

中药

周锐 S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

桂林三金

002275

推荐

## OTC 中的研发驱动型企业

近日，我们调研了桂林三金，对公司的发展趋势，产品梯队进行了深入沟通。

### 投资要点：

6-12 个月目标价： 33 元

当前股价： 26.19 元

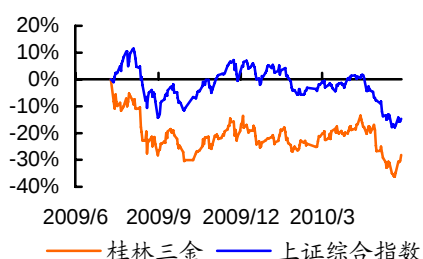
评级调整： 首次

### 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2655.92 |
| 总股本(百万)   | 454     |
| 流通股本(百万)  | 46      |
| 流通市值(亿)   | 12      |
| EPS (TTM) |         |
| 每股净资产(元)  | 3.93    |
| 资产负债率     | 13.5%   |

### 股价表现

| (%)    | 1M     | 3M     | 6M     |
|--------|--------|--------|--------|
| 桂林三金   | -13.50 | -6.89  | -7.15  |
| 上证综合指数 | -8.67  | -12.98 | -14.22 |



### 相关报告

《桂林三金-细分市场优势明显的品牌 OTC 企业》2009-6-29

- **三金实际上是 OTC 企业中的研发驱动型企业。**桂林三金的大部分收入和利润都来自于 OTC 市场，但公司主导产品都具有深厚的技术底蕴，均有工艺专利或方法专利保护，公司主导产品后续产品都来自于自主研发，这明显不同于一般的 OTC 企业，我们认为三金实际上是一个研发驱动型企业；
- **稳健的经营风格提供足够安全边际。**桂林三金经营风格稳健，从 1988 年以来 20 多年实现了持续稳定增长，经营层面的波动很小，对于投资者而言，公司的稳健发展能够提供足够的安全边际；
- **未来增长有望加快。**08-09 年桂林三金的增长速度较慢，但我们判断，公司 2010 年以后增长有望加快，动力主要来自：1、在 2008 年提价后，主导产品销售价格已经到位，桂林西瓜霜（喷剂）、三金片等产品销量已经回升到正常水平；2、二线产品脑脉泰、眩晕宁和舒咽清等高速增长，脑脉泰未来进入 OTC 市场将大大扩展市场空间。
- **远期具有大量产品储备。**作为研发驱动型企业，三金具有大量的产品储备，除了目前的咽喉口腔和泌尿系统药物外，在抗肿瘤药物、心脑血管药物、妇科用药等领域都有储备，未来还有可能通过收购获得新产品。
- **给予公司推荐的投资评级。**我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.87、1.11、1.31 元，目前估值在医药板块处于低端，作为研发能力突出的 OTC 企业，业绩增长也有望加快，给予推荐的投资评级。

### 主要财务指标

| 单位：百万元        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 1111  | 1295  | 1524  | 1796  |
| 同比(%)         | 13%   | 17%   | 18%   | 18%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 307   | 396   | 498   | 593   |
| 同比(%)         | 12%   | 29%   | 26%   | 19%   |
| 毛利率(%)        | 77.0% | 79.4% | 80.6% | 81.0% |
| ROE(%)        | 17.3% | 20.6% | 20.6% | 19.7% |
| 每股收益(元)       | 0.68  | 0.87  | 1.10  | 1.31  |
| P/E           | 38.23 | 29.67 | 23.58 | 19.82 |
| P/B           | 6.63  | 6.12  | 4.86  | 3.90  |
| EV/EBITDA     | 27    | 22    | 18    | 15    |

