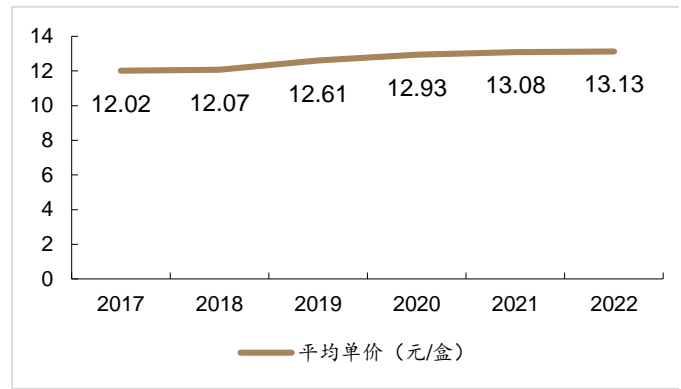
桂林西瓜霜销售额稳定增长。据中康数据库零售端数据显示，2017 年实现零售端销售额 3.30 亿元，2021 年实现 3.93 亿元，2022 年实现 4.61 亿元，2022 同比增长 17%，2017 年至 2022 年 CAGR 为 6.91%。**独家产品，稳步提价。**近几年西瓜霜价格呈现稳定增长态势，2022 年平均单价为 13.13 元/盒，相较于 2017 年上涨 9.2%。

图 9：桂林西瓜霜零售端销售情况（百万元）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

图 10：桂林西瓜霜零售端平均单价（元/盒）



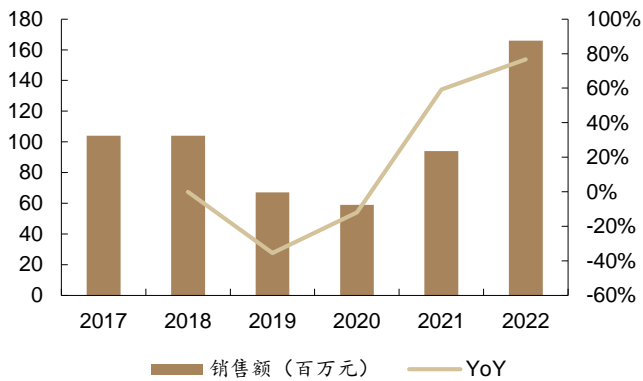
资料来源：中康数据库、德邦研究所

(2) 西瓜霜润喉片

西瓜霜润喉片：西瓜霜剂型改造而成的口含片，用于防治咽喉肿痛，声音嘶哑，喉痹，口舌生疮。西瓜霜润喉片由西瓜霜、冰片、薄荷素油和薄荷脑等组成，是在西瓜霜散剂的基础上，配以适量的芳香、矫味、着色辅料，经剂型改造而成的口含片。

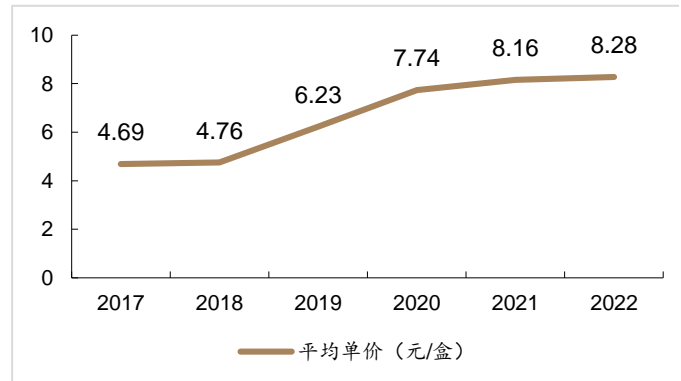
销售额短期承压，22 年增速明显。根据中康数据库零售端销售数据，2017-2020 年分别实现销售额 1.04/1.04/0.67/0.59 亿元，销售额大幅下降。2020 年后产品需求高增，2021-2022 年分别实现 0.94/1.66 亿元，销售额大幅升高。公司西瓜霜润喉片近几年价格涨幅明显，2022 年平均单价为 8.28 元/盒，相较于 2019 年涨幅 32.9%。

图 11：西瓜霜润喉片零售端销售情况（百万元）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

图 12：西瓜霜润喉片零售端平均单价（元/盒）



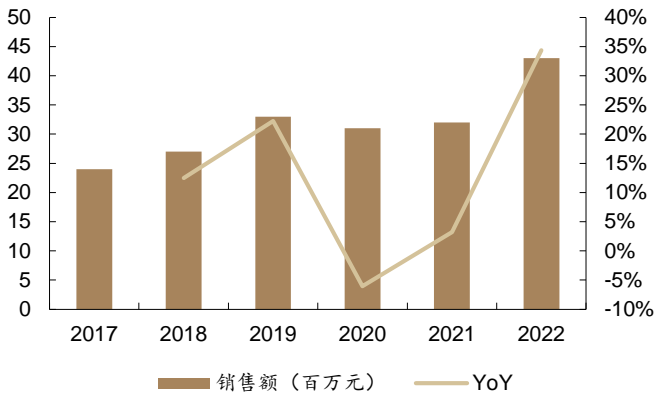
资料来源：中康数据库、德邦研究所

(3) 桂林西瓜霜含片

桂林西瓜霜含片：西瓜霜剂型改造而成的口含片，主治喉咙肿痛。桂林西瓜霜含片是桂林西瓜霜散剂经剂型改造而成的口含片，处方组成、功能主治与桂林西瓜霜散剂相同。具有口感好，在口腔中缓缓溶化更易于与病灶接触，无异物感，剂量准确，使用方便等特点。

