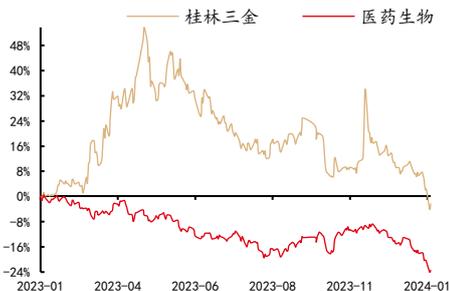


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.94
总股本/流通股本(亿股)	5.88 / 5.59
总市值/流通市值(亿元)	76 / 72
52周内最高/最低价	21.15 / 12.73
资产负债率(%)	29.0%
市盈率	23.11
第一大股东	桂林三金集团股份有限 公司

研究所

分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com
分析师:龙永茂
SAC 登记编号:S1340523110002
Email:longyongmao@cnpsec.com

桂林三金(002275)

知名中药老品牌，打造“百年三金、百亿三金”

● 深耕中药制药，一体两翼多元发展，首次覆盖，给予“买入”评级

公司主要从事中成药的研发、制造与销售，同时涵盖生物药、日化健康、大健康产品和化学药等多个细分行业，持续推进“以中药制药为核心，以生物制药为重点的生物技术产业与大健康产业为两翼，相关产业为辅”的发展战略。预计公司2023-2025年营业收入分别为22.0/24.8/27.9亿元，归母净利润分别为4.6/5.1/5.6亿元，对应EPS分别为0.79、0.87、0.96元/股，当前股价对应PE分别为16.47/14.86/13.46倍。考虑到公司未来一线品种打开院内市场，二、三线品种快速成长，有较大提升空间，生物制药板块有望进一步减亏，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 深耕中药制药，一线品种夯实品牌，二三线品种步入成长快车道

公司通过多年经营，树立了良好的口碑和较好的用户基础。“三金”、“桂林西瓜霜”品牌已经深入人心，在咽喉、口腔用药和泌尿系统用药方面已形成较强的专业和市场优势，代表产品三金牌西瓜霜系列、三金片成为全国同类中成药的前列品牌。米内网数据显示，2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药TOP20厂家中，公司西瓜霜系列产品位列第一，市场份额达到15.62%，从2015年开始至今连续8年蝉联第一。三金片已进入我国基药目录，在我国泌尿系统感染中成药公立医疗机构市场规模、城市实体药店终端市场规模均排名领先。西瓜霜系列、三金片系列有望通过新剂型开拓院内空白市场。

公司二、三线品种眩晕宁片/眩晕宁颗粒、拉莫三嗪片、蛤蚧定喘胶囊、玉叶解毒颗粒等经过公司培育已步入快速成长阶段，有望带来业绩增量。

● 生物制药板块走向正轨，亏损有望收窄

2013年收购宝船公司，进军生物制药领域；2016年成立白帆公司，开展抗体药物CDMO/CMO业务。随着疫情后宝船生物临床试验的正常开展，项目有望加快推进，产品有望按节奏上市，亏损有望收窄。白帆生物已与多家生物医药公司达成合作，签约订单有望带来收益，收窄亏损。

● 风险提示：

渠道推广不及预期风险；药品研发失败风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1960	2200	2482	2791
增长率 (%)	12.55	12.27	12.82	12.45
EBITDA (百万元)	522.95	662.29	736.91	797.53
归属母公司净利润 (百万元)	329.53	461.58	511.69	564.80
增长率 (%)	-4.13	40.07	10.86	10.38
EPS (元/股)	0.56	0.79	0.87	0.96
市盈率 (P/E)	23.07	16.47	14.86	13.46
市净率 (P/B)	2.70	2.65	2.25	1.93
EV/EBITDA	13.32	11.26	9.43	8.01

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 桂林三金：知名老字号中药企业，新董事长接任向“百年三金、百亿三金”目标坚实迈进.....	5
1.1 公司简介：深耕中药制药，一体两翼多元发展	5
1.2 股权结构：股权结构稳定，新董事长承上启下，促进三金发展.....	6
1.3 核心财务指标：收入增长企稳，盈利能力提升潜力大.....	7
2 主营业务：深耕中药制药，一线品种夯实品牌，二三线品种步入成长快车道	9
2.1 公司产品梯队丰富，细分领域优势明显	9
2.2 西瓜霜系列：市占率高，院内市场成长潜力大	11
2.3 三金系列：我国基药品种，三金颗粒新剂型有望带来新活力.....	14
2.4 二、三线品种步入发展快车道	17
2.5 多个在研项目进入临床阶段，为长期发展蓄力	17
3 生物制药板块：宝船生物、白帆生物业务走向正轨，亏损有望收窄.....	18
3.1 宝船生物：疫情后研发进程恢复，临床有序开展	18
3.2 白帆生物：签约订单有望带来收益，收窄亏损	20
4 盈利预测与投资建议.....	20
5 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 公司逐步形成以中药制药为核心, 生物制药、大健康产业为两翼的业务体系	5
图表 2: 公司股权结构稳定, 新董事长接任	6
图表 3: 第一期员工持股计划	6
图表 4: 2018-2022 年营业收入 CAGR 4.34%	7
图表 5: 生物制药板块亏损影响归母净利润	7
图表 6: 剔除生物制药亏损, 2018-2022 年调整后净利润 CAGR 8.93%	7
图表 7: 2018-2023H1 公司中成药收入占比维持在 90% 以上	8
图表 8: 毛利率维持稳定, 净利率仍有提升空间	8
图表 9: 中成药毛利率较高	8
图表 10: 公司各项费用率稳中有降	9
图表 11: 2019-2022 年应收账款周转天数呈下降趋势	9
图表 12: 2022 年存货周转天数由升转降	9
图表 13: 公司 22 个主要在售品种	10
图表 14: 2023 年公司主要品种零售终端销售额	11
图表 15: 西瓜霜系列产品	11
图表 16: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额	12
图表 17: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP20 厂家	12
图表 18: 2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药产品 TOP15	13
图表 19: 2017-2023 年舒咽清零售终端销售额 CAGR 83.4%	14
图表 20: 三金系列产品	14
图表 21: 2016-2020 年我国泌尿系统感染药物市场销售额	15
图表 22: 2016-2020 年中国公立医疗机构及中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药、化学药销售额占比	15
图表 23: 2016-2020 年中国公立医疗机构终端泌尿系统感染中成药主要品牌市场份额	16
图表 24: 2016-2020 年中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药主要品牌市场份额	16
图表 25: 2018-2022 年三金片零售终端销售额稳定在 4 亿元	16
图表 26: 桂林三金在研项目 (截至 2022 年底)	18
图表 27: 宝船公司近三年营业收入和净利润情况	19
图表 28: 宝船公司产品管线情况	19
图表 29: 白帆公司近三年营业收入和净利润情况	20
图表 30: 公司估值与同类公司相比具备性价比	21

