

桂林三金 (002275)

强烈推荐

行业：中药

内生增长渐提速，外延扩张露锋芒

桂林三金是稳健增长的老牌中药民企，多年来受制于 OTC 市场环境和产能瓶颈问题，保持着稳健的增长。三金片进入基药、低价药双目录，新产能投产，二三线品种放量等因素，未来将促使公司走向更快的发展轨道。13 年收购宝船生物，进军生物制药领域，体现了公司外延扩张的思路；我们认为在行业整合的背景下，公司拥有良好现金流和优势营销渠道，有望在外延方面加快步伐。

投资要点：

◇ **桂林三金是稳健增长的老牌中药民企。**公司拥有三金片、西瓜霜系列两大细分领域最领先的品牌，拥有强大的 OTC 销售队伍，受制于 OTC 市场环境和产能瓶颈问题，保持着稳健的增长。2010-2013 年销售收入、扣非净利润复合增速分别为 13.9%和 14.6%。

◇ **三金片是泌尿系统感染中成药第一品牌，入选新版基药、低价药双目录，未来有望增速、毛利双提升。**

◇ **西瓜霜系列是喉口类领先的品牌，多年保持前三的市场占有率，是稳健的现金牛产品。西瓜霜喷剂变相提价，效果未来将显现。**

◇ **二、三线产品值得期待。**新产品舒咽清喷雾剂未来有望快速放量；蛤蚧定喘胶囊入选新版基药、低价药双目录，有望快速成长；眩晕宁、脑脉泰继续稳健成长。

◇ **收购宝船生物布局生物制药，未来外延有望加快步伐。**13 年公司通过并购宝船生物获得了生物制药平台，迈出其外延战略中坚实一步。在医药行业加速整合的背景下，公司凭借其优势资源，未来有望加快外延步伐。

◇ **首次覆盖，给予强烈推荐评级。**我们预测公司 14-16 年归属母公司净利润分别为 4.74、5.71 和 6.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、0.97、1.17 元，对应当前股价 PE 分别为 23/19/16 倍。考虑到公司未来业绩有望提速、外延并购有望加快，给予目标价 22.40 元，对应 14 年 EPS28 倍 PE。

◇ **风险提示：**招标进度慢于预期，产品未能中标，新产品推广不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1453	1642	2044	2453
收入同比(%)	11%	13%	25%	20%
归属母公司净利润	420	474	571	689
净利润同比(%)	27%	13%	21%	21%
毛利率(%)	72.8%	70.7%	69.8%	69.9%
ROE(%)	19.1%	20.1%	21.7%	22.4%
每股收益(元)	0.71	0.80	0.97	1.17
P/E	25.59	22.71	18.83	15.61
P/B	4.88	4.57	4.09	3.49
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22.40

当前股价： 18.15

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	590
流通股本(百万股)	524
总市值(亿元)	107
流通市值(亿元)	95
成交量(百万股)	1.88
成交额(百万元)	33.90

股价表现



相关报告

《桂林三金-OTC 中的研发驱动型企业》

2010-05-31

《桂林三金-细分市场优势明显的品牌 OTC 企业》2009-06-29

目 录

一、 稳健增长的老牌中药企业，产能瓶颈明年将解除	4
1. 研发能力出色的民营中药企业	4
2. 以中药为核心，化药、生物药多元化发展	4
3. 业绩持续稳健增长，产品营销受限于产能瓶颈	5
二、 三金片：入选新版基药、低价药双目录，未来有望增速、毛利双提升	6
1. 三金片是抗泌尿系统感染中成药第一品牌	6
2. 泌尿系统感染中成药市场持续增长	7
3. 三金片入选新版基药、低价药双目录，未来增速、毛利有望双提升	8
三、 西瓜霜系列：稳健的现金牛，提价效应未来将显现	9
1. 西瓜霜是喉口类用药优势品牌，成为公司稳健的现金牛产品	9
2. 西瓜霜喷剂变相提价，驱动未来增长	11
四、 二、三线产品值得期待	11
1. 舒咽清喷雾剂有望快速放量	11
2. 蛤蚧定喘胶囊入选新版基药、低价药双目录，未来有望快速成长	12
3. 眩晕宁、脑脉泰继续稳健成长	13
五、 收购宝船生物布局生物制药，未来外延速度或加快	13
六、 投资建议：首次覆盖，给予强烈推荐评级	13
七、 风险提示	14

图目录

图 1 桂林三金主要产品一览.....	4
图 2 桂林三金股权结构及子公司情况.....	5
图 3 历年公司营业收入增长.....	6
图 4 历年公司扣非净利润增长.....	6
图 5 2013 年尿路感染零售终端竞争格局.....	6
图 6 2011 年喉口类用药各品种市场份额.....	9
图 7 2013 年咽喉用药零售端竞争格局.....	10
图 8 2011 年喉口类用药各品种市场份额.....	10
图 9 2009-2013 年开喉剑喷雾剂样本医院销售额.....	11

表目录

表 1 2007 年三金片及其竞争产品销售额.....	7
表 2 三金片及其竞争产品日服用金额比较.....	8
表 3 三金片最高提价空间测算.....	8
表 4 2012 年我国止咳化痰类中成药前十大品牌市场份额.....	12
表 5 公司营业收入及毛利预测.....	14