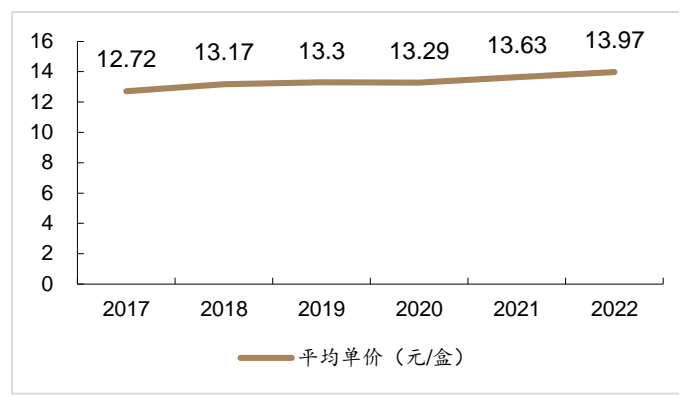
桂林西瓜霜含片销售额稳健增长。据中康数据库零售端数据显示，2017 年桂林西瓜霜含片实现销售额 0.24 亿元，2019-2021 年销售额稳定在 0.3 亿元左右，2022 年实现销售额 0.43 亿元，同比增长 34.4%，2017-2022 年 CAGR 为 12.37%。
产品单价稳步提升：2022 年桂林西瓜霜含片零售端平均单价为 13.97 元/盒，与 2017 年相比涨幅为 9.8%。

图 13: 桂林西瓜霜含片零售端销售情况 (百万元)



资料来源: 中康数据库、德邦研究所

图 14: 桂林西瓜霜含片零售端平均单价情况 (元/盒)



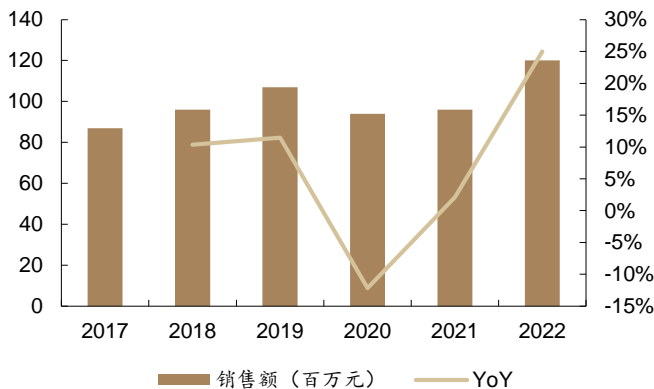
资料来源: 中康数据库、德邦研究所

(4) 西瓜霜清咽含片

西瓜霜清咽含片: 解热消肿, 利咽止痛。根据中医药理论和临床经验, 结合现代药理研究成果研制而成。由西瓜霜、西青果、薄荷素油、薄荷脑等十二味中药组成。

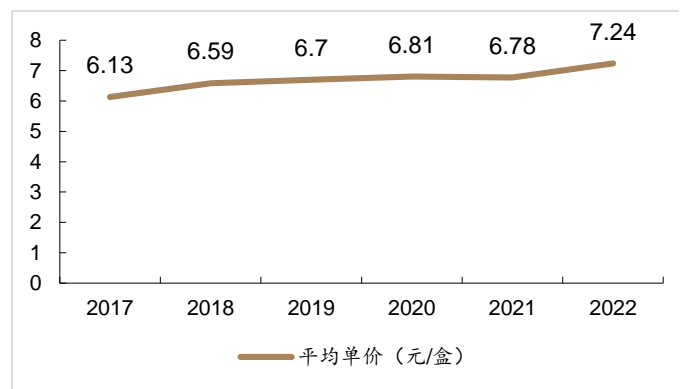
22 年销售额创新高, 增速明显。据中康零售端数据库, 2017 年实现销售额 0.87 亿元, 2019 年实现 1.07 亿元, 2020-2021 年稍有下降, 分别为 0.94/0.96 亿元, 2022 年增长至新高为 1.20 亿元, 2017 至 2022 年 CAGR 为 6.64%。产品单价稳步提升: 2022 年公司西瓜霜清咽含片零售端平均单价为 7.24 元/盒, 相较于 2017 年涨幅为 18.1%。