资料来源：中投证券研究所

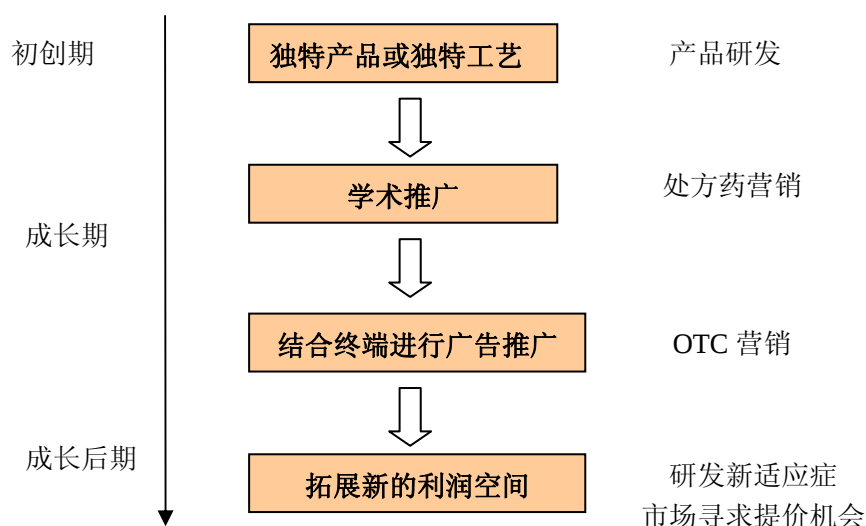
## 一、公司定位——OTC 中的研发驱动型企业

桂林三金的主要收入和利润来自于 OTC 市场，然而公司与一般的 OTC 企业有着巨大的差别。

大部分 OTC 企业的特点是产品普通，营销突出，通过营销手段化普通为神奇，通过确立品牌拉开与竞争对手的差距。

桂林三金在 OTC 的市场的强势表现使得市场一直将三金误解为营销驱动型企业，而从本质上看，桂林三金是一家研发驱动型企业，从其产品发展路径来看，与合资企业西安杨森有类似之处。

图 1：三金产品发展路径分析



资料来源：中投证券研究所

## 二、产品系列——蕴藏深厚技术底蕴

公司董事长邹节明先生是从事技术出身的，从西瓜霜到三金片，逐步奠定了公司的主导产品。

公司目前的主导产品中，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；

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有事独家生产，有相应专利保护；

总体来看，公司产品都具有深厚的技术含量，与 OTC 市场大量充斥的普药产品是有本质的差别的。

表 1: 桂林三金主要品种的技术优势

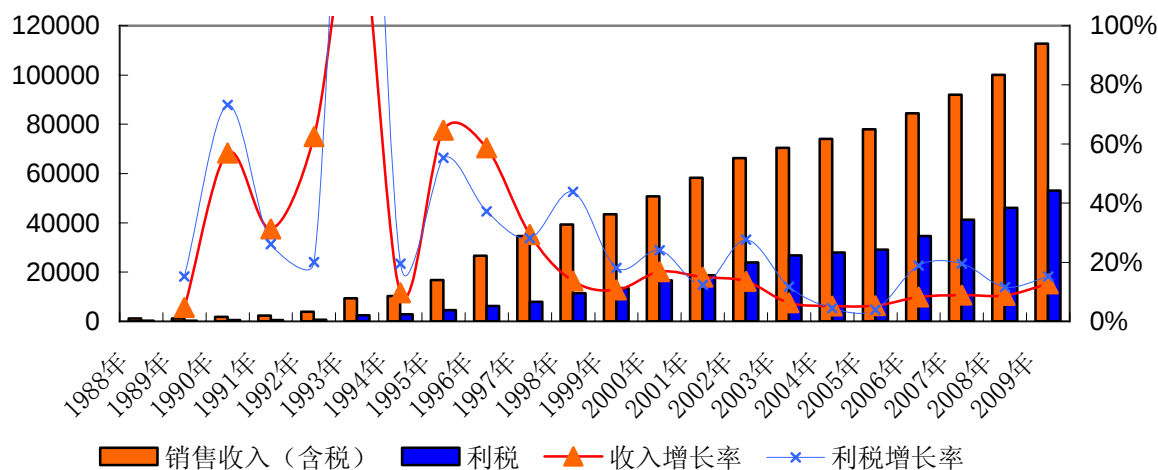
| 品名        | 成分                                  | 应用领域      | 技术优势               |
|-----------|-------------------------------------|-----------|--------------------|
| 西瓜霜润喉片    | 西瓜霜、冰片等                             | 咽喉用药      | 西瓜霜独特生产工艺具有专利保护，制剂 |
| 桂林西瓜霜（喷剂） | 西瓜霜、黄连、黄柏、<br>黄芩、大黄等 14 味           | 咽喉用药（较重症） | 产品也有专利保护           |
| 西瓜霜清咽含片   | 西瓜霜、西青果、罗汉<br>果、麦冬、南沙参、乌<br>梅等 11 味 | 咽喉用药      |                    |
| 三金片       | 金樱根、菝葜、羊开口、<br>金沙藤、积雪草              | 泌尿系统感染    | 源于民间验方，独家生产，专利保护   |
| 脑脉泰胶囊     | 三七、银杏叶、当归、<br>红花、丹参等 13 味           | 脑中风       | 独立研发处方，独家生产，专利保护   |
| 眩晕宁片      | 泽泻、白术、茯苓、陈<br>皮、半夏(制)、女贞子<br>等 10 味 | 头昏头痛      | 源自古方，独家生产，专利保护     |