一、稳健增长的老牌中药企业，产能瓶颈明年将解除

1. 研发能力出色的民营中药企业

桂林三金药业股份有限公司主营中成药、天然药物的研发和生产，是国内最早生产现代中药制剂的厂家之一。公司的前身是成立于1967年的桂林中药厂，经过多次改制，于2009年上市，是09年重启ipo后首家上市的企业。

目前，桂林三金药业在泌尿系统用药和咽喉、口腔用药方面已形成较强的专业和市场优势，主导产品中三金片是全国泌尿系统中成药销量最高的第一品牌，西瓜霜系列也是咽喉类用药的最知名品牌之一，“三金”牌商标被国家工商行政总局认定为“中国驰名商标”。

公司董事长邹节明先生是从事技术出身的，在其带领下公司建立了完备的创新体系，拥有国家级技术中心和博士后科研工作站。公司现有特色中药新药基本均由企业技术中心为主导研制，拥有自主知识产权，获国家中药发明专利或国家中药保护品种20余项。西瓜霜系列产品在原料工艺上有专利保护，制剂产品也有相应的发明专利保护；三金片源自于广西当地民间验方，目前公司为独家生产，有专利保护；二线产品脑脉泰和眩晕宁也是独家生产的专利保护药品。

图 1 桂林三金主要产品一览



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

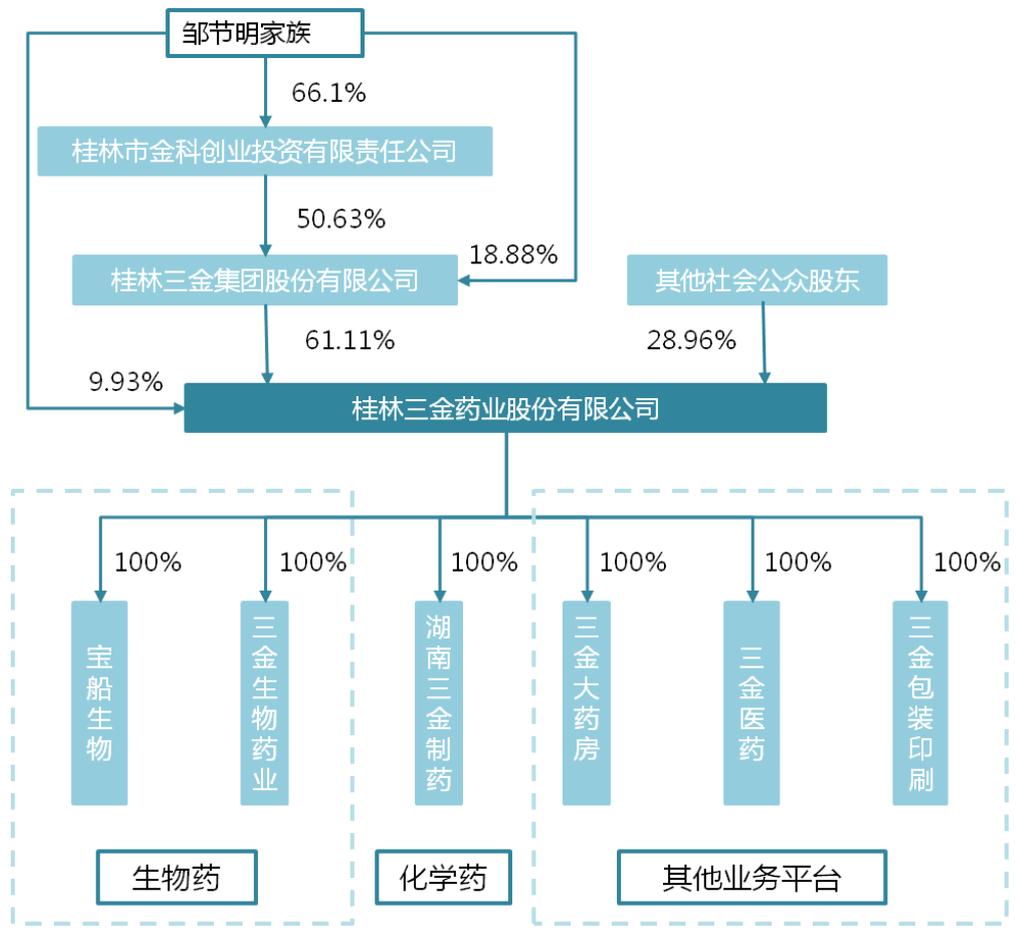
2. 以中药为核心，化药、生物药多元化发展

公司总股本 5.9 亿股，流通 A 股总计 5.24 亿，占总股本 88.84%。实际控制人

为董事长邹节明，邹节明家族实际控制的三金集团持有公司 61.11% 的股权，同时邹家明家族还直接持有公司 9.93% 的股权。此外以总裁王许飞、副总裁谢元钢等为代表的高层管理团队普遍直接或间接持有较多公司股份，管理层与公司利益一致化。