1 桂林三金：知名老字号中药企业，新董事长接任向“百年三金、百亿三金”目标坚实迈进

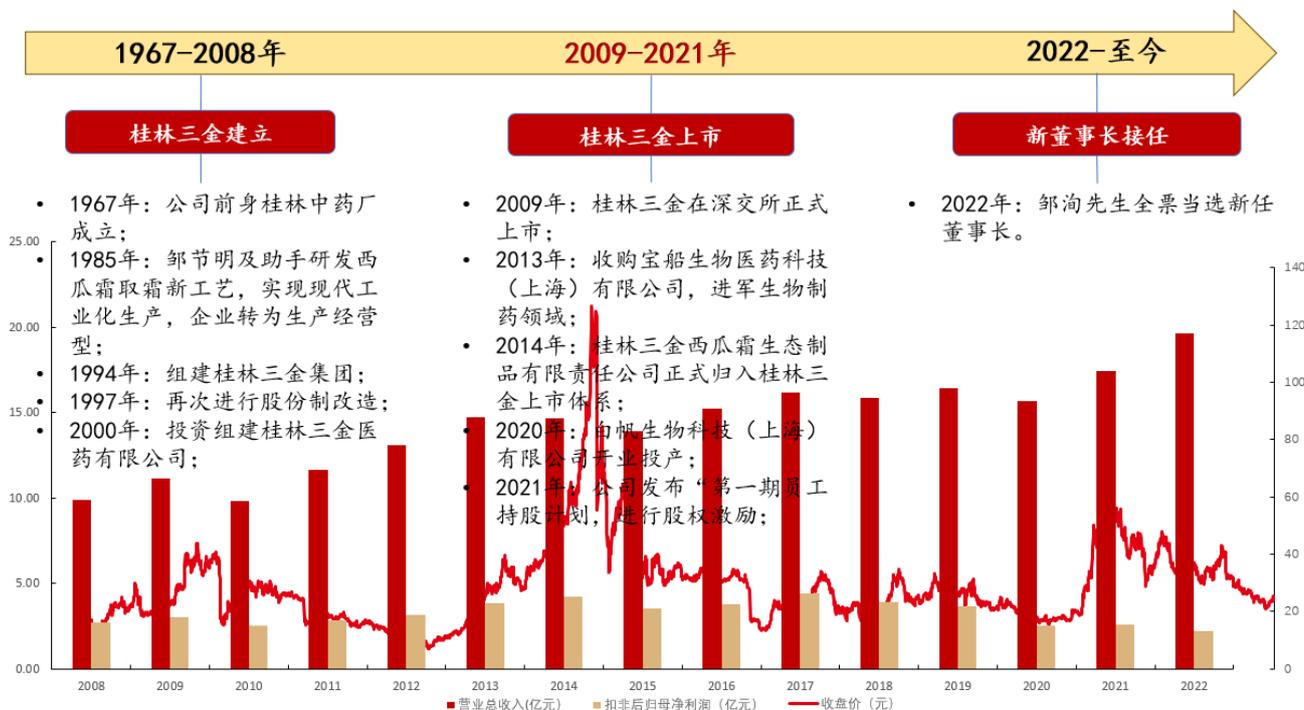
1.1 公司简介：深耕中药制药，一体两翼多元发展

桂林三金成立于1967年，前身桂林中药厂，主要生产传统中药大蜜丸；1985年，老董事长邹节明先生率领团队研发出西瓜霜取霜工艺，实现西瓜霜现代工业化生产；2000年桂林三金医药有限公司正式组建；经过不断发展，桂林三金于2009年在深交所挂牌上市；2013年收购宝船公司，进军生物制药领域；2016年成立白帆公司，开展抗体药物CDMO/CMO业务。

深耕中药制药，品牌深入人心。公司通过多年经营，树立了良好的口碑和较好的用户基础。“三金”、“桂林西瓜霜”品牌已经深入人心，在咽喉、口腔用药和泌尿系统用药方面已形成较强的专业和市场优势，代表产品三金牌西瓜霜系列、三金片成为全国同类中成药的前列品牌。“三金”牌商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，被广西商务厅认定为“广西老字号”。

逐步形成以中药制药为核心，以生物制药、大健康产业为两翼的业务体系。公司主要从事中成药的研发、制造与销售，同时涵盖生物药、日化健康、大健康产品和化学药等多个细分行业，持续推进“以中药制药为核心，以生物制药为重点的生物技术产业与大健康产业为两翼，相关产业为辅”的发展战略。公司依靠西瓜霜、三金片系列产品打造了知名品牌，在中成药市场中取得了领先地位；公司又通过收购宝船生物、建立白帆生物进入生物制药行业。

图表1：公司逐步形成以中药制药为核心，生物制药、大健康产业为两翼的业务体系

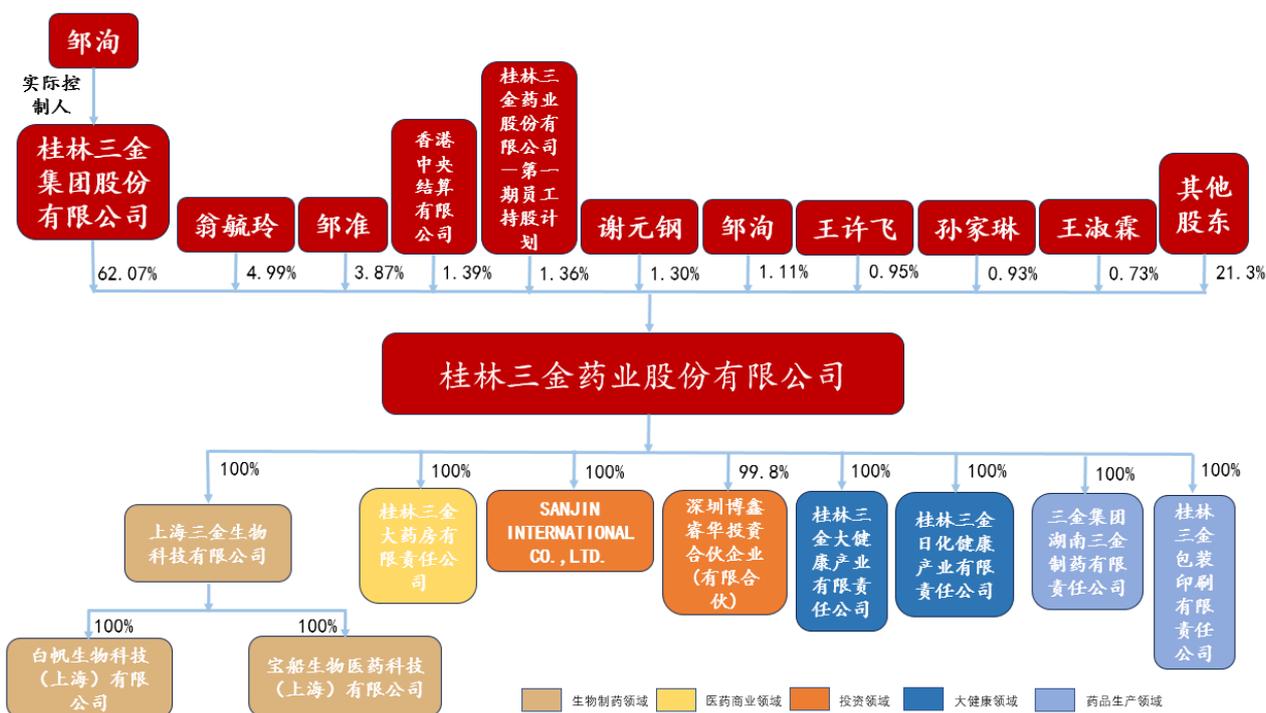


资料来源：公司官网、iFinD、中邮证券研究所（注：右轴为收盘价）

1.2 股权结构：股权结构稳定，新董事长承上启下，促进三金发展

公司股权结构稳定，新董事长接任朝着“百年三金、百亿三金”的目标坚实迈进。三金集团法定代表人、董事长邹洵通过直接和间接持股 63.18%，为公司的实际控制人。同时，邹洵先生、邹准先生和翁毓玲女士系一致行动人，持股比例超 70%。董事长邹洵先生于 2007 年进入桂林三金任职，曾任总经理助理、总裁助理、公司董事，副董事长、常务副总裁、董事会秘书；2022 年接替老董事长邹节明先生成为新董事长。上任以来，邹洵董事长延续了公司的经营理念 and 经营风格，并通过股权激励政策、营销团队调整、加速产品研发、引进和培养人才等一系列措施，持续提升公司竞争力和长期发展潜力，朝着“百年三金、百亿三金”的目标坚实迈进。

图表2：公司股权结构稳定，新董事长接任



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

实行员工持股计划调动员工工作积极性。2021 年公司推行第一期员工持股计划，参与认购员工总计 241 人，其中董监高 4 人，公司及子公司关键岗位人员、核心技术（业务）骨干人员 237 人。考核目标为公司 2022 年主营业务收入不低于 19.25 亿元，2023 年主营业务收入不低于 21.25 亿元（较 2022 年计划营收同比增长不低于 10.38%）或第一、第二解锁期累计主营业务收入达到 40.50 亿元。2022 年第一个解锁期的业绩考核目标已完成，对员工的激励作用明显。

图表3：第一期员工持股计划

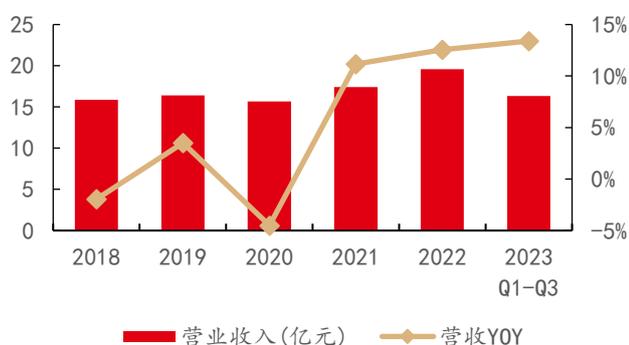
解锁期	业绩考核指标	解锁比例
2022	2022 年主营业务收入不低于 192,495 万元。	50%
2023	2023 年主营业务收入不低于 212,472 万元；或第一、第二解锁期累计主营业务收入达到 404,967 万元，亦视作全部完成。	50%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