图 15: 西瓜霜清咽含片零售端销售情况 (百万元)



资料来源: 中康数据库、德邦研究所

图 16: 西瓜霜清咽含片零售端平均单价 (元/盒)



资料来源: 中康数据库、德邦研究所

(5) 桂林西瓜霜胶囊

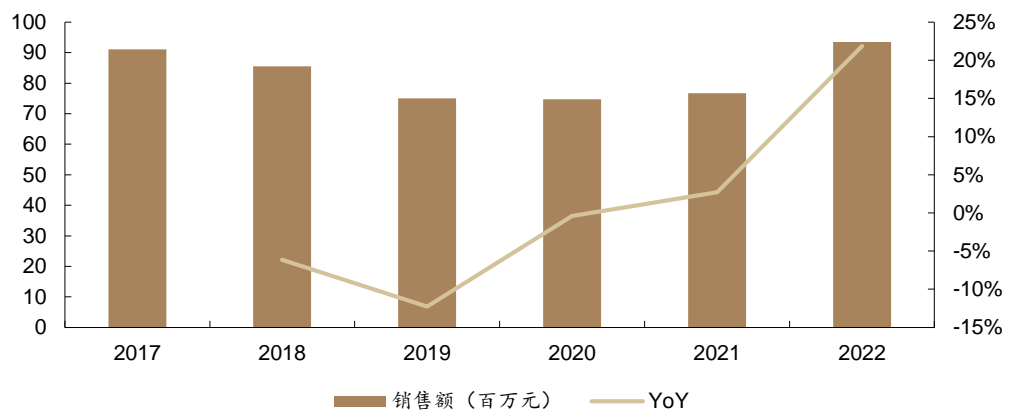
桂林西瓜霜胶囊: 西瓜霜剂型改造而成的胶囊剂, 曾被列入国家中药保护品种。桂林西瓜霜胶囊具有清热解毒、消肿止痛之功效, 用于咽喉肿痛, 口舌生疮, 牙龈肿痛或出血, 急慢性咽炎, 扁桃体炎, 口腔溃疡, 轻度烫火伤。具有服用方便, 剂量准确的优点。桂林西瓜霜胶囊曾列入国家中药保护品种, 被广西区科技厅认定为高新技术产品。

2.3. 二线产品：四大产品持续发力，带动公司收入较快增长可期

持续布局二线品种，奠定长期增长动力。二线上一线，产品逐步发力。公司21年眩晕宁片和眩晕宁颗粒实现总销售额过亿，22年实现眩晕宁片单剂型过亿。其他二线品种如脑脉泰、蛤蚧定喘胶囊等，疗效显著，市场开发潜力大，随着公司积极布局二线独家产品的市场推广，加快电商终端建设，二线品种有望迎来快速发展期。

二线产品总销售额疫情期间下滑，2022年实现恢复性增长，创历史新高。根据中康数据库零售端数据，2017年，桂林三金二线产品总额为9112万元，随后持续下降至2020年低点7474万元，2021-2022年有恢复趋势，2021年实现销售额7675万元，2022年实现9354万元为近年新高，同比增长21.9%。

图 17：桂林三金二线产品销售情况（百万元）

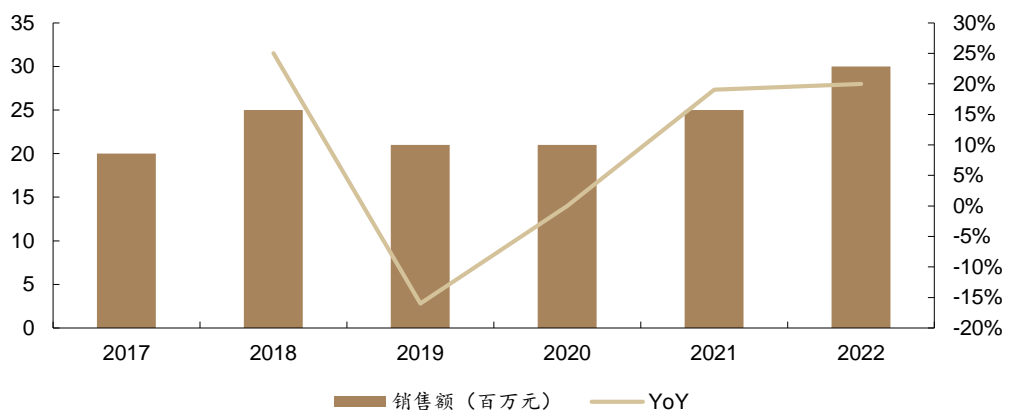


资料来源：中康数据库、德邦研究所

(1) 眩晕宁片

眩晕宁片/颗粒为中药独家品种，载入国家医保目录（2021年版），获得国家发明专利，曾列入国家中药保护品种。眩晕宁片销售额稳步增长。据中康数据库零售端数据，眩晕宁片2017年实现销售额2000万元，2021年实现2500万元，2022年实现3000万元，创造新高，同比增长20%。