公司秉承多元化发展的思路，坚持中药这一传统优势领域的核心地位，并在化学药和生物药领域加大投入。公司的中药平台以母公司为主，在泌尿系统用药、咽喉口腔用药领域具有优势，在心脑血管用药等领域也有布局。公司目前在化药和生物药领域竞争实力较弱，当前化药平台以湖南三金为主，生物药平台以 2013 年新收购的宝船生物为主。公司未来将加大外延扩张的步伐，通过外延扩张加强在中药、化药和生物药领域的竞争力。

图 2 桂林三金股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 业绩持续稳健增长，产品营销受限于产能瓶颈

近年来公司一直稳健经营，营业收入和净利润稳步增长。除了 2010 年由于经销商调整而导致下滑以外，2008-2013 年销售收入和扣非净利润均保持了约 10%-20% 的稳定增长。公司的主打产品三金片和西瓜霜系列在市场上行销多年，有很好的知晓度和美誉度，三金片是泌尿系统感染中成药第一品牌，西瓜霜系列也是喉口类用药前三的品牌。公司强大的 OTC 销售队伍和较强的医院销售队伍，也为公司的业绩稳健增长提供了保

障。目前公司有一两千人的销售队伍，维护着约 3 万多家药店以及约 1800 家的二甲以上医院。

图 1 历年公司营业收入增长

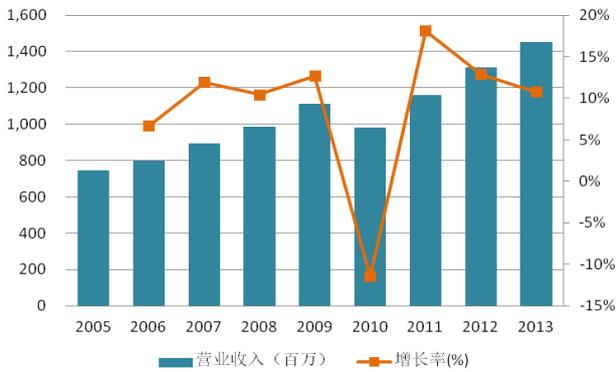
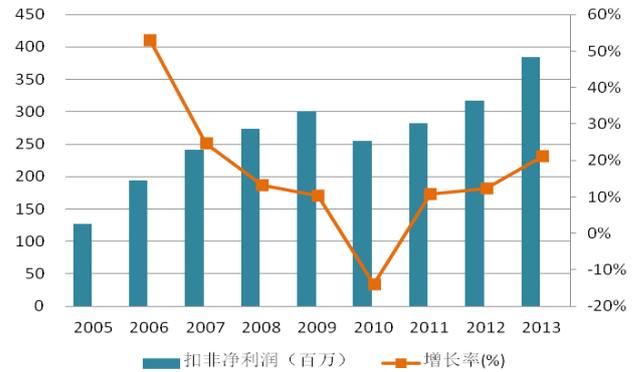


图 2 历年公司扣非净利润增长



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司 2009 年上市时的募投项目主要即为建设现代中药城解决产能瓶颈，然而由于建设地址变更、地质情况、新版 GMP 认证等因素导致现代中药城投产时间延期。预计今年年底可以完成基地建设、设备安装和 GMP 认证，新产能明年可以投产。此前由于公司产能已到极限，限制了其一、二线品种的营销，影响了公司业绩的成长。随着明年新产能投产，未来产能逐渐释放将解决产能瓶颈问题。

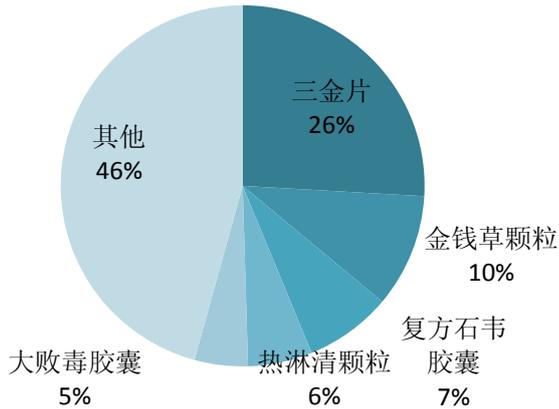
二、三金片：入选新版基药、低价药双目录，未来有望增速、毛利双提升

1. 三金片是抗泌尿系统感染中成药第一品牌

三金片是公司主打产品，2013 年销售额约 6 亿元，是抗泌尿系统感染中成药领域第一品牌，也是该领域销量最大的品种。三金片主要用于急慢性肾盂肾炎、膀胱炎、尿路感染等泌尿系统感染疾病以及慢性前列腺炎的治疗。三金片是国家基本药物、国家中药保护品种、国家医保目录甲类品种，获得了国家发明专利、全国科学大会优秀科技成果奖。三金片上市近 40 年，在临床得到了广泛的应用，其安全性和有效性得到了充分检验，在医生和患者群体中拥有广泛的知名度和美誉度。2011 年三金片新增了治疗“慢性前列腺炎”的适应症，新市场还有待进一步挖掘。