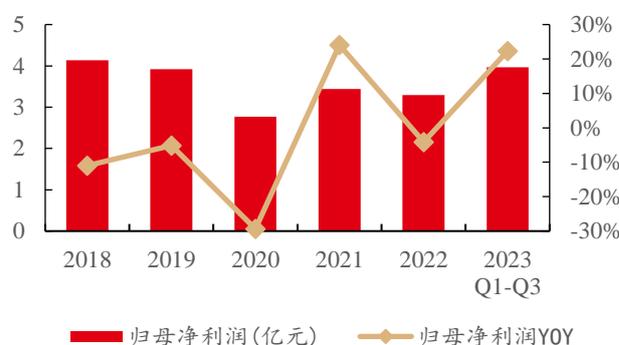
1.3 核心财务指标：收入增长企稳，盈利能力提升潜力大

收入增长企稳，利润端因生物制药板块亏损波动。从收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 15.85 亿元增长至 19.60 亿元，CAGR 4.34%，2020 年受到疫情影响，2021 年至 2023Q1-Q3 公司营业收入增长率均超过 10%，增长企稳，2023Q1-Q3 实现营业收入 16.32 亿元，同比增长 13.4%。中成药（工业）类产品收入是公司主要营收来源，占比维持在 90%以上。从利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 4.13 亿元下降至 3.30 亿元，由于生物制药板块仍处于发展阶段，归母净利润受到一定影响，当前上海三金生物科技有限公司尚处于前期研发投入阶段，根据公司 2019-2022 年年报三金生物分别亏损 0.31、0.58、2.06、3.04 亿元，剔除三金生物亏损影响，公司 2018-2022 年调整后净利润 CAGR 8.93%。2023 年 Q1-Q3 公司利润 3.97 亿元，同比增长 22.35%，业绩逐步向好。

图表4：2018-2022 年营业收入 CAGR 4.34%



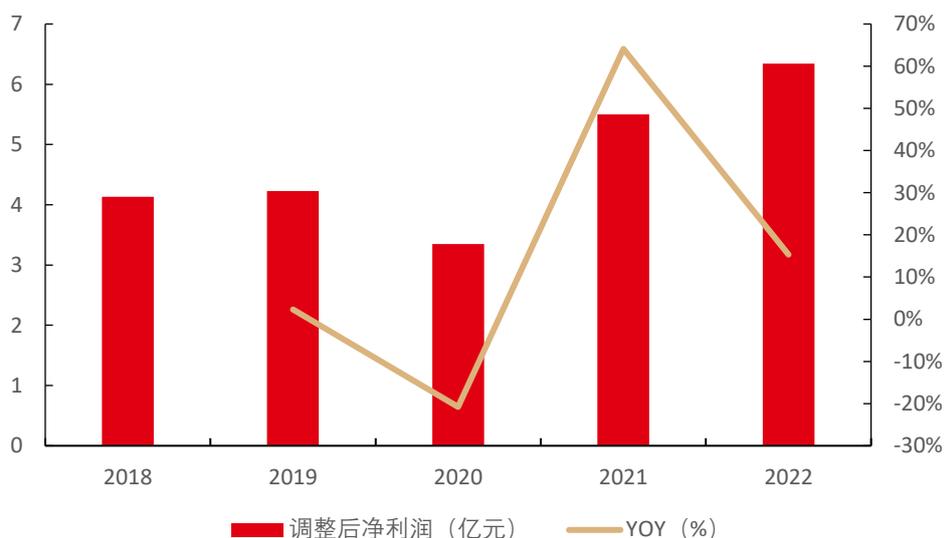
图表5：生物制药板块亏损影响归母净利润



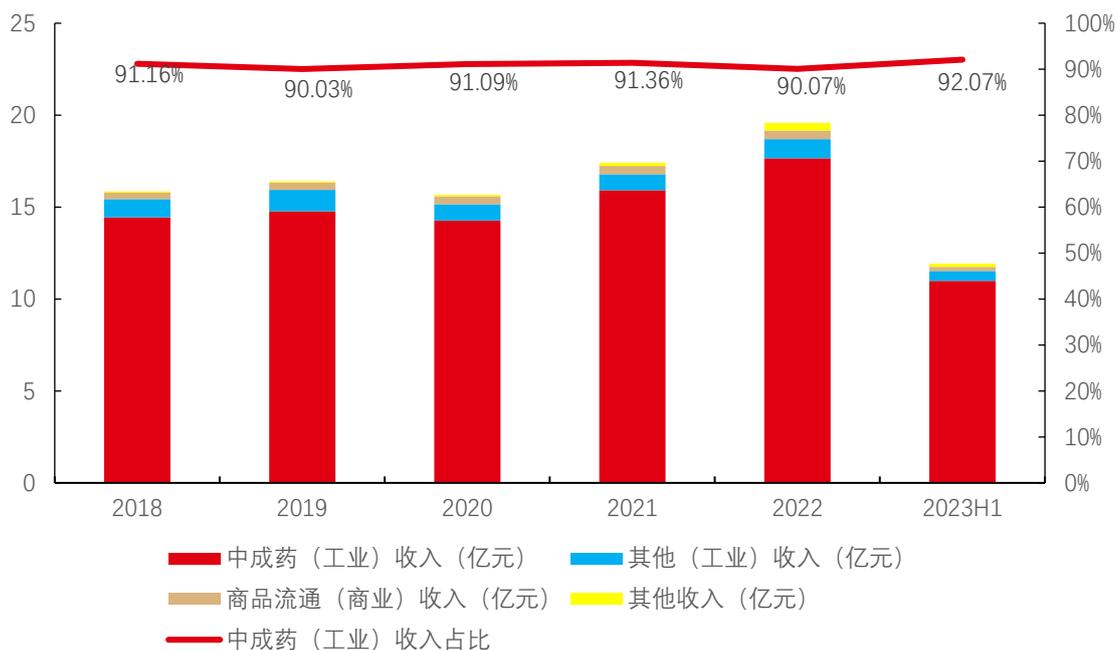
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表6：剔除生物制药亏损，2018-2022 年调整后净利润 CAGR 8.93%

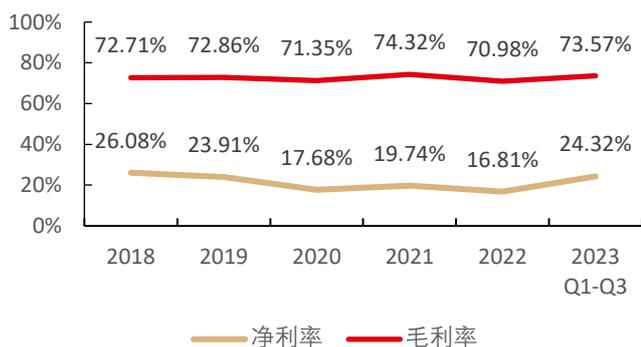


资料来源：iFinD、公司公告、中邮证券研究所

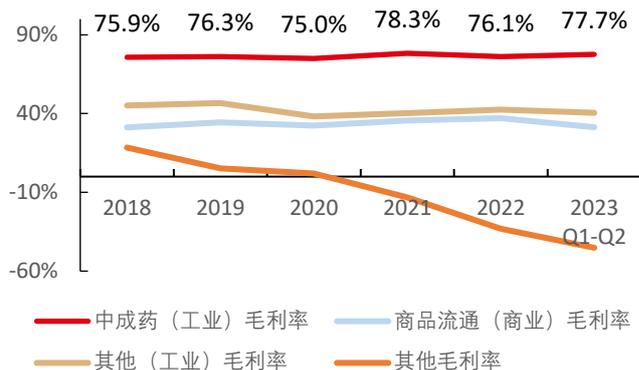
图表7：2018-2023H1 公司中成药收入占比维持在90%以上


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

毛利率稳定，净利率提升潜力大。2018-2023Q3，公司毛利率维持在70%以上，其中中成药的毛利率维持在75%以上；商品流通、其他（工业）的毛利率约40%。净利率在2018-2022年呈下降趋势，2023Q3有所恢复。随着公司加速企业数字化管理平台建设，持续推进三金数字化、智能化工厂升级，生物制药板块把控研发及生产投入，净利率仍有提升空间。

图表8：毛利率维持稳定，净利率仍有提升空间


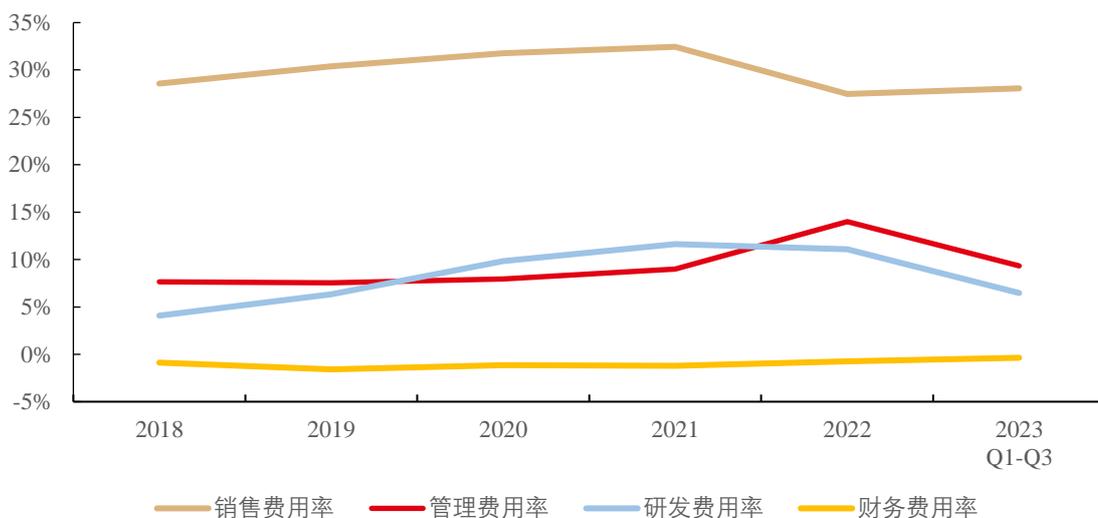
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表9：中成药毛利率较高


