

(报告出品方/分析师：德邦证券 陈铁林 陈进 张俊)

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。

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北宝丸
1970年	迁入新厂址（现址），正式挂牌“桂林市中药厂”
1984年	郭晋明被任命为厂长，迎来发展新时期
1985年	郭晋明及其助手研发出西瓜霜霜生产新工艺，实现了西瓜霜现代工业化生产，企业通过转制变型，从生产型转为经营型
1994年	桂林中药厂改制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子公司，三金集团桂林金可保饮品有限公司
2003年	投资组建三金集团湖南三金制药有限公司
2004年	何泽堂等公司通过资产重组，成立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	收购宝都生物医药科技（上海）有限公司
2014年	桂林三金西瓜霜生态制品有限公司于9月25日正式并入桂林三金上市体系
2020年	桂林三金分公司白帆生物交叉技术工厂正式开业投产

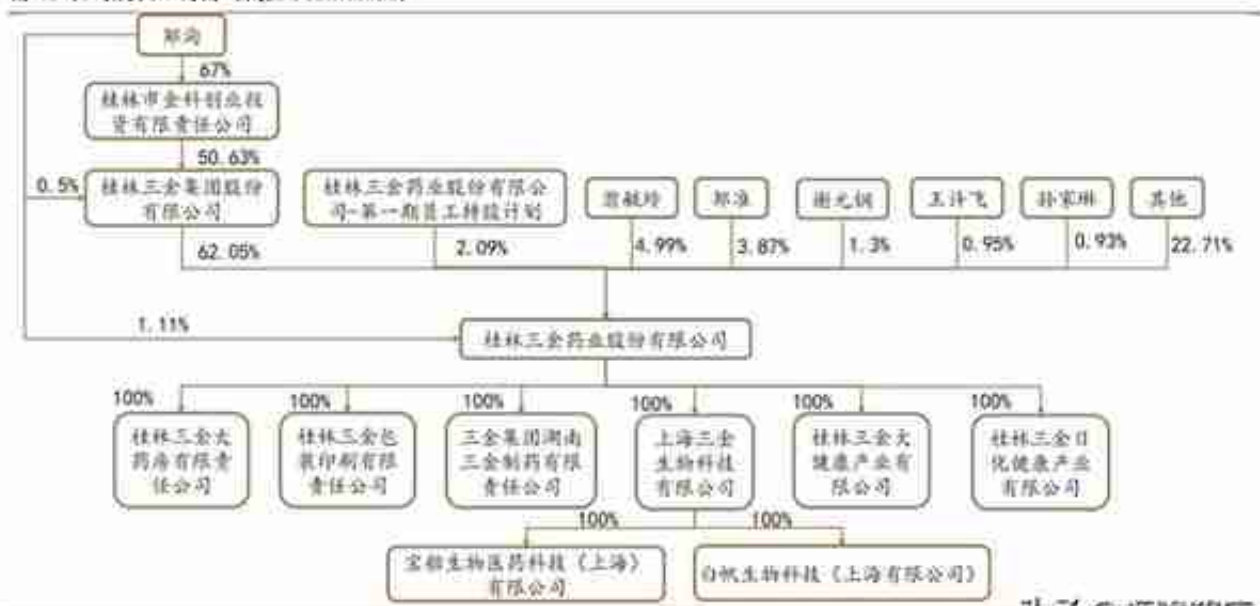
资料来源：公司官网、德邦研究所

头条@远瞻智库

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。

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

头条@远瞻智库

发布股权激励计划，彰显公司发展信心。

公司 2021

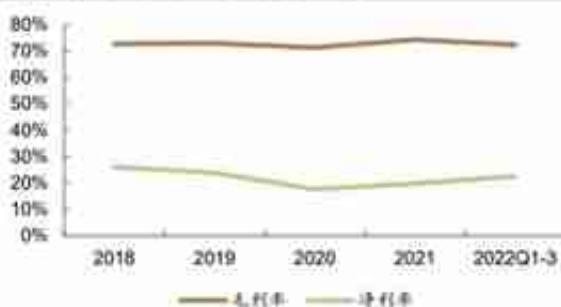
年发布了第一期员工持股计划，拟受让公司回购专用证券账户所持有的标的股票 12,372,151 股，受让价格为 6.84 元/股。