三金片属于处方药、OTC 双跨品种，其销售在医院和药店渠道的比例约为 6:4。从米内网的零售终端样本数据来看，2013 年尿路感染用药市场中三金片的市场占有率约 26%，遥遥领先于其他竞争品种。

图 5 2013 年尿路感染零售终端竞争格局



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

三金片的主要竞争品种有贵州新天药业生产的宁泌泰胶囊、承德颈复康药业生产的复方石韦片、浙江正大青春宝药业生产的尿感宁等。根据公司市场部 2007 年的市场调研报告，三金片的销售额远高于以上竞争品种；除三金片为全国品牌外，其他药品区域性特征较强。三金片的疗效显著，并且价格在同类产品中处于较低的水平，具有良好的性价比优势。全国范围内三金片具有明显的竞争优势，但宁泌泰、尿感宁等竞争品种在某些区域市场，如沿海经济发达地区的二、三级医院市场拥有局部的竞争优势。

表 1 2007 年三金片及其竞争产品销售额

药品	生产企业	2007 年销售额 (含税)
三金片	桂林三金药业股份有限公司	4.6 亿元
宁泌泰胶囊	贵州新天药业	1.2 亿元
复方石韦片	承德颈复康药业集团有限公司	0.8 亿元
尿感宁颗粒	浙江正大青春宝药业	0.6 亿元

资料来源：公司招股书、中国中投证券研究总部

2. 泌尿系统感染中成药市场持续增长

泌尿系统感染是一种常见的多发性疾病，在感染性疾病中仅次于呼吸道感染而居第 2 位，它也是成年人中最常见的感染性疾病。女性的泌尿系统感染发病率显著高于男性，据统计女性泌尿系统感染发病率约 2.05%，总人口的发病率约 0.91%。老年人群是一个尿路感染的高发人群，中国老年人泌尿系统疾病患病率约为 15%~20%。随着我国城市化进程的加快和人口的逐步老龄化，我国泌尿系统疾病的发病率呈现提升的态势，饮食因素、性观念改变、身体长期处于亚健康状态以及人们重视程度不够等因素也促使发病率提升。

对于泌尿系统感染的治疗，以抗生素为主的化学药品具有抗菌力强、见效快的特点，占据了约 80% 的市场份额。但抗生素具有的毒副作用较大、可能产生耐药性的问题也逐渐被医生和患者所了解。以三金片为代表的中成药对泌尿系统感染疗效也十分显著，而且副作用小、不会产生耐药性。为了控制抗生素的滥用，从 2004 年 7 月 1 日开始，

未列入 OTC 目录的各种抗菌药物，在全国范围内所有的零售药店必须执行医生处方才能销售。2012 年更是出台了“史上最严限抗令”的《抗菌药物临床应用管理办法》。医院终端和零售终端对抗生素滥用的控制，将给三金片等中成药带来可观的替代空间和上升潜力。目前在抗泌尿系统感染用药 OTC 终端，中成药已经占据了比较可观的市场份额。

2013 年中成药总体销售额为 5065 亿元，抗泌尿系统感染中成药所属的祛湿通淋市场的销售额占中成药总销售金额的 2.5~3% 左右，据此估算祛湿通淋市场规模约 127-152 亿元。随着泌尿系统发病率的提升和中成药对抗生素的部分替代，未来祛湿通淋中成药市场有望保持 10%-15% 左右的增长。

3. 三金片入选新版基药、低价药双目录，未来增速、毛利有望双提升

三金片入选新版全国基药目录，未来在基层市场的市场推广将加快。三金片新入选了 12 版全国基药目录，此前三金片共入选了 23 个省份的基药增补目录。三金片具有疗效显著，日服用金额低的特点，三金片进入新版全国基药目录将加速基层市场的培育。未来随着各省基药招标的陆续展开，三金片的销售增速有望提升。

表 2 三金片及其竞争产品日服用金额比较

药品	平均中标价	规格	日用量	平均日服用金额
三金片	22.3 元	72 片/盒	一次 3 片，一日 3~4 次	3.74 元
宁泌泰胶囊	33.2 元	36 粒/盒	一次 3~4 粒，一日 3 次	11.14 元
复方石韦片	23.8 元	60 片/盒	一次 5 片，一日 3 次	6.84 元
尿感宁颗粒	32.2 元	24 袋/盒	一次 1 袋，一日 3~4 次	5.40 元

资料来源：各省招标网站、中国中投证券研究总部

三金片入选低价药目录，未来提价将促进销售和毛利的提升。三金片因其疗效确切、价格低廉而入选 2014 年 5 月国家发改委公布的低价药目录，公司正酝酿其在零售渠道和医院渠道的逐步提价。以平均中标价 22.3 元每盒（72 片）计算的三金片日服用金额约为 3.7 元左右，考虑 15% 的药价加成，距离 5 元的低价药日均费用标准还有超过 33% 的提价空间。公司正在推动三金片提价的工作，预计第一步将提价 5%-7%，未来有望逐步提价 15% 左右。三金片若提价不仅可以提升产品毛利，更重要的是可以给予公司更大的营销空间，促进三金片的市场推广。