图 18：眩晕宁片销售情况（百万元，%）



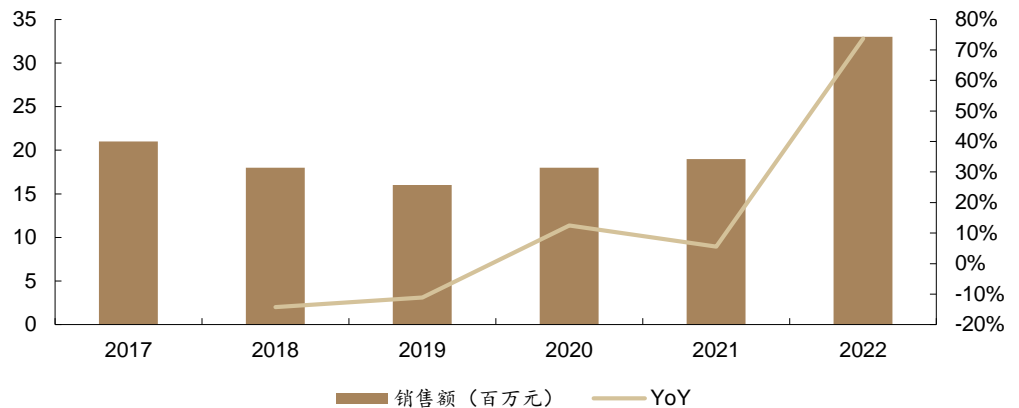
资料来源：中康数据库、德邦研究所

(2) 五叶解毒颗粒

五叶解毒颗粒是桂林三金独家品种，曾列入国家中药保护品种，常用低价药清单品种（省市），载入国家医保目录（2021年版）。五叶解毒颗粒销售高速增长。

根据中康数据库零售端数据，2017 年实现销售额 2100 万元，2018-2021 年稳定在 1800-1900 万元，2022 年实现 3300 万元，同比增长 74%，实现新高，2017-2022 年 CAGR 为 9.46%。

图 19：五叶解毒颗粒销售情况（百万元，%）



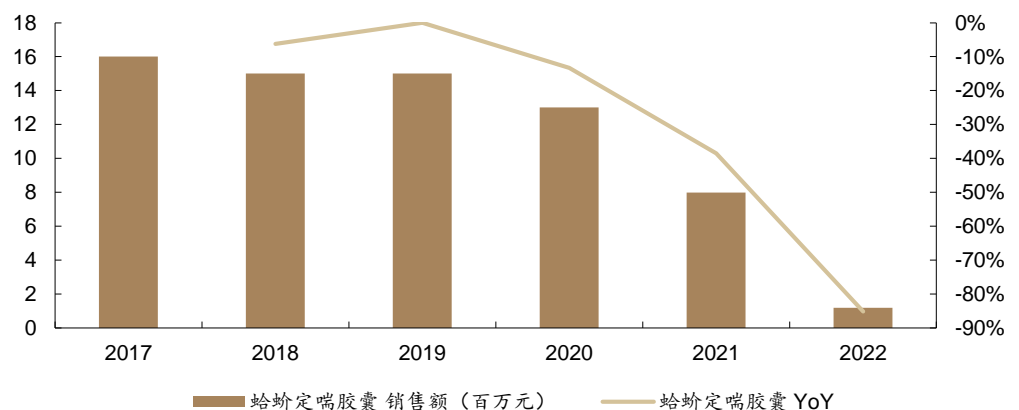
资料来源：中康数据库、德邦研究所

(3) 蛤蚧定喘胶囊

蛤蚧定喘胶囊是国家医保乙类品种（2020 年版），录入全国多地《门诊慢性病药品目录》。具有滋阴清肺，止咳平喘的功效，用于肺肾两虚、阴虚肺热所致的虚劳咳喘、气短胸满、自汗盗汗。产品进入《慢性肺原性心脏病中医诊疗指南》、《慢性阻塞性肺疾病中医诊疗指南》、《国际中医临床实践指南·慢性阻塞性肺疾病》三个国家级中医诊疗指南推荐。

受疫情影响较大，后疫情时代后有望实现恢复性增长。根据中康数据库零售端数据，2017-2020 年分别实现销售额为 1600/1500/1500/1300 万元，2021-2022 年分别实现 799/119 万元，受疫情影响，销售额下降幅度大，后续有望复苏。

