

股票投资评级

买入 | 维持

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)	13.81
总股本/流通股本(亿股)	5.88 / 5.59
总市值/流通市值(亿元)	81 / 77
52周内最高/最低价	21.15 / 11.95
资产负债率(%)	28.4%
市盈率	19.18
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)

业绩符合预期，一体两翼稳步前行

● 业绩符合预期，一季度基于高基数业绩短期承压

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报：2023 年公司实现营收 21.72 亿元 (+10.81%)，归母净利润 4.21 亿元 (+27.85%)，扣非净利润 3.82 亿元 (+71.92%)。公司利润端实现高速增长，主要原因为：1. 公司持续推进营销创新，抢抓市场机遇，加大销售力度，公司业绩实现稳定增长；2. 公司积极开展精益管理、节能降耗项目，提高管理效率，有效控制成本；3. 公司第一期员工持股计划确认的管理费用在当期摊销数较去年同期的减少；4. 对生物制药板块进行梳理优化，实现一定程度的减亏。

2024 年一季度公司实现营业收入 4.83 亿元 (-32.59%)，归母净利润 1.00 亿元 (-40.90%)，扣非归母净利润 0.88 亿元 (-46.57%)。一季度业绩下滑主要是基于 2023 年一季度疫情放开后公司产品需求快速增长带来业绩高基数。

● 盈利能力稳步提升，把控费用提质增效

分季度来看，2023 年 Q1~Q4 公司分别实现营业收入 7.16 (+38.51%)、4.78 (-0.07%)、4.38 (-1.33%)、5.40 (+3.66%) 亿元，分别实现归母净利润 1.69 (+40.96%)、2.10 (+15.01%)、0.17 (-19.16%)、0.24 (+374.49%) 亿元，分别实现扣非归母净利润 1.64 (+42.86%)、2.03 (+15.48%)、0.10 (-34.45%)、0.06 (+107.41%) 亿元。

从盈利能力来看，2023 年公司盈利能力稳步提升。2023 年公司销售毛利率为 73.00% (+2.02pct)，销售净利率为 19.40% (+2.59pct)。2024 年一季度公司销售毛利率为 74.24% (-0.62pct)，销售净利率为 20.73% (-2.91pct)。

从费用率来看，2023 年公司销售费用率为 33.06% (+5.59pct)，管理费用率为 9.34% (-4.66pct)，研发费用率为 7.28% (-3.79pct)。财务费用率为 -0.66% (+0.09pct)。2024 年一季度销售费用率 32.13% (+6.72pct)，管理费用率为 8.03% (+0.82pct)，研发费用率为 6.86% (-3.36pct)。财务费用率为 -0.31% (-1.04pct)。

● 工业板块毛利率持续提升，生物制药和大健康产业板块稳步前行

分板块来看，2023 年工业板块营收 20.98 亿元 (+10.59%)，营收占比 96.61% (-0.19pct)，毛利率 75.88% (+2.27pct)；商业流通板块营收 0.46 亿元 (-5.45%)，营收占比 2.13% (-0.36pct)，毛利率 35.47% (-4.45pct)。

在做大做强中药主业的同时，生物制药和大健康产业板块也双轮驱动，稳步前行。宝船生物积极加强平台工艺开发，2023 年宝船在研项目共计 18 个，其中 7 项临床试验进行中，新药发现阶段项目 5 个，

平台建设项目 6 个。白帆生物 CDMO 项目开展有序开发，布局单抗全产业链，2023 年完成了 7 个项目交付、8 个项目启动。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 23.89/26.39/29.16 亿元，归母净利润分别为 5.07/5.61/6.20 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.02/14.47/13.08 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，维持“买入”评级。

● 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2172	2389	2639	2916
增长率(%)	10.81	10.01	10.48	10.49
EBITDA（百万元）	623.73	728.65	791.19	872.67
归属母公司净利润（百万元）	421.30	506.66	560.95	620.41
增长率(%)	27.85	20.26	10.71	10.60
EPS（元/股）	0.72	0.86	0.95	1.06
市盈率（P/E）	19.26	16.02	14.47	13.08
市净率（P/B）	2.88	2.45	2.09	1.80
EV/EBITDA	12.80	9.92	8.54	7.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2172	2389	2639	2916	营业收入	10.8%	10.0%	10.5%	10.5%
营业成本	586	632	696	766	营业利润	16.0%	26.4%	12.0%	9.4%
税金及附加	37	45	49	55	归属于母公司净利润	27.8%	20.3%	10.7%	10.6%
销售费用	718	687	765	786	获利能力				
管理费用	203	222	222	233	毛利率	73.0%	73.6%	73.6%	73.7%
研发费用	158	253	290	274	净利率	19.4%	21.2%	21.3%	21.3%
财务费用	-14	0	0	0	ROE	15.0%	15.3%	14.5%	13.8%
资产减值损失	-16	0	0	0	ROIC	12.1%	13.2%	12.8%	12.5%
营业利润	518	655	734	802	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	28.4%	28.2%	25.4%	23.7%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	2.46	2.61	3.05	3.40
利润总额	518	655	734	802	营运能力				
所得税	97	148	173	182	应收账款周转率	28.71	30.87	32.35	32.30
净利润	421	507	561	620	存货周转率	8.67	8.16	7.92	8.09
归母净利润	421	507	561	620	总资产周转率	0.55	0.56	0.54	0.53
每股收益(元)	0.72	0.86	0.95	1.06	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.72	0.86	0.95	1.06
货币资金	1058	1408	1848	2372	每股净资产	4.79	5.64	6.60	7.65
交易性金融资产	305	305	305	305	估值比率				
应收票据及应收账款	79	76	87	93	PE	19.26	16.02	14.47	13.08
预付款项	20	31	32	38	PB	2.88	2.45	2.09	1.80
存货	256	330	337	384	现金流量表				
流动资产合计	2196	2815	3356	3986	净利润	421	507	561	620
固定资产	1063	1088	1093	1108	折旧和摊销	125	74	58	70
在建工程	21	16	36	56	营运资本变动	-4	-80	-48	-27
无形资产	154	154	151	151	其他	7	-27	-32	0
非流动资产合计	1740	1800	1841	1904	经营活动现金流净额	549	473	538	663
资产总计	3936	4616	5197	5890	资本开支	-23	-108	-67	-134
短期借款	274	275	243	237	其他	-72	1	1	1
应付票据及应付账款	201	194	191	220	投资活动现金流净额	-94	-107	-66	-134
其他流动负债	418	609	665	715	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	894	1078	1099	1171	债务融资	77	-5	-32	-6
其他	225	223	223	223	其他	-439	-12	0	0
非流动负债合计	225	223	223	223	筹资活动现金流净额	-362	-16	-32	-6
负债合计	1119	1301	1322	1394	现金及现金等价物净增加额	94	350	440	523
股本	588	588	588	588					
资本公积金	669	669	669	669					
未分配利润	1257	1688	2165	2692					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	303	370	454	547					
所有者权益合计	2817	3314	3875	4496					
负债和所有者权益总计	3936	4616	5197	5890					

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