表 3 三金片最高提价空间测算

平均中标价	规格	日平均服用量	平均日服用金额	最高提价空间
22.3 元/盒	72 片/盒	3 片*3.5 次	3.74 元	33.7%

资料来源：各省招标网站、中国中投证券研究总部

随着三金片入选新版基药、低价药双目录效应的释放，以及“慢性前列腺炎”适应症市场的培育，我们看好三金片未来成长成为终端销售过 10 亿的品种。

三、西瓜霜系列：稳健的现金牛，提价效应未来将显现

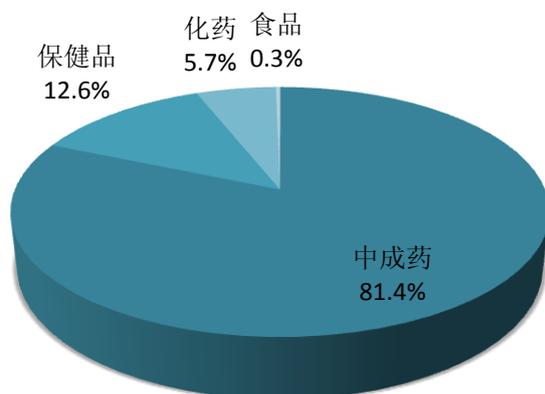
1. 西瓜霜是喉口类用药优势品牌，成为公司稳健的现金牛产品

公司的西瓜霜系列产品包括西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜（喷剂、胶囊、含片）、西瓜霜清咽含片，主要用于急慢性咽炎、扁桃体炎、口腔炎、口腔溃疡、牙龈炎等咽喉口腔类疾病的治疗。2013 年公司西瓜霜系列产品销售收入超过 4 亿元，占公司销售收入超过 30%。西瓜霜系列产品在喉口类疾病的治疗中使用多年，在患者和医生中享有很高的知名度和美誉度，成为很多家庭的常备药品，是喉口类用药的著名品牌。西瓜霜系列在零售终端和医院终端均有销售，目前销售比例约为 7:3。

咽喉部疾病是人群高发疾病，其发病率仅次于感冒，人均每年 1.5 次，临床观察表明，咽喉炎在人群发病率高达 87% 以上，而由咽喉炎诱发或加重全身疾病的占 65% 以上。大多数的咽喉炎由急性咽炎治疗不彻底或者烟酒过度及其他生活因素影响转换成慢性咽喉炎，属于长期用药范畴。口腔常见疾病发病率高达 60%，其中口腔溃疡发病率在 30% 左右，且顽固复发性占 10%，这些复发性患者每年至少复发 3 次，并且随着环境恶化、生活节奏的改变，复发次数正呈逐年增高的趋势。口腔溃疡是最常见的口腔粘膜疾病之一，而且治愈难，反复发作，病症明显；被联合国卫生组织列为 21 世纪人类十大顽症之一。咽喉口腔类疾病往往症状较轻微，且多为长期用药，患者一般会去药店购药进行自我药疗方式，因此零售终端市场占据了大部分该类药品的市场份额。

喉口类用药上按需求来分，可以分为治疗型和保健型两种。治疗型包括中成药和化学药两大类，主要用于治疗因感冒或咽喉炎引发的有明显症状的疾病。中成药品种主要有西瓜霜系列、金嗓子喉片、慢严舒柠牌清喉利咽颗粒、蓝芩口服液、复方草珊瑚含片等，在零售终端中成药占据了 8 成以上的市场。化学药主要是成份为西地碘、地喹氯铵、度米芬的药品，如华素片、度米芬含片等，在零售终端市场份额占比很小。非治疗性型主要是保健品和食品，一般面向因烟酒过度或饮食不当、用嗓过度，咽喉症状较轻的人群。主要产品有王老吉润喉糖、京都念慈庵枇杷糖、草珊瑚胖大海枇杷糖含片等。保健品、食品大约占 13% 的市场份额。

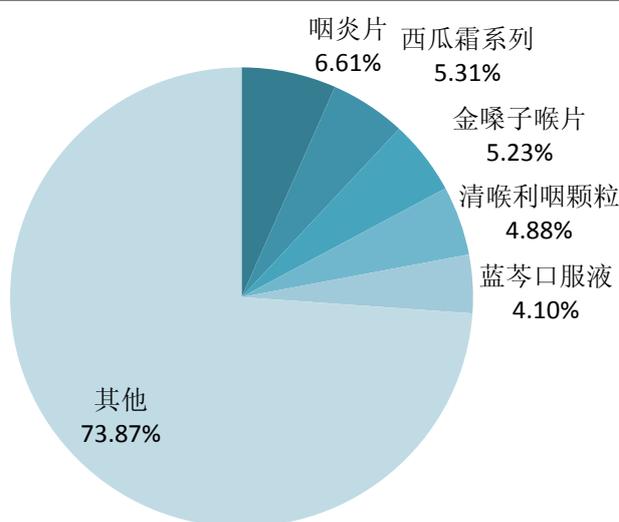
图 6 2011 年喉口类用药各品种市场份额



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

喉口类用药的市场集中度较低，2013 年公司的西瓜霜系列在零售终端大约占据 5.3% 的市场份额，多年来一直保持前三的市场份额。由于喉口类用药批文较多、生产门槛较低，资金和技术壁垒较弱，而且消费者的需求较为多元；因此在不同的区域市场，存在着数量众多的区域性喉口类竞争品种。零售终端数据显示，咽口类用药和保健品种类有 600 多种，且大多数为区域性品种。目前咽炎片、西瓜霜系列、金嗓子含片、清喉利咽颗粒、蓝芩口服液是销售前五的品种，市场占有率在 4%-7% 之间，CR5 仅 26.1%。前五大品种中西瓜霜系列、金嗓子含片、蓝芩口服液是独家品种，清喉利咽颗粒是类独家品种，而咽炎片有几十家厂商生产。