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从费用端来看，销售费用率2022年下降，我们认为主要得益于公司销售规模提升带来的规模效应；管理费用率2022年上升是由于分摊股份支付费用金额较大，以及新业务板块管理规模扩大导致；研发费用率2018-2022年整体呈上升趋势，公司注重中成药以及生物制药的研发创新。

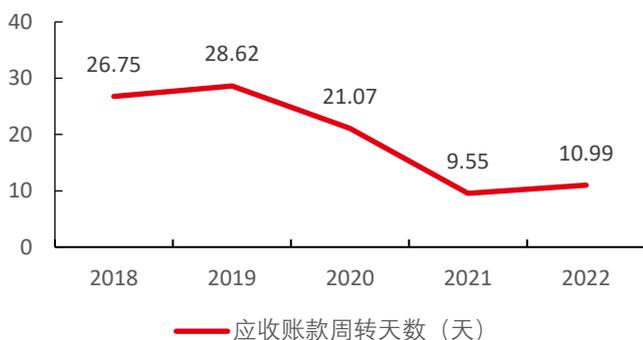
图表10：公司各项费用率稳中有降



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从营运能力来看，2019-2021 年公司应收账款周转天数由 28.62 天下降至 9.55 天，主要原因是公司在疫情下控制经营风险，加快货物流转速度，催收货款。2022 年公司的存货周转天数由升转降。

图表11：2019-2022 年应收账款周转天数呈下降趋势



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表12：2022 年存货周转天数由升转降



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2 主营业务：深耕中药制药，一线品种夯实品牌，二三线品种步入成长快车道

2.1 公司产品梯队丰富，细分领域优势明显

公司产品种类丰富，立足口喉健康、泌尿健康两大领域，辐射心脑血管、神经系统、呼吸系统、消化系统等家庭常见疾病的预防、自我治疗、康复，人群覆盖全人群。截至 2023 年 6 月 30 日，公司与下属公司拥有 217 个药品批文，其中有 47 个独家特色产品，69 个品规进入国家基本药物目录，119 个品规进入国家医保目录。

公司目前在咽喉、口腔用药和泌尿系统用药方面已处于行业领先地位。主要产品三金片、桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片、脑脉泰胶囊、眩晕宁片/颗粒、蛤蚧定喘胶囊、玉叶解毒颗粒、拉莫三嗪片（安闲）、复方田七胃痛胶囊等产品多次被临床指南、专家共识收录并推荐，为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

一线品种：西瓜霜系列、三金片系列；

二线品种：眩晕宁系列、蛤蚧定喘胶囊、玉叶解毒颗粒、脑脉泰胶囊、拉莫三嗪片、舒咽清喷雾剂等；

三线品种：复方感冒灵颗粒、罗汉果清肺颗粒、复方田七胃痛胶囊等。

图表13：公司 22 个主要在售品种

产品名称	OTC/RX	基药	医保	治疗领域
三金片	OTC 甲类/RX	是	是（国家）	泌尿系统疾病用药
三金颗粒	RX	否	是（国家）	泌尿系统疾病用药
桂林西瓜霜	OTC 甲类/RX	否	是（国家）	口腔咽喉科用药
西瓜霜润喉片	OTC 乙类/RX	否	是（省市）	咽喉科用药
西瓜霜清咽含片	OTC 甲类/RX	否	否	咽喉科用药
桂林西瓜霜含片	OTC 甲类/RX	否	是（省市）	口腔咽喉科用药
舒咽清喷雾剂	OTC 甲类	否	否	咽喉科用药
桂林西瓜霜胶囊	OTC 甲类/RX	否	是（省市）	口腔咽喉科用药
脑脉泰胶囊	RX	否	是（国家）	心脑血管疾病用药
眩晕宁片	OTC 甲类	否	是（国家）	神经系统疾病用药
眩晕宁颗粒	OTC 甲类	否	是（国家）	神经系统疾病用药
蛤蚧定喘胶囊	OTC 甲类	是	是（国家）	呼吸系统疾病用药
复方田七胃痛胶囊	OTC 甲类/RX	否	是（国家）	消化系统疾病用药
复方田七胃痛片	OTC 甲类/RX	否	是（国家）	消化系统疾病用药
三七血伤宁胶囊	RX	否	是（国家）	内科用药
三七血伤宁散	RX	否	是（国家）	内科用药
复方罗汉果清肺颗粒	OTC 甲类	否	是（省市）	呼吸系统疾病用药
复方罗汉果清肺糖浆	OTC 甲类	否	是（省市）	呼吸系统疾病用药
复方红根草片	OTC 甲类/RX	否	是（省市）	咽喉科用药/消化系统疾病用药
双虎肿痛宁	RX	否	是（省市）	骨骼肌肉系统疾病用药
肝肾补颗粒	OTC 乙类	否	否	补益类用药
玉叶解毒颗粒	OTC 乙类	否	是（国家）	呼吸系统疾病用药

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表14：2023年公司主要品种零售终端销售额

排名	品种	销售额（百万元）
1	桂林西瓜霜	302.8
2	三金片	282.8
3	西瓜霜润喉片	129.5
4	西瓜霜清咽含片	82.3
5	眩晕宁片	24.7
6	桂林西瓜霜含片	21.5
7	脑脉泰胶囊	4
8	舒咽清喷雾剂	3.8
9	复方田七胃痛胶囊	3.4
10	眩晕宁颗粒	3.4
11	复方罗汉果清肺糖浆	2.3
12	复方罗汉果清肺颗粒	2.3
13	双虎肿痛宁	0.7
14	复方田七胃痛片	0.3
15	桂林西瓜霜胶囊	0.2
16	益母草颗粒	0.2
17	三七血伤宁胶囊	0.1
18	龙血竭胶囊	0.1
19	蛤蚧定喘胶囊	0.1

资料来源：中康数据库、中邮证券研究所

2.2 西瓜霜系列：市占率高，院内市场成长潜力大

西瓜霜系列产品是公司在咽喉、口腔领域的主要产品，是公司一线产品系列之一，目前已经推出了六大产品：桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片、桂林西瓜霜含片、桂林西瓜霜胶囊和舒咽清喷雾剂。

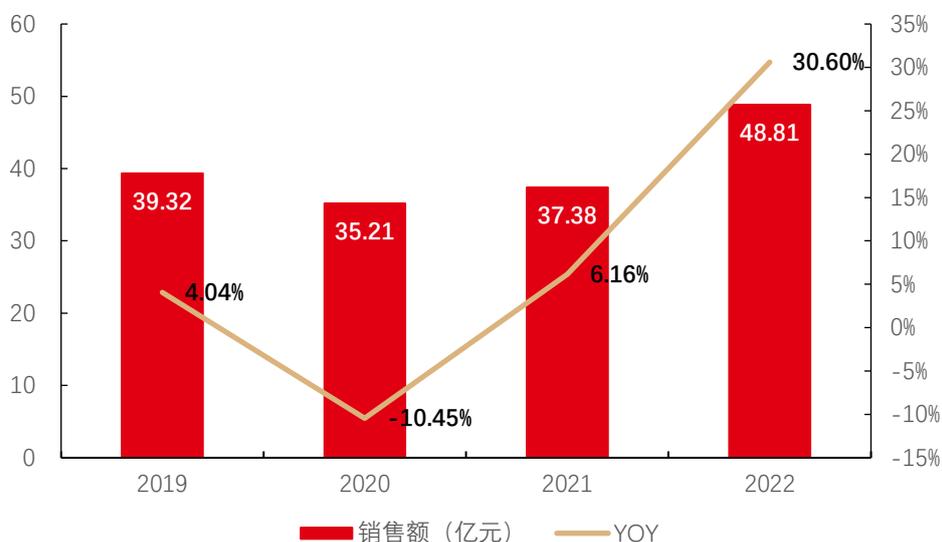
图表15：西瓜霜系列产品

品种	OTC/RX
桂林西瓜霜	OTC 甲类/RX
西瓜霜润喉片	OTC 乙类/RX
西瓜霜清咽含片	OTC 甲类/RX
桂林西瓜霜含片	OTC 甲类/RX
舒咽清喷雾剂	OTC 甲类
桂林西瓜霜胶囊	OTC 甲类/RX