图 20：蛤蚧定喘胶囊销售情况（百万元，%）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

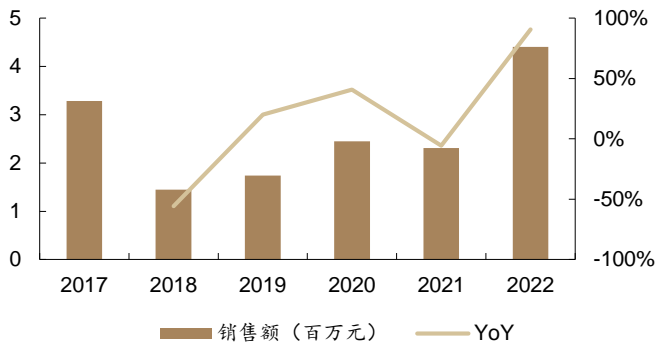
(4) 复方罗汉果清肺颗粒/糖浆

复方罗汉果清肺颗粒/糖浆属 OTC 甲类产品，呼吸系统疾病用药。复方罗汉果清肺颗粒/糖浆有清热化痰，润肺止咳之功效。适用于咳嗽痰黄，咯痰不畅，咽干舌燥等症属痰热咳嗽者。产品主要成分为罗汉果、枇杷叶、菊花、苦杏仁、茯苓、党参。

复方罗汉果清肺颗粒销售增速加快，复方罗汉果清肺糖浆销售额处于恢复性

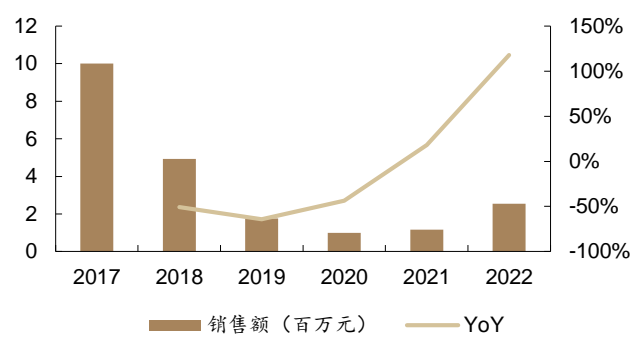
增长。根据中康数据库零售端数据，复方罗汉果清肺颗粒 2022 年实现销售额 440 万元，同比增长 90%；复方罗汉果清肺糖浆 2022 年实现销售额 255 万元，同比增长 118%，复方罗汉果清肺糖浆 2017 年实现收入 1000 万元，后续不断走低，2022 年已有恢复趋势。

图 21：复方罗汉果清肺颗粒销售情况（百万元，%）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

图 22：复方罗汉果清肺糖浆销售情况（百万元，%）



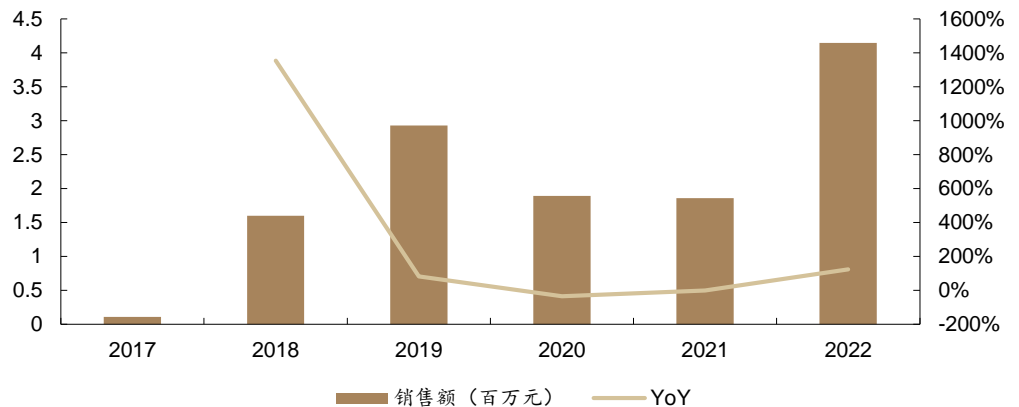
资料来源：中康数据库、德邦研究所

(5) 舒咽清喷雾剂

舒咽清喷雾剂：在桂林西瓜霜散剂基础上研制而成，曾列入国家中药保护品种，用于急性咽炎或慢性咽炎急性发作等。舒咽清喷雾剂药液呈雾状喷于患处，分布均匀，可直接作用于患处，其有效成分通过粘膜进行吸收，具有吸收好，见效快，使用方便的特点。

销售额涨幅明显。根据中康数据库零售端数据，2017 年仅有 11 万元，2022 年已实现 415 万元销售额，2017-2022 年 CARG 为 106.70%。高额增速有望为公司提供业绩弹性。

图 23：舒咽清喷雾剂销售情况（百万元，%）



资料来源：中康数据库、德邦研究所

2.4. 在研中药众多，助力公司长期发展

公司在研中药品种众多，7 个品种处于申请上市阶段。截至 2023.03.20，1) 公司有 7 个中药品种处于申请上市阶段：血脉康片、三金丸(浓缩丸)、龙血竭、西瓜霜润喉滴丸、新生化颗粒、三金分散片、剑叶龙血树总黄酮，布局心内科、妇科、泌尿内科等领域；2) 1 个品种处于临床三期阶段：三金妇炎片，为妇科用药；3) 2 个临床二期品种：妇炎停阴道栓、三金结肠康胶囊。

