

桂林三金（002275.SZ）

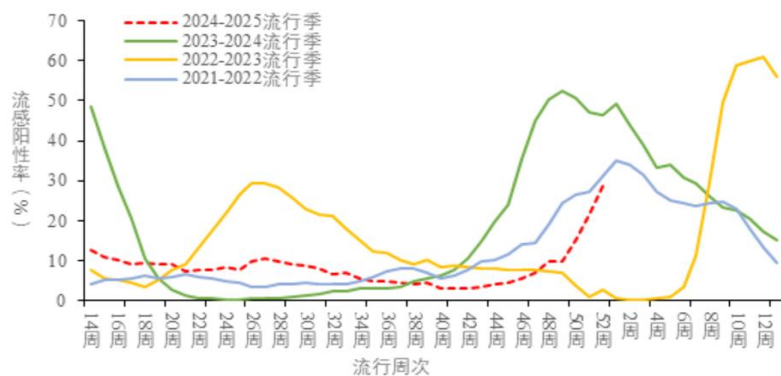
流感病毒活跃，基数影响渐消，股息仍具优势

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,960	2,172	2,280	2,463	2,684
增长率 yoy（%）	12.5	10.8	5.0	8.0	9.0
归母净利润（百万元）	330	421	459	512	582
增长率 yoy（%）	-4.1	27.8	8.9	11.6	13.7
ROE（%）	11.7	15.0	14.8	15.2	15.6
EPS 最新摊薄（元）	0.56	0.72	0.78	0.87	0.99
P/E（倍）	25.5	19.9	18.3	16.4	14.4
P/B（倍）	3.0	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

流感进入季节性流行期，预计 1 月中旬到达峰值。据中国疾病预防控制中心，进入 11 月份流感病毒感染率开始抬头，接近 12 月份以来显著上升，成为南北方省份共同面对的头号呼吸道病原体。2024 年第 48-52 周门急诊流感病毒阳性率分别环比上升 1.4%/ 3.4%/ 5.3%/ 6.3%/ 6.2%，阳性率至年末达到 30.2%；住院流感病毒阳性率分别环比上升 0.6%/ 2.5%/ 2.4%/ 3.2%/ 5.4%，阳性率至年末达到 17.7%。本季流感活动较往年发展较慢，据大河健康网，2024 年秋季由鼻病毒引起的感冒延迟了流感的暴发时间，预计到 2025 年 1 月中旬会达到一个峰值。

图表 1：哨点医院门急诊流感样病例呼吸道样本病原体核酸检测阳性率每周变化趋势



资料来源：中国疾病预防控制中心，长城证券产业金融研究院

疫情后更加重视咽喉健康，三金中成药业务高基数下平稳落地。与普通感冒不同，流感重症病死率高达 10%，随着全国性的感染率上升，治疗及缓解症状用药需求将持续增加。24Q1 桂林三金业绩受到疫情期间基数影响同比降幅较大；半年报降幅显著收窄，由于疫情对人们健康意识的改变具有延续性，24Q2 营收和利润都分别是历史第二高水平，仅次于 23 年初疫情刚放开时期；至 24 年三季报已和去年同期基本持平，24Q4 至 25Q1 需求有支撑的情况下，预计将顺利实现全年增长，以及 25Q1 重新回到正常的经营节奏。

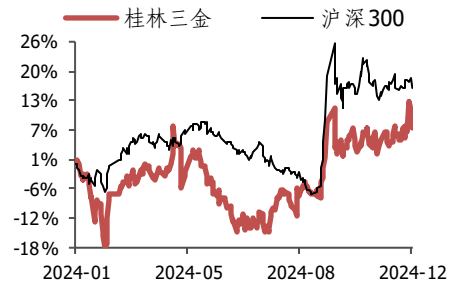
4%测算股息率仍具吸引力。公司高分红政策有望延续，按照 80%分红比例

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2024 年 12 月 31 日收盘价（元）	15.09
总市值（百万元）	8,866.41
流通市值（百万元）	8,435.93
总股本（百万股）	587.57
流通股本（百万股）	559.04
近 3 月日均成交额（百万元）	60.26

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《Q2 业绩超预期，核心产品需求有支撑》2024-09-06
- 《Q1 业绩回归正常节奏，高股息政策有望延续》2024-05-09