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

咽喉、口腔疾病是日常高发疾病，咽喉中成药因此成为不少家庭的常备用药。根据米内网的数据，2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额超过48.81亿元，同比增长30.60%，2019-2022年CAGR 7.5%。

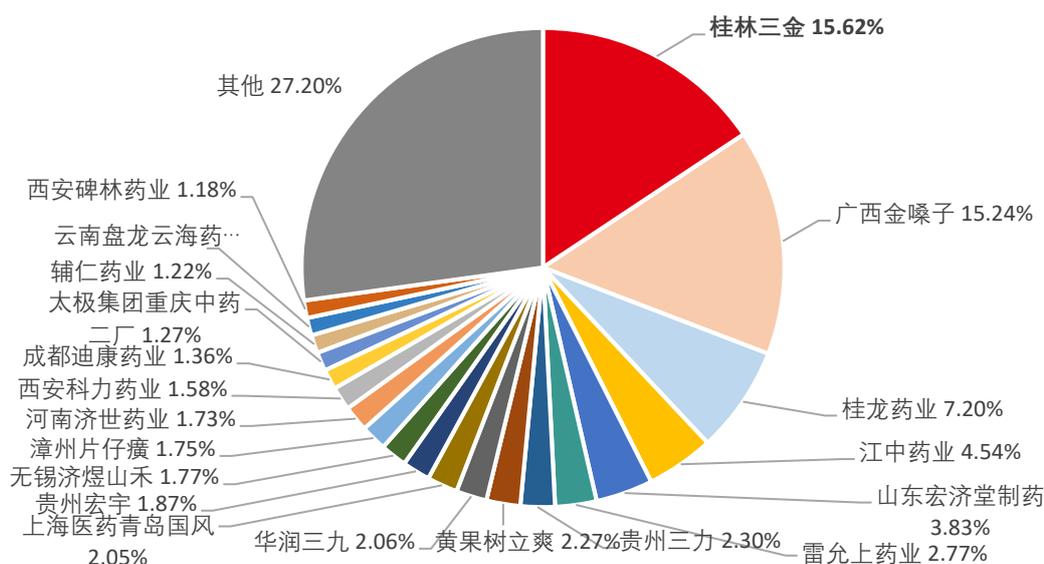
图表16：2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额



数据来源：米内网、中邮证券研究所

龙头地位显著，药店终端市占率连续8年蝉联第一。从药店终端销售格局来看，据米内网数据，2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药TOP20厂家公司位列第一，市场份额达到15.62%，从2015年开始至今连续8年蝉联第一。2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药产品TOP15中，公司的桂林西瓜霜、西瓜霜润喉片、西瓜霜清咽含片三者均在其列，销售额分别为3.71、2.51、0.98亿元，其中西瓜霜润喉片与西瓜霜清咽含片的增长率分别为40.12%和20.76%，均有大幅提升。

图表17：2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药TOP20厂家



资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表18：2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药产品 TOP15

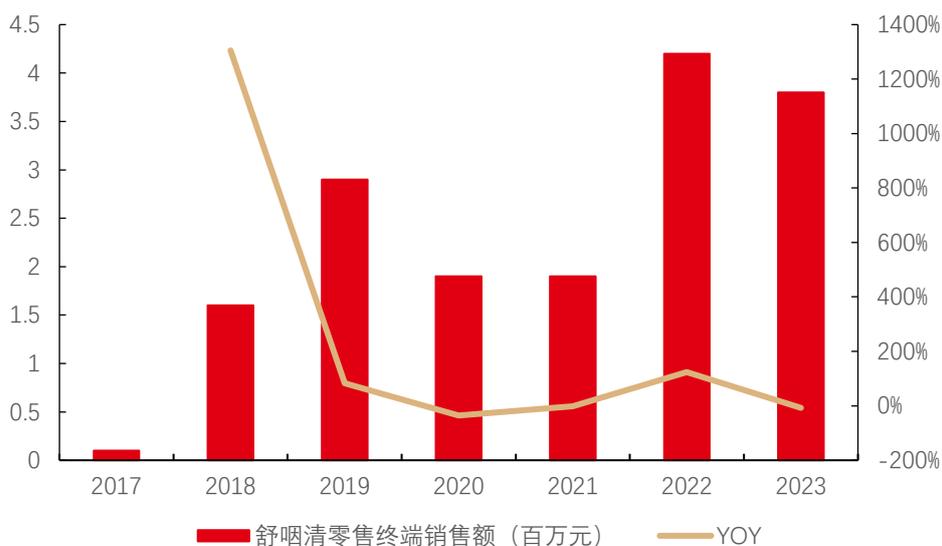
排名	产品名称	销售额（亿元）	增长率
1	金嗓子喉片	7.44	36.96%
2	咽炎片	4.65	19.73%
3	桂林西瓜霜	3.71	6.43%
4	西瓜霜润喉片	2.51	40.12%
5	清喉利咽颗粒	2.38	14.80%
6	复方草珊瑚含片	2.21	19.10%
7	玄麦柑橘颗粒	2.19	25.20%
8	金鸣片	1.87	475.64%
9	六神丸	1.48	65.14%
10	复方青橄榄利咽含片	1.28	62.81%
11	开喉剑喷雾剂	1.12	55.82%
12	咽立爽口含滴丸	1.11	10.36%
13	苦金片	1	27.69%
14	西瓜霜清咽含片	0.98	20.76%
15	金喉健喷雾剂	0.91	27.84%

资料来源：米内网、中邮证券研究所

舒咽清喷雾剂成长迅速，有望走出西瓜霜系列新的成长曲线。舒咽清喷雾剂是公司在桂林西瓜霜散剂的基础上研制而成，为 OTC 甲类品种，具有清热解毒，消肿利咽的功效，用于急性咽炎或慢性咽炎急性发作。舒咽清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。据中康数据库，舒咽清喷雾剂零售终端销售额从 2017 年 10 万元成长至 2023 年的 380 万元，CAGR 达 83.4%，成长迅速。

西瓜霜系列约 8 成为院外销售，舒咽清喷雾剂临床疗效好，有望进一步打开院内市场。2017 年由北京中医药大学东直门医院为负责单位的临床试验，舒咽清喷雾剂对急性咽炎（含急性咽炎，慢性咽炎急性发作，烟、酒、雾霾引起的过敏性咽炎），风热感冒、咳嗽（上呼吸道感染）引起的急性扁桃体炎，急性喉炎与急喉痹类似的咽痛，咽干灼热，咽喉红肿或吞咽不利等临床症状起效迅速。2015-2018 年由天津医科大学肿瘤医院为负责单位的临床试验，对放疗化疗后患者的急慢性咽炎给予舒咽清喷雾剂进行治疗，结果提示舒咽清喷雾剂对治疗放疗化疗后患者的急慢性咽炎临床疗效显著。

图表19：2017-2023年舒咽清零售终端销售额 CAGR 83.4%



资料来源：中康数据库、中邮证券研究所

2.3 三金系列：我国基药品种，三金颗粒新剂型有望带来新活力

三金系列是公司主要针对泌尿系统领域的一线品种，目前有两个产品：三金片和三金颗粒。三金片作为纯中药制剂，具有抗菌谱较广、抗炎、镇痛、利尿、提高机体免疫力和抗自由基的优良功效。临床研究显示，三金片对单纯性下尿路感染、急慢性肾盂肾炎、膀胱炎、慢性前列腺炎均有显著的治疗效果。三金颗粒是三金片产品线同组方新剂型，于2021年上市，2022年全国范围内销售。

三金片已进入我国基药目录，且进入了多个专家共识和诊疗指南，临床价值高。三金片先后入选《中西医结合内科学》《临床常用方剂与中成药》《中医药单方/联合抗生素治疗常见感染性疾病临床实践指南单纯性下尿路感染》《中西医结合儿科学》《中成药临床应用指南·感染性疾病分册》《中医儿科学》《中西医结合诊疗前列腺炎专家共识》，成为被推荐的中成药之一。临床指南是基于系统评价的临床证据和平衡了不同临床干预措施的利弊，形成的能够为患者提供最佳医疗服务的推荐意见集合，为临床专家治疗相关疾病提供了权威的用药依据和指导性建议。三金片进入上述指南为产品在临床的合理应用奠定了坚实基础，在防治泌尿系统疾病中将发挥重要的作用。