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。

扣除生物制药板块亏损后，公司实际净利润情况较好。

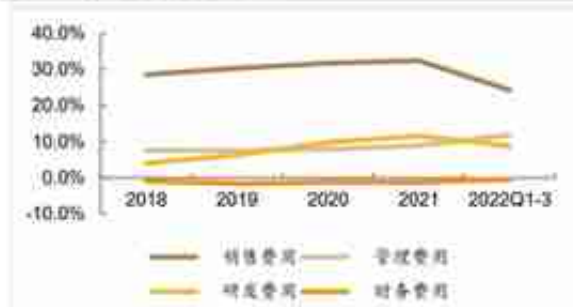
因公司布局生物制药板块，子公司上海三金生物科技仍然处于研发阶段，亏损较大。2019-2021 年分别亏损 0.31/0.58/2.06 亿元。若扣除亏损业务，调整后 2019-2021 年净利润分别为 4.23/3.35/5.50 亿元，主营业务净利润增速明显。

图 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

头条@远瞻智库

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。

表4: 公司独家 23 个在管产品

序号	产品名称	生产厂家	OTC	基药	医保	治疗领域	主要功能	中重大类
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	泌尿剂
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、口咽炎、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、急性慢性咽炎、扁桃腺炎的治疗	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	特治咽喉肿痛、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	咽喉、咽干、灼热、急性咽炎治疗	
6	桂林西瓜霜散	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、急性慢性咽炎治疗	中成药-耳鼻喉科用药-咽喉病
7	桂林参茸堂	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	银杏宁片	桂林三金	OTC 甲类	否	是(国家)	神经系统疾病用药	眩晕治疗	温阳剂
9	银杏宁颗粒	桂林三金	OTC 甲类	否	是(国家)	神经系统疾病用药	眩晕治疗	温阳剂
10	蛤蚧定喘散	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	复方田七胃痛散	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	舒喉清咽颗粒	桂林三金	OTC 甲类	否	否	咽喉科用药	急性慢性咽炎治疗	
13	三七血伤宁散	桂林三金	RX	否	是(国家)	内科用药	出血性疾病及血肿的治疗	止血剂
14	三七血伤宁丸	桂林三金	RX	否	是(国家)	内科用药	出血性疾病及血肿的治疗	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	清肺化痰、润肺止咳	化痰、止咳、平喘剂
16	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	清肺化痰、润肺止咳	化痰、止咳、平喘剂
17	复方红藤草片	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	急性慢性咽炎、扁桃体炎、咽炎治疗	清热剂
18	双虎神痛宁	桂林三金	RX	否	是(省市)	骨科肌肉骨骼疾病用药	闭合性跌打损伤、风湿关骨痛治疗	活血通络剂
19	双虎神痛宁	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	肾肾补颗粒	湖南三金	OTC 乙类	否	否	补益类用药	益气养血、滋补肝肾	
21	五叶解毒颗粒	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	五香总胆散	湖南三金	RX	否	否	常备药	治疗寒湿、夏季时出现的胃部不适、恶心呕吐症状	理气剂
23	止渴灵片	湖南三金	OTC 甲类	否	否	消化系统疾病用药	清热利湿、健脾、止渴	祛湿剂