资料来源：招股说明书 调研资料 中投证券研究所

### 三、发展路径——持续稳健增长

从桂林三金的发展历史来看，公司从 1988 年以来 20 年间，每年的收入和利税都是增长的，在绝大部分年份利税都是以 10% 以上的速度增长，体现了公司的稳健的增长态势。

图 2: 1988 年以来公司含税收入和利税增长情况



资料来源：公司资料 中投证券研究所

如果仅仅依靠西瓜霜和三金片两大产品，预计公司未来的增长速度也只能维持在 5-10%，但公司目前二线产品正在崛起，脑脉泰目前正申请成为 OTC，以扩大市场销售，预计两三年后，公司的整体增长有可能再度加快。

## 四、定价能力——提价效应正逐步体现

品牌中药企业大多有较强的定价能力，如云南白药、片仔癀等。

桂林三金的产品中，西瓜霜润喉片和西瓜霜清咽含片为非医保双跨产品，属于可以自主定价的产品；

桂林西瓜霜（喷剂）、三金片是医保双跨品种，由省级物价部门制定最高零售价；

脑脉泰为医保处方药，发改委定价，眩晕宁片为医保 OTC 产品，由省级物价部门定价。

总体来看，三金的产品大多为自主定价和省级物价部门制定最高零售价。

而在成本方面，三金的大部分原料不属于紧缺中药材，如西瓜霜，原料可以说的取之不绝，三金片的原料基本都来自于广西当地药材，除了金樱根、积雪草价格有上涨趋势外，大部分原料价格稳定。

表 2：桂林三金主要品种定价和 2008 年提价情况

| 品名         | 2007 年价格 | 2008 年价格      | 提价幅度  | 产品类别     | 定价方式   |
|------------|----------|---------------|-------|----------|--------|
| 西瓜霜润喉片 20s | 1.66     | 2.3           | 38.6% | 双跨，非医保   | 自主定价   |
| 西瓜霜润喉片 24s | 1.99     | 2.77 (1.99)   | 39.2% |          |        |
| 西瓜霜润喉片 48s | 3.98     | 5.53 (3.98)   | 38.9% |          |        |
| 桂林西瓜霜      | 4.24     | 6.03 (5.68)   | 42.2% | 双跨，医保乙类  | 省级物价部门 |
| 西瓜霜清咽含片    | 3.56     | 3.56          | 0%    | 双跨，非医保   | 自主定价   |
| 三金片 36s    | 7.13     | 10.16 (9.57)  | 42.5% | 双跨，医保甲类  | 省级物价部门 |
| 三金片 54s    | 11       | 11            | 0%    |          |        |
| 三金片 72s    | 13.68    | 19.81 (13.68) | 44.8% |          |        |
| 脑脉泰 30s    | 20.9     | 20.9          | 0%    | 处方药，医保甲类 | 发改委定价  |
| 脑脉泰 40s    | 27.59    | 27.59         | 0%    |          |        |
| 眩晕宁片（18s）  | 18.57    | 18.57         | 18.57 | 非处方药，医保  | 省级物价部门 |
| 眩晕宁片（24s）  | 21.17    | 21.17         | 21.17 | 乙类       |        |

上述价格为三金核定的含税出厂价，括号内的价格是部分省市（北京、上海和云南）尚未实行提价的含税出厂价

08 年 3 月公司提高了西瓜霜和三金片两大系列产品价格，由于当期提价幅度较大，提价后销量有所下降，同时部分地区价格没有能够同步提高，在提价初期给予了经销商较大的让利空间，提价效应在 08-09 年还没有充分体现。