图表20：三金系列产品

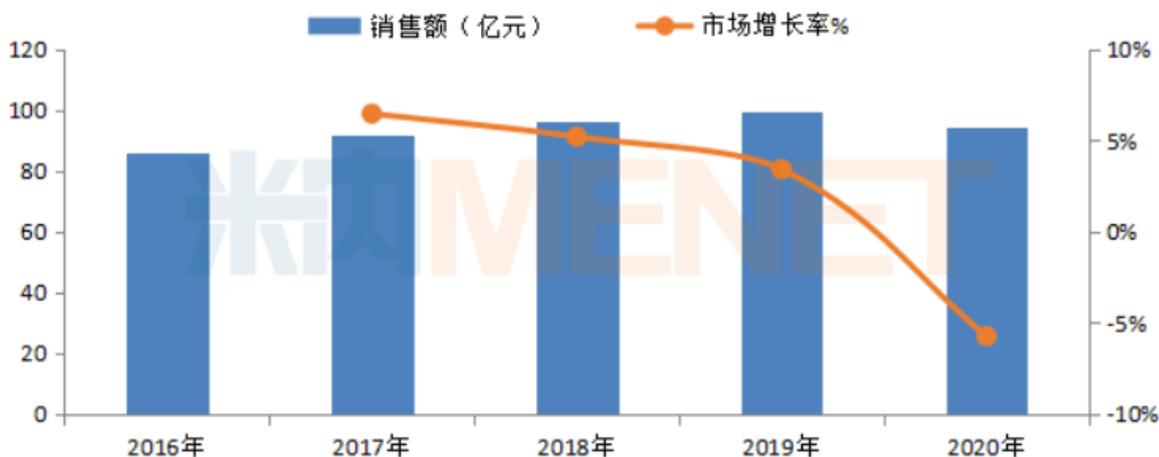
品种	OTC/RX
三金片	OTC 甲类/RX
三金颗粒	RX

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

患病率、诊疗率双双提升，我国泌尿系统感染药物市场稳步增长，规模近百亿，复合增速超5%。根据《2021年我国卫生健康统计年鉴》，2008年至2018年我国居民泌尿生殖系统疾病两周患病率由6.6‰增长至10.3‰，慢性疾患患病率由9.3‰增长至16.3‰；2008年至2018年我国泌尿系统患者就诊率由6.4‰上升至9.6‰；住院率则由3.9‰上升至8.2‰。

米内网数据显示，2016-2019 年我国泌尿系统感染药物的市场规模（中国公立医疗机构终端+中国城市实体药店终端）逐年上升，2020 年市场规模已经接近百亿，复合增长率超过 5%。

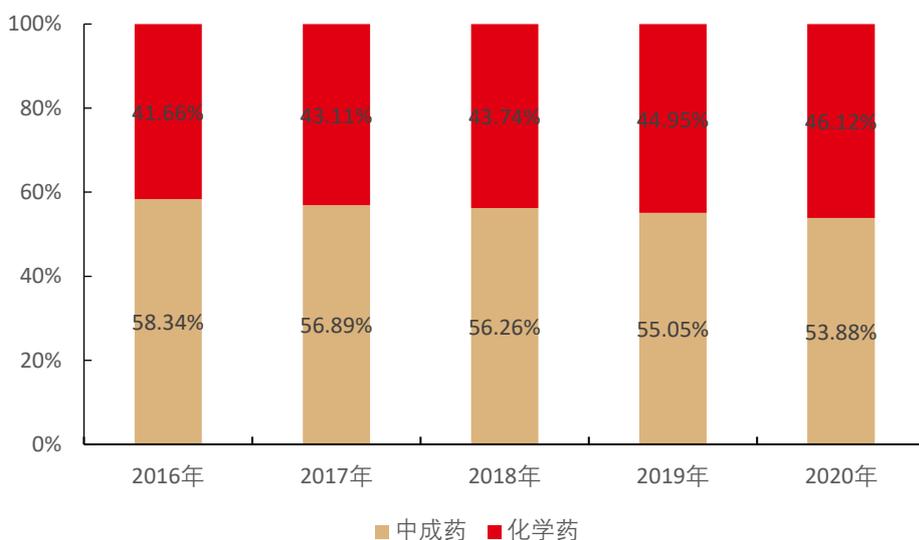
图表21：2016-2020 年我国泌尿系统感染药物市场销售额



资料来源：米内网（注：①只包括尿路感染用药市场和前列腺疾病用药市场，其中尿路感染用药市场只包括中成药，前列腺疾病用药市场包括中成药及化学药。②销售额以市场的实际零售价计算。）

泌尿系统感染用药市场中，中成药具备优势，市占率较高。2016-2020 年中国泌尿系统感染市场中中成药的占比超过 50%。相比化学药，中成药具有性质温和、不良反应小、无耐药性等优点，对于泌尿系感染大多需要长期服药的患者来说较为友好。

图表22：2016-2020 年中国公立医疗机构及中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药、化学药销售额占比



数据来源：米内网、中邮证券研究所

2020 年三金片在我国泌尿系统感染中成药公立医疗机构市场规模排名第 3、在城市实体药店终端市场排名第 1，市占率领先。米内网数据显示，2016-2020 年三金片在公立医疗机构

与城市实体药店终端的市场份额占比均较高。在公立医疗机构终端，三金片市场份额逐步上升，2020年占比达到7.47%，排名第三；在城市实体药店终端，2016-2020年三金片的市场份额均在20%以上，排名第一。

图表23：2016-2020年中国公立医疗机构终端泌尿系统感染中成药主要品牌市场份额

排名	品名	厂家	2016	2017	2018	2019	2020
1	前列舒通胶囊	保定天浩制药有限公司	10.11%	9.77%	9.93%	10.27%	10.94%
2	热淋清颗粒	贵州威门药业股份有限公司	9.58%	10.51%	11.57%	11.61%	9.82%
3	三金片	桂林三金药业股份有限公司	5.90%	5.46%	5.24%	5.68%	7.47%
4	宁泌泰胶囊	贵州新天药业股份有限公司	7.02%	6.49%	6.07%	6.30%	5.99%
5	锯叶棕果实提取物软胶囊	德国泰德制药厂	2.27%	2.83%	3.36%	3.83%	4.62%

资料来源：米内网、中邮证券研究所

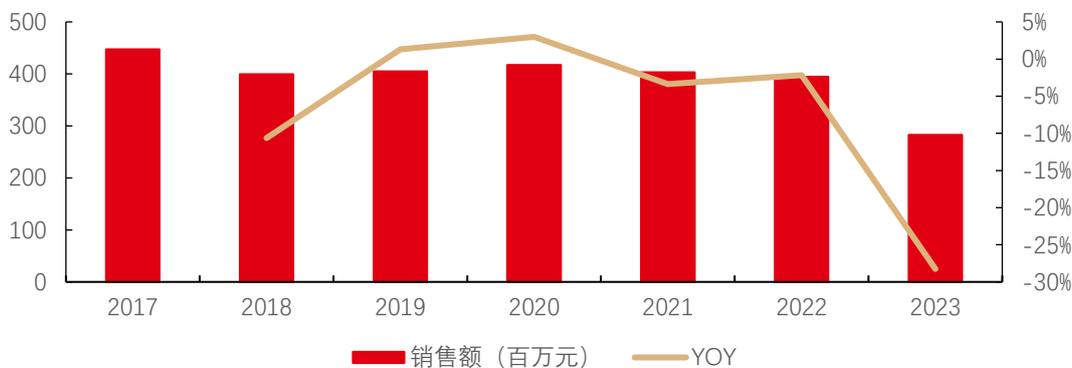
图表24：2016-2020年中国城市实体药店终端泌尿系统感染中成药主要品牌市场份额

排名	品名	厂家	2016	2017	2018	2019	2020
1	三金片	桂林三金药业股份有限公司	24.73%	23.31%	21.64%	21.30%	21.40%
2	银花泌炎灵片	吉林华康药业股份有限公司	11.41%	12.82%	13.89%	15.32%	15.51%
3	前列舒通胶囊	保定天浩制药有限公司	6.02%	5.53%	6.24%	6.62%	6.70%
4	普乐安片	浙江康恩贝制药股份有限公司	5.02%	4.65%	4.19%	4.56%	5.86%
5	复方石韦胶囊	陕西步长高新制药有限公司	1.81%	2.63%	3.56%	3.29%	3.22%

资料来源：米内网、中邮证券研究所

从零售终端销售额来看，2018-2022年三金片销售额保持稳定，2023年有一定波动待恢复。根据中康数据，2018-2022年三金片的销售额稳定在4亿元左右，2023年由于与疫情相关性较低销售出现一定波动，但在患病率、诊疗率稳健提升的趋势下，需求有望回归正常水平，我们看好后续销售逐步恢复。