图 7 2013 年咽喉用药零售端竞争格局



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

目前喉口类用药还未形成绝对的领导品牌，产品竞争体现在广告投放以及终端的争夺。公司的西瓜霜系列经过二十多年的行销，凭借疗效确切和安全性，在患者中形成了良好的口碑，成为全国性的品牌。同时公司有强大的 OTC 渠道和较强的医院渠道，因此在激烈的竞争中保持了较稳定的市场份额。西瓜霜系列虽然增速不快，但是一直保持较稳定的市场份额，为公司贡献稳定的毛利，是公司的现金牛产品。

图 8 2011 年喉口类用药各品种市场份额



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

2. 西瓜霜喷剂变相提价，驱动未来增长

公司今年在终端对桂林西瓜霜（喷剂）的产品规格进行转换，将原有 2.5g 规格换为 3.5g 规格，单品售价提升 40%左右。由于提价以及渠道换货，导致前三季度的销售受到一些影响，按照以往西瓜霜系列产品提价的经验，预计今年四季度开始销量将逐渐恢复。桂林西瓜霜喷剂是公司西瓜霜系列销量最大的品种，2013 年销售额达到 2 亿元。由于单品售价的提升，将提升公司的毛利水平和渠道的利润水平，未来随着销量逐渐恢复，将驱动西瓜霜系列未来的增长。

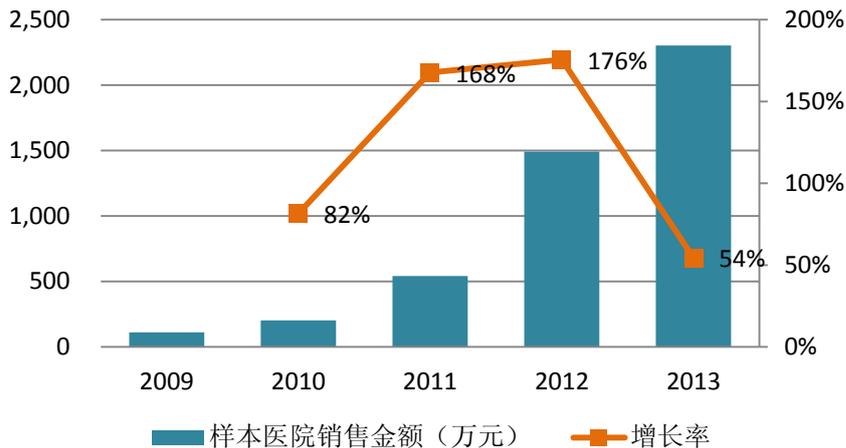
四、二、三线产品值得期待

1. 舒咽清喷雾剂有望快速放量

公司的新产品舒咽清喷雾剂，配方同西瓜霜系列类似，但剂型独特，且疗效更加显著。舒咽清定位于高端，第一步将在医院终端推广，未来将回归到公司更加强势的 OTC 渠道。舒咽清喷雾剂今年 3 月已通过美国 FDA 的 OTC 药品注册，体现其良好的疗效和安全性。此前由于产能问题，一直未能上市，公司在此期间改进了喷口技术，使其雾化效果更佳。公司已经为其上市做好了营销准备，预计随着年底新产能的建成，未来舒咽清将会快速放量。

喉口用药喷雾剂型竞争品种较少，主要有贵州三力药业生产的开喉剑喷雾剂和贵州宏宇药业生产的金喉健喷雾剂，预计目前终端销售额开喉剑超过 2 亿元，金喉健超过 1 亿元。贵州三力药业的开喉剑喷雾剂凭借其剂型和疗效优势，近几年来迅速放量，其样本医院销售金额从 2009 年的仅 111 万元快速增长到了 2013 年的 2302 万元，复合增长率达到 113%。舒咽清喷雾剂有公司在喉口类的品牌和渠道支撑，加上喷雾效果和疗效都很出色，上市之后有望复制开喉剑的快速放量。

图 9 2009-2013 年开喉剑喷雾剂样本医院销售额



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

2. 蛤蚧定喘胶囊入选新版基药、低价药双目录，未来有望快速成长

蛤蚧定喘胶囊是公司的独家品种，滋阴清肺、祛痰平喘，主治虚劳咳喘、气短胸闷、自汗盗汗等症。虽然蛤蚧定喘胶囊 2013 年销量仅 1000 万元左右，但随着该产品分别入选新版基药目录和低价药目录，未来有望快速成长。