测算，当前股价对应股息率大约在 4%水平，与申万中药行业 2023 年度股息率（参考日期为 2024.12.31）相比，位列行业前 10 名。

投资建议：公司作为老牌中药企业，坐拥西瓜霜系列和三金片系列两大家喻户晓的中药产品。核心产品基础稳固，市场份额突出，业绩占比高，有望持续受益于后疫情时代人们对咽喉保健的重视以及老龄化趋势，是公司业绩的定海神针。公司多个二线产品达到准亿级规模，后续有的放矢地叠加销售资源有助于加快其“从 1 到 10”的增长过程，组成第二增长曲线。整体上看，公司长期低姿态经营，多个方向均有改进升级空间，随着新版基药目录的调整在即，多个产品面临发展窗口。近年来生物制药板块拖累作用较明显，随着减亏增效工作的持续推进，公司业绩表现有望迎来显著提升。我们预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.78、0.87、0.99 元/股，对应 PE 分别为 18.3x、16.4x、14.4x，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、减亏控费效果不及预期、竞争加剧风险、原材料价格波动。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2297	2196	2845	3001	3139
现金	1266	1058	1625	1659	1745
应收票据及应收账款	72	79	84	86	93
其他应收款	58	4	72	0	67
预付账款	21	20	37	28	48
存货	245	256	352	333	491
其他流动资产	636	779	675	895	695
非流动资产	1668	1740	1692	1658	1610
长期股权投资	1	4	4	4	4
固定资产	1077	1063	1010	970	916
无形资产	168	154	142	129	116
其他非流动资产	422	520	536	556	574
资产总计	3965	3936	4537	4659	4749
流动负债	847	894	1222	1073	820
短期借款	140	274	728	517	274
应付票据及应付账款	134	201	165	222	191
其他流动负债	573	418	330	334	355
非流动负债	305	225	206	187	168
长期借款	128	74	54	36	16
其他非流动负债	177	151	151	151	151
负债合计	1152	1119	1428	1261	987
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	588	588	588	588	588
资本公积	639	669	669	669	669
留存收益	1573	1583	1716	1882	2098
归属母公司股东权益	2813	2817	3109	3398	3762
负债和股东权益	3965	3936	4537	4659	4749

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	529	549	324	726	384
净利润	330	421	459	512	582
折旧摊销	106	107	97	101	106
财务费用	-15	-14	-19	-22	-39
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	30	-35	-208	139	-265
其他经营现金流	79	72	-3	-3	2
投资活动现金流	-80	-94	71	-250	160
资本支出	62	76	49	68	58
长期投资	-57	-334	0	0	0
其他投资现金流	39	316	120	-182	218
筹资活动现金流	-683	-362	-282	-232	-215
短期借款	-112	134	453	-210	-243
长期借款	-99	-54	-20	-18	-20
普通股增加	-3	0	0	0	0
资本公积增加	-51	30	0	0	0
其他筹资现金流	-418	-472	-716	-3	47
现金净增加额	-226	94	114	244	329

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1960	2172	2280	2463	2684
营业成本	569	586	638	685	741
营业税金及附加	36	37	43	47	51
销售费用	538	718	684	714	752
管理费用	274	203	228	234	242
研发费用	217	158	182	222	255
财务费用	-15	-14	-19	-22	-39
资产和信用减值损失	-9	-16	-10	-13	-18
其他收益	83	46	57	65	63
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	2	2	2	2	2
资产处置收益	31	2	12	15	15
营业利润	447	518	584	653	746
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	3	2	2
利润总额	446	518	581	652	745
所得税	117	97	122	140	163
净利润	330	421	459	512	582
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	330	421	459	512	582
EBITDA	531	615	671	744	826
EPS (元/股)	0.56	0.72	0.78	0.87	0.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	12.5	10.8	5.0	8.0	9.0
营业利润 (%)	4.1	16.0	12.7	11.8	14.3
归属母公司净利润 (%)	-4.1	27.8	8.9	11.6	13.7
获利能力					
毛利率 (%)	71.0	73.0	72.0	72.2	72.4
净利率 (%)	16.8	19.4	20.1	20.8	21.7
ROE (%)	11.7	15.0	14.8	15.2	15.6
ROIC (%)	9.5	12.2	11.4	12.5	13.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.0	28.4	31.5	27.1	20.8
净负债比率 (%)	-27.7	-17.8	-23.9	-29.7	-36.3
流动比率	2.7	2.5	2.3	2.8	3.8
速动比率	2.4	2.1	2.0	2.4	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	32.7	28.7	28.0	29.0	30.0
应付账款周转率	3.9	3.5	3.5	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.56	0.72	0.78	0.87	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.90	0.93	0.55	1.23	0.65
每股净资产 (最新摊薄)	4.79	4.79	5.28	5.75	6.34
估值比率					
P/E	25.5	19.9	18.3	16.4	14.4
P/B	3.0	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	14.1	12.4	11.1	9.4	8.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686