图表25：2018-2022年三金片零售终端销售额稳定在4亿元



资料来源：中康数据库、中邮证券研究所

三金颗粒作为新剂型有望带来三金系列新的成长。三金颗粒是公司于 2021 年上市的三金系列新产品，2022 年已在全国范围内进行销售。三金颗粒是三金片产品线同组方新剂型，为处方药、国家医保乙类品种。凭借三金片的销售渠道，顺应我国大力推进配方颗粒产业发展的趋势，三金颗粒有望进一步扩大三金系列产品销量，扩大市场份额。

2.4 二、三线品种步入发展快车道

西瓜霜系列、三金片系列作为一线品种，在细分市场处于领先地位，塑造了三金在市场中的品牌形象，公司以此为基础大力发展公司的二线品种，目前公司许多产品具有成长潜力。

眩晕宁片和眩晕宁颗粒：眩晕宁片和眩晕宁颗粒是公司在神经系统用药领域研发的创新专利中药，功能主治为健脾利湿、滋肾平肝，前庭系统性头晕、眩晕和非前庭系统性头晕、眩晕疾病。眩晕宁目前在临床中较为广泛地应用于多种类型眩晕的长期治疗和协同治疗，各类研究表明眩晕宁与西药协同治疗眩晕时可将西药的不良反应降低，对促进患者恢复健康意义显著，患者的不良反应发生率较低，用药安全性较高。

蛤蚧定喘胶囊：蛤蚧定喘胶囊为 OTC 甲类品种、国家基本用药目录品种（2018 年版）、国家医保乙类品种（2022 年版）。功能主治为慢性阻塞性肺疾病（COPD）、慢性肺源性心脏病、支气管哮喘，改善疾病所致的喘息、胸闷、气短等症。目前我国 COPD 的总体患病率为 8.2%，随着年龄增加，患病率呈上升趋势；随着未来人口老龄化的加剧，未来该药的市场空间将持续扩大。

玉叶解毒颗粒：玉叶解毒颗粒是公司独家品种、常用低价药清单品种（省市）、OTC 乙类品种。本品载入国家医保乙类目录（2022 年版），具有清热解毒，辛凉解表，清暑利湿，生津利咽的功效，功能主治为外感风热引起的感冒咳嗽，咽喉炎，口干，咽喉肿痛，小便短赤，预防中暑等。研究表明，玉叶解毒颗粒对在抗流感病毒方面不仅具有耐药性低、不良反应少等优点，而且还有抑制病毒复制、调节免疫功能、改善血液循环、解热镇痛及抗菌消炎等功效，玉叶解毒颗粒在疫情后存在较大的成长空间。

复方感冒灵颗粒：复方感冒灵颗粒是公司中西药复方制剂的感冒药，属 OTC 甲类、国家医保乙类产品（2022 年版）。复方感冒灵颗粒作为常用药，疫情放开后快速增长，市场潜力大。

除以上产品外，二、三线品种中还包括罗汉果清肺颗粒、脑脉泰胶囊、复方田七胃痛胶囊、拉莫三嗪片等产品，均具有一定的增长潜力。未来随着疫情后各产品销量的恢复和增长，二线品种有望拉动公司收入的增长。

2.5 多个在研项目进入临床阶段，为长期发展蓄力

根据公司 2022 年年报披露，2022 年公司投入 2.17 亿研发费用，主要在研项目 13 个，包含中成药和生物药研发项目，其中多个项目进入临床阶段，为公司不断扩充公司的产品矩阵蓄力。

图表26：桂林三金在研项目（截至 2022 年底）

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	未来发展影响
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	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	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线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合
古代经典名方 1 研制开发	用于治疗痰饮，胸胁支满，目眩的经典名方制剂	完成物质基准研究及中试放大制剂研究	取得 3.1 类中药新药上市许可并实现销售	拓展公司中药新药研发品类，延伸中医药治疗优势领域
古代经典名方 2 研制开发	用于治疗血虚兼血瘀证的经典名方制剂	完成物质基准研究	取得 3.1 类中药新药上市许可并实现销售	拓展公司中药新药研发品类，延伸中医药治疗优势领域
古代经典名方 3 研制开发	用于治疗毒炽盛之脱疽的经典名方制剂	完成物质基准研究及中试放大制剂研究	取得 3.1 类中药新药上市许可并实现销售	拓展公司中药新药研发品类，延伸中医药治疗优势领域
三金片系列的二次开发	三金片满足现代循证要求的临床试验研究	完成三金片联合抗生素治疗下尿路感染临床研究	纳入临床用药指南	丰富独家特色产品的学术证据，巩固产品市场领先地位
西瓜霜系列的二次开发	西瓜霜系列改良型新药研究	完成西瓜霜系列改剂型等药学研究	获得临床默视许可及上市许可	丰富独家特色产品剂型品种，巩固产品市场领先地位
治疗高尿酸血症中药 1 类创新药研究	开发用于高尿酸血症的中药新药	完成药学研究，准备开展药理毒理研究	获得临床默视许可	按《药品注册管理办法》要求研制原创中药新药

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

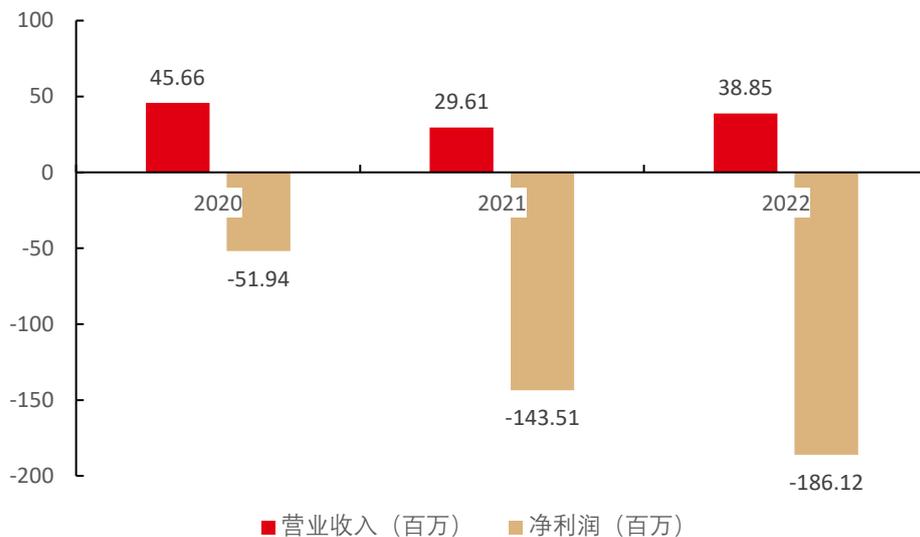
3 生物制药板块：宝船生物、白帆生物业务走向正轨，亏损有望收窄

3.1 宝船生物：疫情后研发进程恢复，临床有序开展

2013 年，桂林三金公司收购了宝船生物医药科技（上海）有限公司 100% 的股权，这一收购是公司深化生物制药战略布局，提高整体竞争力的重要一步。宝船公司拥有两个研发产品：爱必妥 (Erbix, Cetuximab) 项目（用于治疗转移性结直肠癌）和赫赛汀 (Herceptin, Trastuzumab) 项目（主要用于治疗某些 HER-2 阳性乳癌），并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。公司持续进行研发投入，当前宝船生物仍处于亏损状态，2022 年亏损 1.86 亿元。随着

疫情后宝船生物临床试验的正常开展，项目有望加快推进，产品有望按节奏上市，亏损有望收窄。

图表27：宝船公司近三年营业收入和净利润情况



数据来源：公司公告、中邮证券研究所

公司在生物药创新研发方面，拥有丰富的产品管线，包括单抗，双抗，单域抗体等多种抗体类型，适应症主要聚焦于肿瘤和自身免疫性疾病领域，研发靶点涵盖了PD-L1、EGFR、CD47、CSF-1R、CLDN18.2等免疫检查点，包含了肿瘤微环境的各种方面的因素。现阶段公司有9个在研产品，其中4个已处在临床研究阶段，截至目前公司已获得7个临床批件。其中BC005项目已经步入二期临床试验阶段。

图表28：宝船公司产品管线情况

项目	靶点	分子形式	适应症	阶段
BC005	IL-4R	单抗	哮喘	Phase II
BC006	CSF-1R	单抗	腱鞘巨细胞瘤	Phase I
BC007	CLDN18.2 X CD47	双抗	实体瘤	IND
BC008	CLDN18.2	单域抗体	胃癌	IND
BC010	CD73	单抗	实体瘤	Pre-clinical
BC011	未予披露	单抗	实体瘤	Pre-clinical
BCT2101	未予披露	单抗	胰腺癌	Discovery