咳嗽为呼吸系统疾病的常见症状，随着自然环境和气候的变化，咳嗽的发病率呈上升趋势。据国家卫生部门统计，我国每年有近 3 亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者达 5000 多万人，城乡居民咳嗽患病率在 15% 以上，止咳化痰平喘类药物有着广阔的市场空间。目前我国止咳化痰平喘类药物市场以中成药为主，2007 年-2012 年中成药占比均在 75% 左右，且比重不断增加。根据南方所的统计，2012 年市场整体销售规模为 80.30 亿元，预计 2015 年超过 100 亿元。我国止咳化痰平喘类中成药除念慈菴蜜炼川贝枇杷膏占据 20% 以上的市场份额之外，其他品牌的市场份额并不高，品牌优势不明显，疗效确切、定价合理的品种有望通过竞争获得更大的市场空间。

表 4 2012 年我国止咳化痰类中成药前十大品牌市场份额

药品名	生产厂商	市场份额
念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	香港京都念慈菴总厂有限公司	21.2%
急支糖浆	重庆太极实业(集团)股份有限公司	5.3%
肺力咳合剂	贵州健兴药业有限公司	4.6%
百令胶囊	浙江杭州中美华东制药有限公司	3.8%
咳速停糖浆	贵州百灵企业集团制药股份有限公	3.5%
小儿肺热咳喘口服液	黑龙江五常葵花药业有限公司	3.4%
小儿消积止咳口服液	山东鲁南制药厂	3.3%
止咳宝片	广东台城制药股份有限公司	3.3%
复方鲜竹沥液	江西济民可信药业有限公司	2.1%

小儿清肺化痰颗粒

神威药业有限公司

1.8%

资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

蛤蚧定喘胶囊在祛痰平喘方面具有显著疗效，入选了新版的基药目录，同时又由于日服用价格低廉入选了低价药目录。按各省的平均中标价计算，蛤蚧定喘胶囊的平均日服用金额仅 2.8 元左右，最高能有约 77% 的提价空间。由于蛤蚧定喘胶囊原先的销量较小，预计提价工作将会比较顺利，我们预计最终可以提价 50% 左右。随着终端的提价，将给该产品带来毛利的提升，同时入选全国基药目录以及更好的价格空间将促进市场的推广。我们看好蛤蚧定喘胶囊未来 2 至 3 年实现快速增长，成为公司新的增长点。

3. 眩晕宁、脑脉泰继续稳健成长

眩晕宁和脑脉泰是公司心脑血管用药领域的主要品种。立足心脑血管用药这个大领域，但是由于细分市场竞争较激烈、公司的医院渠道也相对较弱，因此近年来增速不快。脑脉泰主要面临丹参滴丸、通心络等具有强势品牌影响力和完善渠道的大品种的竞争，眩晕宁也面临着养血清脑颗粒、全天麻胶囊等品种的有力竞争。2013 年眩晕宁、脑脉泰销售规模分别约 6000 万、4000 万左右，近年来两个品种约保持 15% 左右的成长，未来可以继续稳健成长。

五、收购宝船生物布局生物制药，未来外延速度或加快

生物制药是桂林三金未来的战略发展方向之一，2013 年 7 月公司收购了宝船生物 100% 的股权。通过此次收购，公司获得了三个在研的单抗项目：爱必妥项目（西妥昔单抗，用于治疗转移性结直肠癌）、赫赛汀项目（曲妥珠单抗，主要用于治疗某些 HER-2 阳性乳腺癌）和安维汀项目（贝伐珠单抗，用于治疗转移性结直肠癌）。宝船生物在张江高科技园区建立了一个拥有抗体技术、蛋白工程技术、分子生物学和细胞生物学以及动物模型技术平台的高水平研发实验室，并拥有优秀的技术团队和国外先进的研发、运作、管理经验。收购完成之后公司保留了原有的核心技术人才、专业人才和管理团队，并加大研发投入，目前宝船生物人员已从 30 人扩充至 50 人左右。目前三个单抗项目研发进展顺利，其中西妥昔单抗今年有望可以申报临床。

并购宝船生物是公司外延发展战略的第一步尝试，为公司在生物制药领域布局迈出了实质性的一步。同时公司拥有充裕的现金储备和稳定的现金流，有着强大的 OTC 渠道资源，在医药行业加速整合的背景下，公司未来有望加快外延步伐。

六、投资建议：首次覆盖，给予强烈推荐评级

综上所述，公司主打产品三金片受益于入选基药、低价药双目录，未来销量和毛利有望提升；西瓜霜系列保持稳定增长；二三线品种未来放量将加速；新产能的释放将解决公司的产能瓶颈，公司未来将走上更快的发展轨道。随着外延扩张战略的推进，未来公司外延的步伐也有望加快。内生加外延的双轮驱动，将改变公司增长乏力的形象，未来成长值得期待。