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

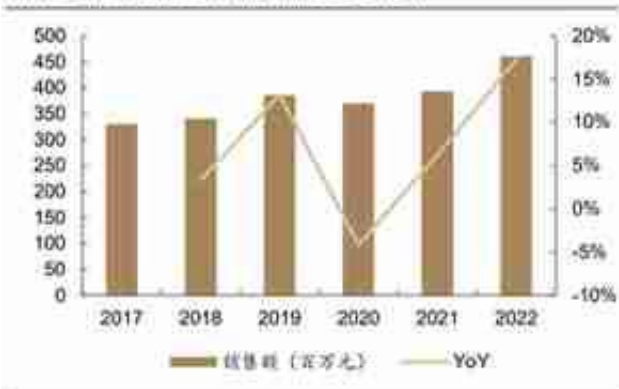
三金片：国内知名品牌中药。三金片是国家医保甲类品种，获国家发明专利，进入国家基本药物目录（2018 年版）、国家低价药清单、国家医保目录（2021 年版）等名单，有着中国中药名牌产品、“十二五国家重大科技专项之中药大品种改造”首批重点项目等荣誉。

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。

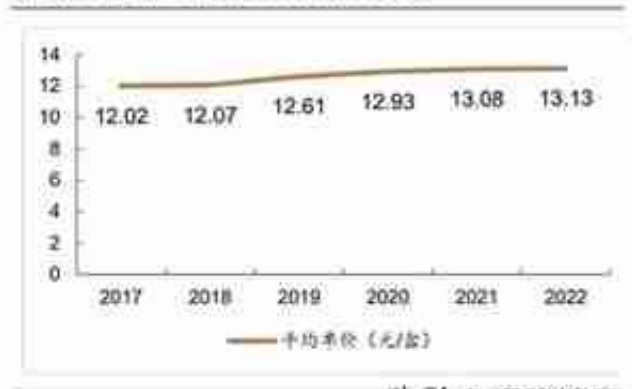
三金片零售端销售额稳定在 4 亿元左右。中康数据库数据显示，2017 年三金片实现零售端销售 4.47 亿元，2021-2022 年分别实现 4.03/3.94 亿元，较 2017 年销售额有所下降，但总体销售额稳定在 4 亿元左右，产品销售单价稳定在 24 元/盒。三金片系公司独家产品、基药目录品种、低价药物目录品种、民族药目录品种，抗集采降价风险能力强。

图 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, 透形研究所

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, 透形研究所

头条 @ 透形智库

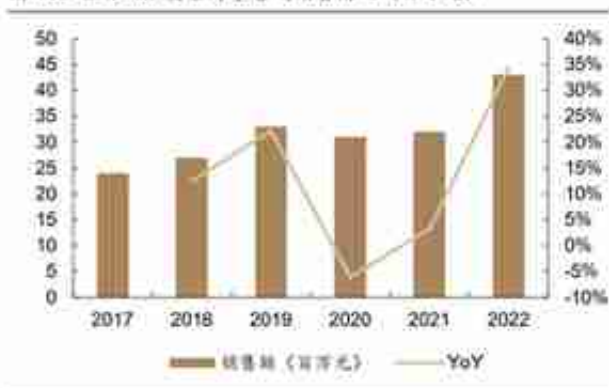
(2) 西瓜霜润喉片

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。

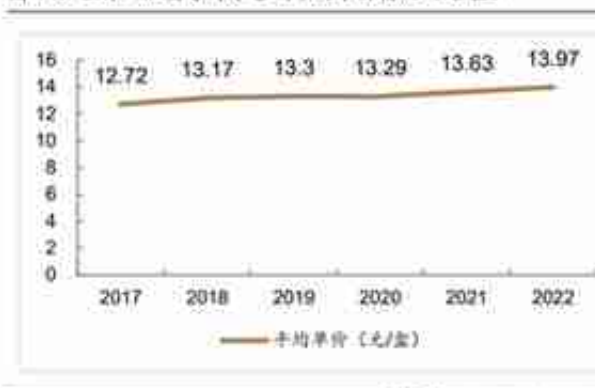
销售额短期承压，22 年增速明显。根据中康数据库零售端销售数据，2017-2020 年分别实现销售额 1.04/1.04/0.67/0.59 亿元，销售额大幅下降。2020 年后产品需求高增，2021-2022 年分别实现 0.94/1.66 亿元，销售额大幅升高。公司西瓜霜润喉片近几年价格涨幅明显，2022 年平均单价为 8.28 元/盒，相较于 2019 年涨幅 32.9%。