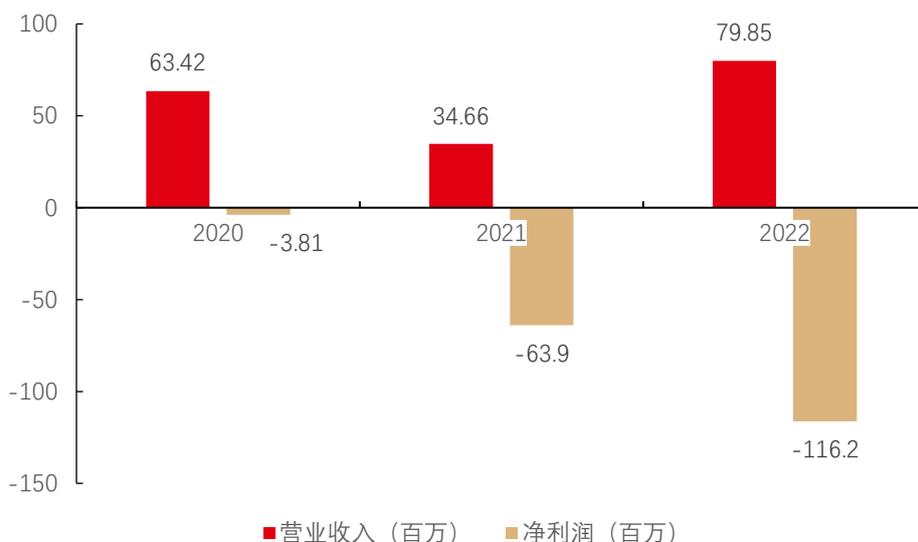
资料来源：公司官网、中邮证券研究所

差异化研发有助于宝船破局。由于药物的效果与一些靶点基因突变的原因，药物也会不断进行更新。例如，EGFR由于基因不断突变导致的耐药性问题，药物也需要不断更新换代，自第一款EGFR抑制剂问世至今，已有不同代次的18款产品上市，目前四代药物也正在研发中。类似的药物特性有利于研发的弯道超车。除此之外，差异化的抗体研发也有利于宝船生物的破局。例如在IL-4R靶点的研发领域，目前全球仅度普利尤单抗一款IL-4R α 单抗获批上市，广泛用于哮喘、特应性皮炎等症的治疗，2022年销售额近83亿欧元，国内，康诺亚和康乃德分别开发的产品进入临床III期。宝船生物的相关项目在国内开发中处于领先地位。

3.2 白帆生物：签约订单有望带来收益，收窄亏损

白帆生物科技（上海）有限公司成立于 2016 年，是桂林三金公司的孙公司，从事抗体药物 CDMO/CMO 服务，主要为大分子 CDMO/CMO 服务。目前，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，是目前上海区域最大的单抗生产基地之一，也是目前全球最先进的单抗生产工厂之一。目前，白帆公司尚处于亏损状态，2022 年亏损 1.16 亿元。

图表 29：白帆公司近三年营业收入和净利润情况



数据来源：公司公告、中邮证券研究所

由于目前创新药研发火热，提供研发生产服务的 CDMO/CMO 行业市场快速发展，根据机械工业信息研究院的统计和预测，我国大分子 CDMO 的市场规模 2018 年至 2021 年复合增长率为 47.4%，预计到 2025 年将增加到近 500 亿元。2021 年-2026 年，大分子的复合增长率将达到 27.3%，将远高于同期小分子 16.8% 的复合增长率。随着新技术的不断涌现和医疗需求的不断增长，未来 CDMO 行业，尤其是大分子 CDMO 行业的发展潜力大。

截至 2021 年，公司已与祐和医药、华柏生物、金斯瑞、麦济生物、之江生物等 10 余家生物医药公司达成合作，订单金额达到 2.4 亿元。白帆生物位于上海临港新片区的抗体生产基地投产一年内顺利通过欧盟 QP (Qualified Person, QP) 审计，标志着白帆生产基地已经符合欧盟 GMP 标准，有能力为客户提供高品质的抗体 CMC 开发、临床样品生产和商业化生产服务。随着公司 CDMO/CMO 业务的发展，未来公司可能会缩小亏损，逐步实现盈利。

4 盈利预测与投资建议

我们认为公司业绩驱动因素包含以下几个方面：

第一，公司作为知名老字号中药生产厂家，西瓜霜系列和三金片系列市场知名度和认可度高，增长稳健，适时的提价策略有望带来增量，此外院内市场成长潜力大，公司新剂型的开发有望走出新成长曲线。

第二，公司产品梯队丰富，二、三线品种逐步迈入发展快车道，在研品种也为后续长期增长奠定基础。

第三，公司生物制药板块逐步走向正轨，亏损缺口有望逐步缩小。宝船生物研发项目有序推进，白帆生物签约订单有望带来收益。

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 22.0/24.8/27.9 亿元，归母净利润分别为 4.6/5.1/5.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.79、0.87、0.96 元/股，当前股价对应 PE 分别为 16.47/14.86/13.46 倍。

我们选取了同为中药 OTC 赛道的云南白药、昆药集团、华润三九、太极集团作为对比公司，预计 2023-2025 年公司估值与同类公司相比有一定优势。考虑到公司未来一线品种打开院内市场，二、三线品种快速成长，有较大提升空间，生物制药板块有望进一步减亏，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表30：公司估值与同类公司相比具备性价比

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000538.SZ	云南白药	47.37	7.00%	50.68%	11.03%	10.40%	32.55	18.82	16.95	15.36
600422.SH	昆药集团	18.31	-24.52%	47.79%	25.82%	22.48%	27.94	24.51	19.48	15.90
000999.SZ	华润三九	51.19	19.16%	22.08%	15.71%	14.79%	18.89	16.92	14.62	12.74
600129.SH	太极集团	36.90	166.84%	162.09%	36.84%	30.57%	47.87	22.42	16.38	12.55
	平均		13.08%	70.66%	22.35%	19.56%	31.81	20.67	16.86	14.14
002275.SZ	桂林三金	12.94	-4.13%	40.07%	10.86%	10.38%	23.07	16.47	14.86	13.46

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除桂林三金外，参比公司的盈利预测来自 iFinD 一致预期；股价为 1 月 23 日收盘价）

5 风险提示

渠道推广不及预期风险；药品研发失败风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1960	2200	2482	2791	营业收入	12.5%	12.3%	12.8%	12.4%
营业成本	569	620	690	766	营业利润	4.1%	32.2%	12.0%	11.7%
税金及附加	36	42	46	52	归属于母公司净利润	-4.1%	40.1%	10.9%	10.4%
销售费用	538	605	697	795	获利能力				
管理费用	274	211	248	283	毛利率	71.0%	71.8%	72.2%	72.6%
研发费用	217	239	270	305	净利率	16.8%	21.0%	20.6%	20.2%
财务费用	-15	0	0	0	ROE	11.7%	16.1%	15.2%	14.3%
资产减值损失	-6	0	0	0	ROIC	9.0%	14.3%	13.6%	13.2%
营业利润	447	591	661	739	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	29.0%	27.9%	26.3%	23.9%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	2.71	2.84	3.24	3.81
利润总额	446	591	661	739	营运能力				
所得税	117	129	150	174	应收账款周转率	32.75	31.38	33.84	32.62
净利润	330	462	512	565	存货周转率	7.41	7.93	7.41	7.64
归母净利润	330	462	512	565	总资产周转率	0.49	0.55	0.58	0.57
每股收益(元)	0.56	0.79	0.87	0.96	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.56	0.79	0.87	0.96
货币资金	1266	1225	1732	2257	每股净资产	4.79	4.87	5.75	6.71
交易性金融资产	161	161	161	161	估值比率				
应收票据及应收账款	72	68	79	93	PE	23.07	16.47	14.86	13.46
预付款项	21	33	33	35	PB	2.70	2.65	2.25	1.93
存货	245	310	360	371	现金流量表				
流动资产合计	2297	2314	2963	3611	净利润	330	462	512	565
固定资产	1077	1101	1124	1127	折旧和摊销	124	72	76	59
在建工程	62	-3	-103	-173	营运资本变动	96	4	-43	-57
无形资产	168	169	170	167	其他	-21	-18	-28	-34
非流动资产合计	1668	1656	1619	1569	经营活动现金流净额	529	519	516	533
资产总计	3965	3970	4582	5180	资本开支	-60	-43	-11	24
短期借款	140	153	154	122	其他	-21	1	1	2
应付票据及应付账款	134	174	211	210	投资活动现金流净额	-80	-42	-10	25
其他流动负债	573	488	550	617	股权融资	0	24	0	0
流动负债合计	847	815	916	949	债务融资	-136	-93	1	-32
其他	305	290	290	290	其他	-547	-451	0	0
非流动负债合计	305	290	290	290	筹资活动现金流净额	-683	-520	1	-32
负债合计	1152	1106	1206	1239	现金及现金等价物净增加额	-226	-41	507	525
股本	588	588	588	588					
资本公积金	639	663	663	663					
未分配利润	1247	1230	1665	2145					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	340	384	460	545					
所有者权益合计	2813	2864	3376	3940					
负债和所有者权益总计	3965	3970	4582	5180					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048