表 5：桂林三金在研中药品种（截至 2023.03.20）

通用名	剂型	药品名称	临床科室	注册进展
-----	----	------	------	------

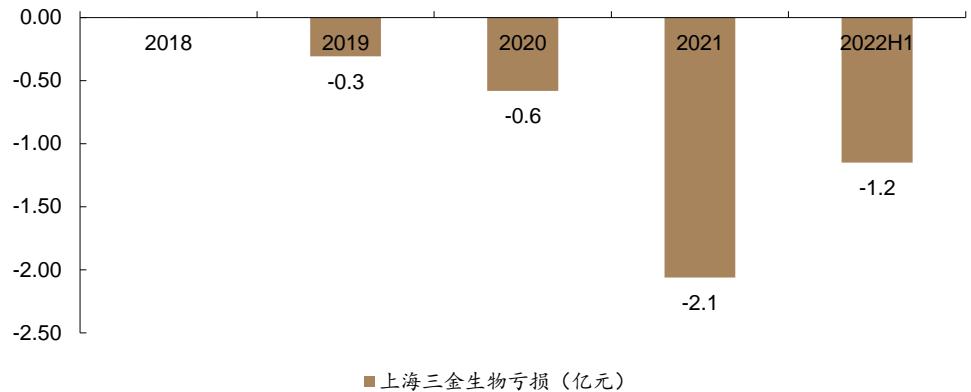
血脉康	片剂	血脉康片	心内科	申请上市(Inactive)
三金	丸剂(浓缩丸)	三金丸(浓缩丸)	未知	申请上市(Inactive)
龙血竭	原料药	龙血竭	无	申请上市(Inactive)
西瓜霜润喉	滴丸	西瓜霜润喉滴丸	未知	申请上市(Inactive)
新生化	颗粒剂	新生化颗粒	妇科	申请上市(Inactive)
三金	分散片	三金分散片	泌尿内科	申请上市(Inactive)
剑叶龙血树总黄酮	原料药	剑叶龙血树总黄酮	无	申请上市(Inactive)
三金妇炎	片剂	三金妇炎片	妇科	Phase III
妇炎停	阴道栓	妇炎停阴道栓	妇科	Phase II
三金结肠康	胶囊剂	三金结肠康胶囊	未知	Phase II
复方抗病毒	颗粒剂	复方抗病毒颗粒	未知	批准临床
前列保	片剂	前列保片	未知	批准临床
蛤蚧定喘	胶囊剂	蛤蚧定喘胶囊	呼吸内科	未知
妇科调经	片剂	妇科调经片	妇科	未知
养血安神	片剂	养血安神片	心内科 神经内科	未知

资料来源：医药魔方，德邦研究所

3. 23 年或为白帆生物业绩拐点

战略布局生物药，23 年或启蜕变。子公司上海三金生物旗下全资子公司：1) 宝船生物：专注于单抗药物的研发；2) 白帆生物：致力于提供优质的抗体药物 CDMO/CMO 服务；3) 常年亏损，23 年或迎蜕变：据公开调研纪要，白帆生物 23 年有望实现盈亏平衡，且公司 22 年 12 月与上海赛金生物签订投资合作框架协议，拟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，若投资合作顺利实施，有望实现优势互补。

图 24：上海三金生物亏损情况（亿元）

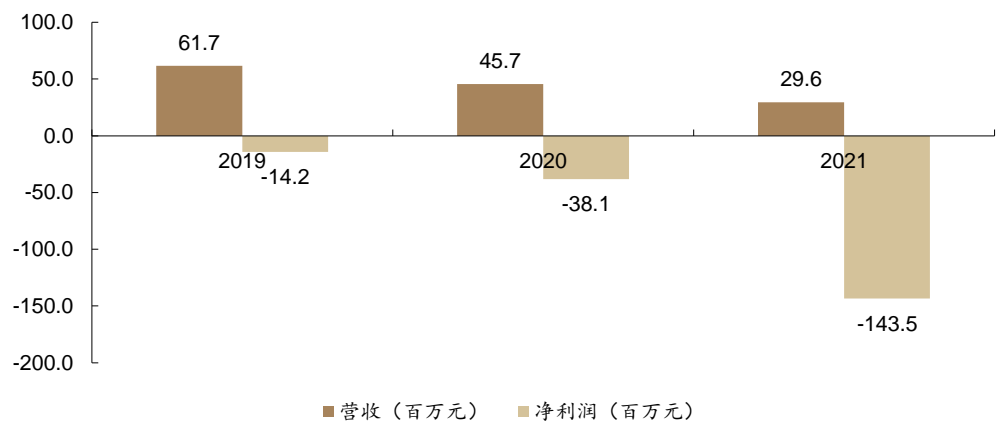


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

3.1. 宝船生物：与上海赛金签订投资合作框架协议，有望实现优势互补

宝船生物专注创新生物药研发及生产，单抗管线丰富。宝船生物成立于 2005 年，聚焦消化道系统肿瘤等治疗领域单抗药物的研发，2013 年被桂林三金全资收购，由于管线均处于研发阶段，公司常年亏损，2021 年亏损 1.44 亿元。