图 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

头条@远瞻智库

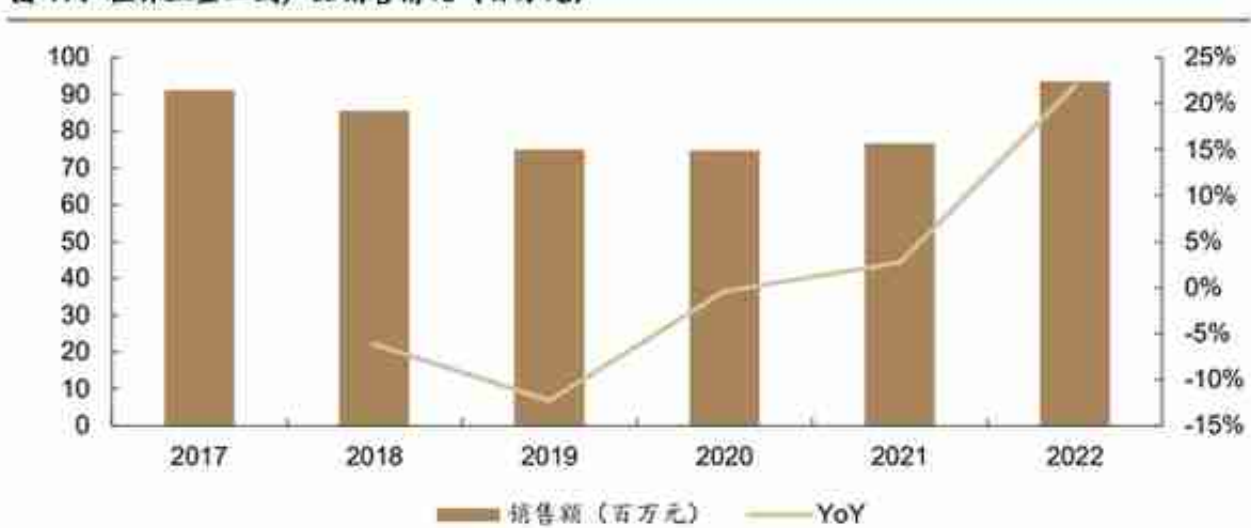
(4) 西瓜霜清咽含片

西瓜霜清咽含片：解热清肿，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 17: 桂林三金二线产品销售情况 (百万元)