进入 2010 年，随着销量的逐步恢复，各地销售价格逐步到位，同时对经销商进行梳理，减少 1 级经销商的数量，两大系列产品的提价效应将在未来两年完整体现。

## 五、产品储备——新领域拓展空间巨大

公司的主要在研品种除了目前的咽喉口腔和泌尿系统药物外，大多属于抗肿瘤药物、心脑血管药物、妇科用药等领域。

目前的在研品种主要包括以下几类：

已有品种增加功能主治：三金片、脑脉泰胶囊；

优势领域丰富产品线：心脑血管领域川芎嗪贴片、大川芎软胶囊，泌尿系统感染药前列保片等；

在抗肿瘤和妇科领域开发新的中药品种：包括肿瘤治疗领域的阿诺宁注射乳液和升白宁注射乳液，妇科领域的妇炎停栓、三金妇炎片等。

表 3：桂林三金主要在研品种

| 名称      | 应用领域      | 进展                                 |
|---------|-----------|------------------------------------|
| 脑脉泰胶囊   | 中风之外的新适应症 | 已获临床研究批件，目前即将已完成临床研究。              |
| 三金片     | 前列腺炎      | 已完成临床研究，目前生产批件正在审评。                |
| 川芎嗪贴片   | 心脑血管      | 已申报国家化药二类新药，已获临床研究批件，目前正在临床研究。     |
| 大川芎软胶囊  | 心脑血管      | 已申报国家中药八类新药，目前正在申请生产批件。            |
| 血脉康片    | 心脑血管      | 已申报国家中药五类新药，已获临床研究批件，目前正在临床研究。     |
| 妇炎停栓    | 妇科炎症      | 已申报国家中药六类新药，已获临床研究批件，目前正在临床研究。     |
| 三金妇炎片   | 妇科炎症      | 已申报国家中药六类新药，已获临床研究批件，目前正在临床研究。     |
| 前列保片    | 前列腺炎      | 已申报国家中药六类新药，已获临床试验批件，目前正在临床研究。     |
| 三金结肠康胶囊 | 结肠炎       | 已申报国家中药六类新药，已获临床试验批件，目前正在临床研究。     |
| 复方抗病毒颗粒 | 抗病毒       | 已申报国家中药六类新药，已完成临床前研究，目前临床研究批件正在审评。 |
| 升白宁注射乳液 | 提高白细胞     | 已申报国家中药五类新药，目前正在申请临床研究批件。          |
| 肝脂定片    | 肝炎        | 已完成药学研究，正在开展药理、毒理学研究。              |
| 阿诺宁注射乳液 | 抗肿瘤       | 即将完成药学、药理研究，准备申报国家中药五类新药。          |

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

## 六、盈利预测与估值

我们认为桂林三金属于经营稳健型企业，公司在 08 年主导产品提价后价格已经基本到位，销量在 2010 年将恢复到正常水平，同时在二线产品的高

速增长的推动下，预计未来的利润增速将有明显提高。我们在以下假设条件下对公司盈利作出了预测

主要假设：

- 1、主要产品价格已调整到位，暂不考虑后续产品价格变动；
- 2、未考虑原材料成本上涨对公司产品毛利率的影响；
- 3、在三金片和西瓜霜喷剂销量恢复到正常水平后，开始有自然增长，西瓜霜润喉片的销量在 2010 也恢复到正常水平；
- 4、二线产品脑脉泰胶囊与眩晕宁片逐渐放量，维持高速增长，暂未考虑脑脉泰成为 OTC 双跨产品后的销量增长。
- 5、对舒咽清等产品未做详细预测。

表 4 桂林三金主要产品分类数据及预测（万元）

| 产品分类      | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 西瓜霜系列     | 44486  | 50743  | 58050  | 66604  |
| 毛利率       | 79.4%  | 80.1%  | 81.0%  | 81.0%  |
| 其中：西瓜霜润喉片 | 21200  | 22896  | 24728  | 26706  |
| 西瓜霜喷雾剂    | 18000  | 21240  | 25063  | 29575  |
| 西瓜霜清咽含片   | 5286   | 6607   | 8259   | 10324  |
| 三金片系列     | 47674  | 56255  | 66943  | 78993  |
| 毛利率       | 87.9%  | 88.5%  | 89.3%  | 89.3%  |
| 脑脉泰       | 1600   | 2400   | 3600   | 5400   |
| 眩晕宁（片、颗粒） | 3800   | 5510   | 7990   | 11585  |
| 其他药品合计    | 13524  | 14605  | 15774  | 17036  |
| 合计        | 111083 | 129513 | 152356 | 179618 |
| 毛利率       | 77.04% | 79.38% | 80.64% | 81.01% |