业绩核心假设

(1) 三金片小幅度提价、基药招标放量，西瓜霜系列保持稳定增长，二三线品种放量；

(2) 预计公司医药工业 14-16 年的销售收入增速为 12%、25%、20%；

(3) 预计公司医药商业 14-16 年的销售收入增速为 25%、20%、20%；

(4) 医药工业毛利率 14 年有所降低，15、16 年因新增折旧继续下降，医药商业毛利率因规模扩大小幅上升；

(5) 公司 14-16 年销售费用有所下降，管理费用有所上升。

表 5 公司营业收入及毛利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
医药工业					
收入	11.91	13.24	14.82	18.53	22.23
增速	12.91%	11.15%	12.00%	25.00%	20.00%
成本	2.80	2.81	3.38	4.47	5.31
毛利	9.11	10.42	11.44	14.06	16.92
毛利率	76.51%	78.75%	77.20%	75.90%	76.10%
医药商业					
收入	1.19	1.27	1.59	1.91	2.29
增速	12.93%	6.71%	25.00%	20.00%	20.00%
成本	1.08	1.14	1.43	1.72	2.06
毛利	0.11	0.13	0.16	0.19	0.24
毛利率	9.63%	10.42%	10.03%	10.13%	10.28%
合计					
收入	13.12	14.53	16.42	20.44	24.53
增速	12.89%	10.76%	13.00%	24.52%	20.00%
成本	3.88	3.96	4.81	6.18	7.37
毛利	9.23	10.56	11.60	14.26	17.16
毛利率	70.34%	72.66%	70.69%	69.75%	69.95%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

我们预测公司 14-16 年归属母公司净利润分别为 4.74 亿元、5.71 亿元和 6.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、0.97、1.17 元，对应当前股价 PE 分别为 23/19/16 倍。考虑到公司未来业绩有望提速、外延并购有望加快，首次给予强烈推荐评级，给予目标价 22.40 元，对应 14 年 EPS28 倍 PE。

七、风险提示

我们认为需要关注以下的风险：

(1) 部分省份招标进度可能慢于预期或未能中标的风险；

(2) 公司新产品舒咽清推广效果不及预期的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1710	1654	2051	2622
现金	690	600	784	1161
应收账款	38	45	56	67
其它应收款	19	18	23	28
预付账款	12	18	20	25
存货	154	166	216	261
其他	797	807	951	1081
非流动资产	979	1209	1143	1076
长期投资	4	4	4	4
固定资产	255	935	857	779
无形资产	176	176	176	176
其他	545	95	107	118
资产总计	2689	2863	3193	3698
流动负债	365	396	456	515
短期借款	20	38	20	20
应付账款	191	206	273	327
其他	155	153	163	167
非流动负债	121	115	109	103
长期借款	0	0	0	0
其他	121	115	109	103
负债合计	486	511	565	618
少数股东权益	0	0	0	0
股本	590	590	590	590
资本公积	681	681	681	681
留存收益	932	1081	1357	1809
归属母公司股东权益	2203	2352	2628	3081
负债和股东权益	2689	2863	3193	3698

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	314	488	493	604
净利润	420	474	571	689
折旧摊销	31	50	79	79
财务费用	-5	-5	-6	-10
投资损失	-12	-10	-10	-10
营运资金变动	-100	-22	-137	-139
其它	-20	1	-4	-4
投资活动现金流	-385	-276	-2	-1
资本支出	313	285	11	11
长期投资	-200	0	0	0
其他	-272	9	10	10
筹资活动现金流	-276	-302	-307	-226
短期借款	20	18	-18	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-296	-319	-289	-226
现金净增加额	-346	-90	184	377

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1453	1642	2044	2453
营业成本	396	481	618	737
营业税金及附加	19	23	29	34
营业费用	463	434	540	648
管理费用	109	138	182	219
财务费用	-5	-5	-6	-10
资产减值损失	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	10	10	10
营业利润	485	579	690	834
营业外收入	32	4	12	12
营业外支出	3	2	2	3
利润总额	513	582	700	844
所得税	93	108	129	155
净利润	420	474	571	689
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	420	474	571	689
EBITDA	511	624	763	904
EPS (元)	0.71	0.80	0.97	1.17

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	10.8%	13.0%	24.5%	20.0%
营业利润	21.6%	19.6%	19.1%	20.9%
归属于母公司净利润	26.9%	12.7%	20.6%	20.6%
获利能力				
毛利率	72.8%	70.7%	69.8%	69.9%
净利率	28.9%	28.8%	27.9%	28.1%
ROE	19.1%	20.1%	21.7%	22.4%
ROIC	24.0%	24.8%	28.6%	33.3%
偿债能力				
资产负债率	18.1%	17.9%	17.7%	16.7%
净负债比率	4.34%	7.56%	3.73%	3.42%
流动比率	4.68	4.18	4.49	5.10
速动比率	4.26	3.76	4.02	4.59
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.59	0.67	0.71
应收账款周转率	33	36	37	36
应付账款周转率	2.27	2.43	2.58	2.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.80	0.97	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.83	0.83	1.02
每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.99	4.45	5.22
估值比率				
P/E	25.59	22.71	18.83	15.61
P/B	4.88	4.57	4.09	3.49
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2010-05-31	《桂林三金-OTC 中的研发驱动型企业》
2009-06-29	《桂林三金-细分市场优势明显的品牌 OTC 企业》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434