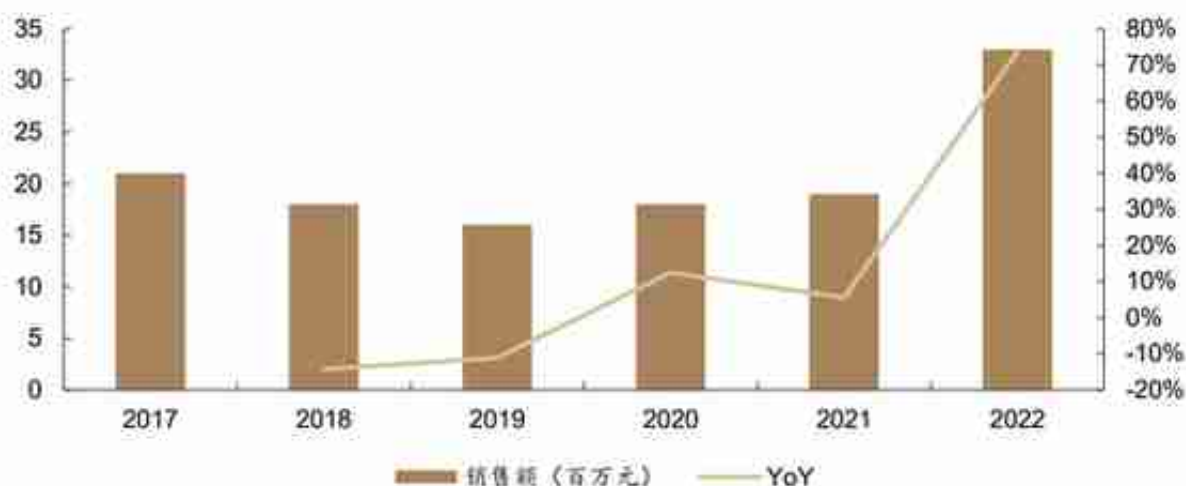
资料来源: 中康数据库、德邦研究所

头条@远瞻智库

(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 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

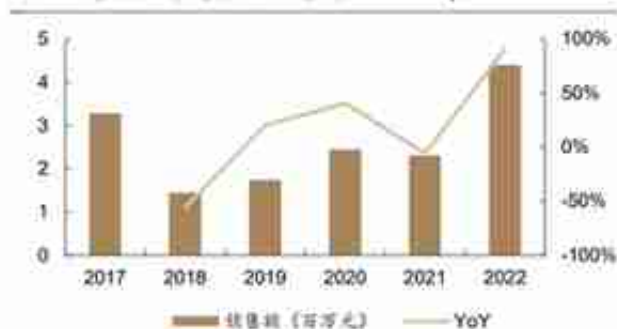
头条 @远瞻智库

(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 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

头豹@远瞻智库

(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。

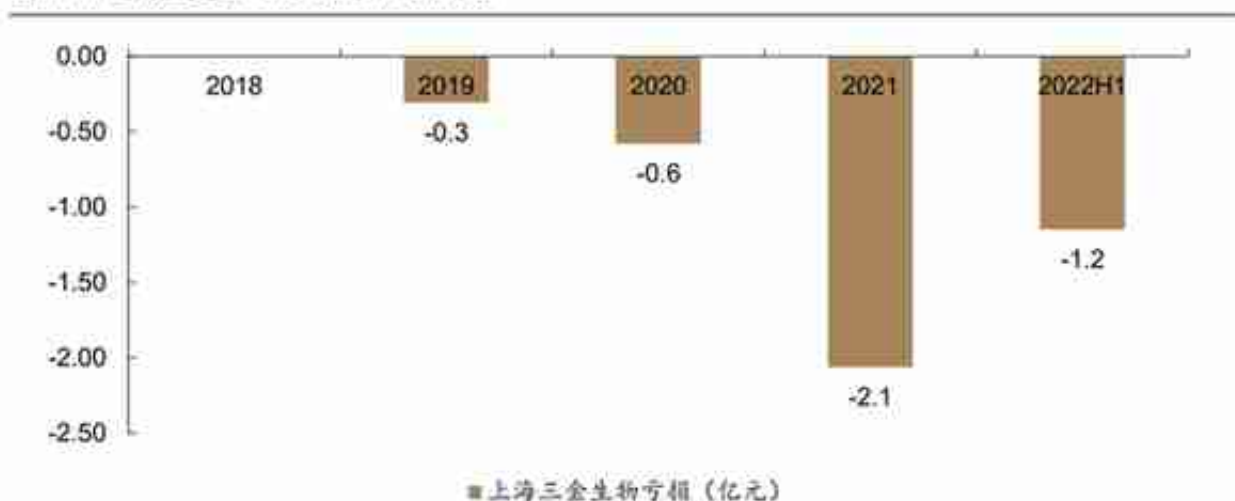
销售额涨幅明显。根据中康数据库零售端数据，2017 年仅有 11 万元，2022 年已实现 415 万元销售额，2017-2022 年 CARG 为 106.70%。高额增速有望为公司提供业绩弹性。