图 25：宝船生物历年营收及净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 6：公司单抗项目研发情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液项目	治疗晚期恶性实体瘤	I 期临床试验进行中	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合

全人源抗 PD-L1 单克隆抗体注射液项目	治疗晚期恶性肿瘤（非透肾癌）	II 期临床试验进行中	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合
全人源抗 PD -L1 单克隆抗体注射液项目	治疗晚期恶性肿瘤（鼻咽癌）	I 期临床试验进行中	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合
全人源抗 PD -L1 抗体注射液联合重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液项目	治疗晚期恶性肿瘤	I 期临床试验进行中	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合
BC006 单抗注射液项目	治疗晚期实体瘤包括腱鞘巨细胞瘤	I 期临床试验进行中	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合
BC008 抗体注射液项目	治疗 CLDN18.2 阳性晚期实体瘤	已获得《药物临床试验批准通知书》，待开展 I 期临床试验	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合
BC007 抗体注射液项目	治疗 CLDN18.2 表达的晚期实体瘤	中、美 IND 申报进行中	取得产品生产批件并上市销售	丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合

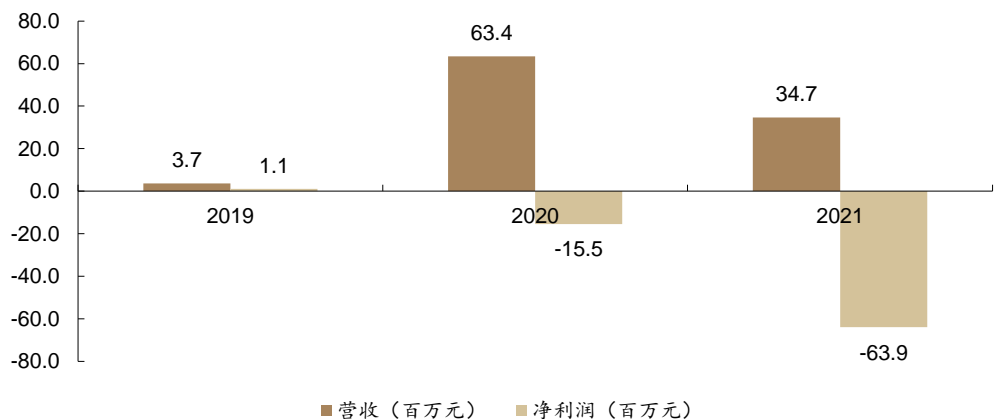
资料来源：公司 2021 年年度报告，德邦研究所

与上海赛金签订投资合作框架协议，有望实现优势互补。 1) 上海赛金生物：致力于研发、生产和销售重组蛋白和单克隆抗体类生物药物，研发管线集中在自身免疫系统，增强抗肿瘤免疫能力；2) 公司与赛金生物签订投资合作框架协议：22 年 12 月框架协议内容：桂林三金拟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，若投资合作顺利实施，有望实现优势互补。

3.2. 白帆生物：抗体药物 CDMO 投产落地，23 年开始亏损有望大幅收窄

白帆生物专注于抗体药物 CDMO 领域，提供一站式服务。白帆生物成立于 2016 年，是一家专注于抗体药物 CDMO/CMO 服务的高新技术企业，致力于为同行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，目前白帆生物仍处于亏损状态，2021 年亏损 0.64 亿元。

图 26：白帆生物历年营收及净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

CDMO 项目投产落地，通过欧盟 QP 审计。 白帆生物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。自开业投产以来，白帆生物已与 10 余家生物医药公司达成合作。

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：

- 1) **工业端**：公司旗下拥有三金系列及西瓜霜系列国内知名品牌中药品种，且二线品种逐步发力，预计 22-24 年公司工业端收入将分别达到 19.07/22.12/25.69 亿元，同比增长 13.6%/16%/16.2%；
- 2) **商业&其他**：预计 22-24 年保持稳定，22-24 年商业端收入预计为 0.42/0.4/0.38 亿元，其他业务预计为 0.19/0.2/0.21 亿元。

表 7：盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1640.4	1566.5	1741.2	1967.6	2271.6	2628.2
YOY (%)	3.5%	-4.5%	11.2%	13.0%	15.5%	15.7%
毛利率 (%)	72.9%	71.3%	74.3%	75.7%	76.1%	76.4%
工业	1594.1	1514.6	1679.0	1906.6	2211.7	2569.3
YOY (%)	3.3%	-5.0%	10.9%	13.6%	16.0%	16.2%
商业	39.4	44.0	43.9	41.7	39.6	37.6
YOY (%)	15.8%	11.6%	-0.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他	6.9	7.9	18.4	19.3	20.3	21.3
YOY (%)	-6.5%	14.8%	131.8%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