数据来源：中投证券研究所

在以上预测前提下，我们预测桂林三金 2010-2012 年的 EPS 为：0.87、1.10 和 1.31，目前 2010 年动态 PE 为 30 倍，在医药板块中处于低端，根据盈利预测，按 2011 年 30 倍 PE 考虑，公司合理价值将能达到 33 元，给予推荐的投资评级。

## 附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>流动资产</b>    | 1742 | 1949  | 2516  | 3184  | <b>营业收入</b>     | 1111  | 1295  | 1524  | 1796  |
| 现金             | 1148 | 1270  | 1726  | 2256  | 营业成本            | 255   | 267   | 295   | 341   |
| 应收账款           | 63   | 73    | 86    | 101   | 营业税金及附加         | 17    | 20    | 23    | 27    |
| 其它应收款          | 32   | 37    | 44    | 52    | 营业费用            | 376   | 445   | 509   | 602   |
| 预付账款           | 58   | 60    | 67    | 77    | 管理费用            | 89    | 108   | 122   | 144   |
| 存货             | 59   | 61    | 68    | 78    | 财务费用            | 3     | -11   | -14   | -19   |
| 其他             | 383  | 447   | 526   | 620   | 资产减值损失          | 2     | 2     | 2     | 2     |
| <b>非流动资产</b>   | 320  | 275   | 229   | 184   | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 4    | 4     | 4     | 4     | 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 274  | 255   | 235   | 216   | <b>营业利润</b>     | 370   | 465   | 587   | 700   |
| 无形资产           | 28   | 2     | -24   | -50   | 营业外收入           | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 其他             | 15   | 14    | 14    | 13    | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2062 | 2224  | 2745  | 3368  | <b>利润总额</b>     | 377   | 472   | 594   | 707   |
| <b>流动负债</b>    | 272  | 287   | 309   | 338   | 所得税             | 70    | 76    | 95    | 113   |
| 短期借款           | 25   | 25    | 25    | 25    | <b>净利润</b>      | 308   | 397   | 499   | 594   |
| 应付账款           | 60   | 62    | 69    | 80    | 少数股东损益          | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他             | 188  | 200   | 215   | 233   | <b>归属母公司净利润</b> | 307   | 396   | 498   | 593   |
| <b>非流动负债</b>   | 7    | 7     | 7     | 7     | EBITDA          | 395   | 475   | 594   | 702   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.68  | 0.87  | 1.10  | 1.31  |
| 其他             | 7    | 7     | 7     | 7     |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 279  | 294   | 316   | 345   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 9    | 10    | 11    | 12    | 会计年度            | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本             | 454  | 454   | 454   | 454   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 资本公积           | 819  | 819   | 819   | 819   | 营业收入            | 12.6% | 16.6% | 17.6% | 17.9% |
| 留存收益           | 501  | 647   | 1146  | 1738  | 营业利润            | 13.2% | 25.6% | 26.3% | 19.2% |
| 归属母公司股东权益      | 1773 | 1920  | 2418  | 3011  | 归属于母公司净利润       | 12.3% | 28.9% | 25.9% | 19.0% |
| <b>负债和股东权益</b> | 2062 | 2224  | 2745  | 3368  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 77.0% | 79.4% | 80.6% | 81.0% |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 27.7% | 30.6% | 32.7% | 33.0% |
|                |      |       |       |       | ROE             | 17.3% | 20.6% | 20.6% | 19.7% |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 46.7% | 56.5% | 67.1% | 73.2% |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 13.5% | 13.2% | 11.5% | 10.2% |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 9.35% | 8.88% | 8.26% | 7.57% |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 6.40  | 6.78  | 8.14  | 9.42  |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 6.18  | 6.57  | 7.92  | 9.19  |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.69  | 0.60  | 0.61  | 0.59  |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 16    | 17    | 18    | 18    |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.34  | 4.37  | 4.49  | 4.58  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.68  | 0.87  | 1.10  | 1.31  |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.80  | 0.74  | 0.92  | 1.07  |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.91  | 4.23  | 5.33  | 6.63  |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | P/E             | 38.23 | 29.67 | 23.58 | 19.82 |
|                |      |       |       |       | P/B             | 6.63  | 6.12  | 4.86  | 3.90  |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 27    | 22    | 18    | 15    |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

7/8

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                              | 北京                          | 上海                        |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编: 518000                      | 邮编: 100032                  | 邮编: 200041                |
| 传真: (0755) 82026711             | 传真: (010) 63222939          | 传真: (021) 62171434        |