表 5: 桂林三金注册中药品种 (截至 2023.03.20)

通用名	剂型	药品名称	临床科室

头豹@远瞻智库

图 24：上海三金生物亏损情况（亿元）



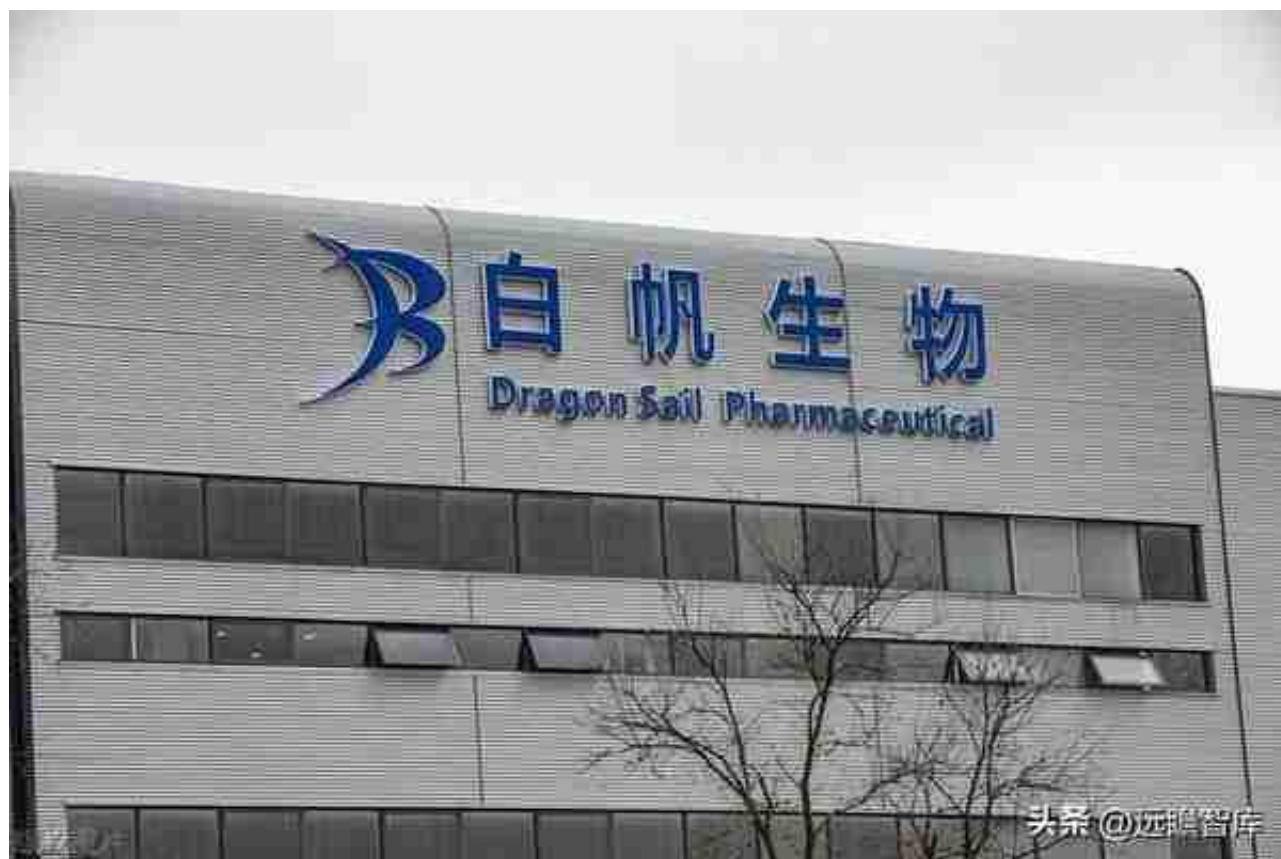
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

头条 @远瞻智库

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。



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。

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

头条 @远瞻智库

4.2. 估值

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。