4.2. 投资建议

公司旗下拥有三金系列及西瓜霜系列国内知名品牌中药品种，且随着公司逐步加大推广力度，二线品种有望进入快速发展阶段，且公司旗下白帆生物有望迎来拐点，减少对公司利润拖累。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润将分别达到 3.3/4.5/6.5 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值分析（截至 2023.03.27）

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002737.SZ	葵花药业	123.6	21.16	8.7	10.6	12.3	14.2	11.7	10.1
600285.SH	羚锐制药	83.0	14.62	4.5	5.4	6.3	18.4	15.4	13.1
000538.SZ	云南白药	962.6	53.57	33.6	43.1	51.7	28.6	22.4	18.6
	PE 均值						20.4	16.5	13.9
002275.SZ	桂林三金	90.0	15.31	3.3	4.5	6.5	27.5	19.9	13.8

资料来源：wind，德邦研究所

注：除桂林三金外，其余公司预测数据来源于 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1、产品研发进展不及预期；
- 2、产品销售不及预期；
- 3、医保控费风险；
- 4、与赛金生物投资合作尚存不确定性风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.56	0.77	1.11
每股净资产	4.81	4.49	5.26	6.36
每股经营现金流	0.70	0.65	0.82	1.04
每股股利	0.90	0.15	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.18	27.52	19.90	13.84
P/B	3.51	3.41	2.91	2.41
P/S	5.19	4.59	3.98	3.44
EV/EBITDA	17.81	16.68	12.18	9.16
股息率%	5.3%	1.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	74.3%	75.7%	76.1%	76.4%
净利润率	19.7%	16.6%	18.6%	20.6%
净资产收益率	12.1%	12.4%	14.6%	17.4%
资产回报率	8.4%	8.5%	10.3%	13.1%
投资回报率	9.3%	9.7%	11.8%	13.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.2%	13.0%	15.5%	15.7%
EBIT 增长率	17.8%	-1.0%	37.2%	28.2%
净利润增长率	24.1%	-4.9%	38.3%	43.8%
偿债能力指标				
资产负债率	30.7%	31.4%	30.6%	27.4%
流动比率	3.0	2.9	3.1	3.8
速动比率	2.6	2.5	2.7	3.4
现金比率	1.8	1.7	1.9	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.6	9.6	9.6	9.6
存货周转天数	192.7	192.7	192.7	192.7
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.6	1.8	2.2	2.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	344	327	452	650
少数股东损益	0	0	-30	-108
非现金支出	132	104	102	105
非经营收益	-19	24	14	18
营运资金变动	-46	-71	-59	-56
经营活动现金流	410	384	480	609
资产	-116	-55	-55	-55
投资	154	88	-32	-32
其他	-185	16	26	22
投资活动现金流	-147	49	-61	-65
债权募资	122	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-442	-548	-19	-19
融资活动现金流	-320	-548	-19	-19
现金净流量	-59	-115	400	524

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 27 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,741	1,968	2,272	2,628
营业成本	447	478	543	620
毛利率%	74.3%	75.7%	76.1%	76.4%
营业税金及附加	33	37	43	50
营业税金率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
营业费用	565	659	738	828
营业费用率%	32.4%	33.5%	32.5%	31.5%
管理费用	156	216	189	184
管理费用率%	9.0%	11.0%	8.3%	7.0%
研发费用	202	197	227	263
研发费用率%	11.6%	10.0%	10.0%	10.0%
EBIT	399	395	542	694
财务费用	-21	-27	19	19
财务费用率%	-1.2%	-1.4%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	1	-5	5	1
营业利润	429	408	527	676
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	429	408	527	676
EBITDA	512	494	644	799
所得税	85	81	105	134
有效所得税率%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
少数股东损益	0	0	-30	-108
归属母公司所有者净利润	344	327	452	650

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,478	1,362	1,762	2,286
应收账款及应收票据	48	53	64	76
存货	284	227	354	309
其它流动资产	645	624	717	846
流动资产合计	2,454	2,266	2,897	3,517
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,111	1,082	1,049	1,013
在建工程	105	95	85	77
无形资产	178	173	168	163
非流动资产合计	1,642	1,578	1,512	1,443
资产总计	4,096	3,844	4,409	4,960
短期借款	252	252	252	252
应付票据及应付账款	180	104	196	147
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	397	423	474	533
流动负债合计	829	779	922	932
长期借款	227	227	227	227
其它长期负债	200	200	200	200
非流动负债合计	427	427	427	427
负债总计	1,256	1,206	1,349	1,359
实收资本	590	590	590	590
普通股股东权益	2,840	2,638	3,090	3,740
少数股东权益	0	0	-30	-138
负债和所有者权益合计	4,096	3,844	4,409	4,960

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

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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。