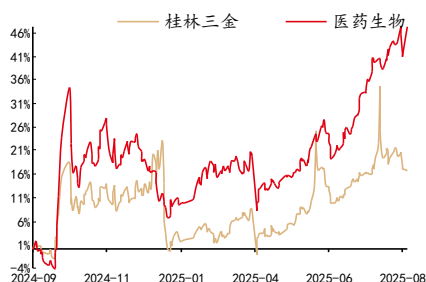


股票投资评级

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）	15.06
总股本/流通股本（亿股）	5.88 / 5.59
总市值/流通市值（亿元）	88 / 84
52 周内最高/最低价	17.38 / 13.10
资产负债率(%)	28.9%
市盈率	16.92
第一大股东	桂林三金集团股份有限 公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

桂林三金(002275)

经营质量稳步提升，生物药业务管理持续优化

● 业绩承压，经营质量稳步提升

公司发布 2025 年中报：2025H1 营业收入 9.98 亿元（-6.56%），归母净利润 2.87 亿元（-4.70%），扣非净利润 2.66 亿元（-3.07%），经营现金流净额 3.17 亿元（+55.75%）。受医保控费、药店客流量减少等因素影响，公司营收利润略有承压，但提质增效成果显著，盈利能力持续提升。

分季度来看，2025Q1、Q2 营业收入分别为 4.67 亿元（-3.32%）、5.32 亿元（-9.23%），归母净利润分别为 1.05 亿元（+4.80%）、1.82 亿元（-9.43%），扣非净利润分别为 0.98 亿元（+11.61%）、1.68 亿元（-9.95%）。

分板块来看，2025H1 公司工业营收 9.71 亿元（-6.44%），毛利率 77.25%（+0.88pct）；商品流通营收 0.24 亿元（+9.44%），毛利率 22.15%（-6.49pct）。

2025H1 公司盈利能力持续提升，毛利率为 75.74%（+1.01pct），归母净利率为 28.73%（+0.56pct），扣非净利率为 26.62%（+0.96pct）。

费率方面，在公司持续提质降本增效下，整体费用率稳中有降，2025H1 销售费用率为 29.27%（+2.00pct），管理费用率为 6.19%（-0.97pct），研发费用率为 6.10%（-1.30pct），财务费用率为 -0.73%（-0.61pct）。

● 中药板块二、三线品种有望贡献增量，生物药板块管理持续优化

中药板块通过一线品种新剂型打开院内市场，持续培育二、三线品种。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，西瓜霜系列、三金片系列有望通过舒咽清喷雾剂、三金颗粒等新剂型开拓院内空白市场。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。

持续优化生物制药板块业务管理。宝船生物 BC006 单抗注射液项目、BC007 抗体注射液项目、BC008 抗体注射液项目临床试验持续推进。BC006 单抗注射液腱鞘巨细胞瘤适应症 I 期临床完成在即，此外，2025 年 4 月宝船生物收到国家药品监督管理局为 BC006 单抗注射液新增加的适应症核准签发的临床试验批件，同意本品开展用于特发性肺纤维化适应症的临床试验。BC007、BC008 I 期临床试验进行中。研发管线的不断推进有望丰富公司生物药产品管线，在肿瘤治疗领域形成有效治疗组合。白帆生物加大商务力度，推进生产项目的导入，提高运营效率，持续降本增效。

● 盈利预测及投资建议

公司未来一线品种打开院内空白市场，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，持续稳定增长具有坚实的基础。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.07/24.28/25.57 亿元，归母净利润分别为 4.71/5.18/5.71 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19/17/15 倍，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2194	2307	2428	2557
增长率(%)	1.03	5.15	5.24	5.34
EBITDA（百万元）	662.76	703.38	751.20	821.32
归属母公司净利润（百万元）	521.53	470.61	518.46	570.51
增长率(%)	23.79	-9.76	10.17	10.04
EPS(元/股)	0.89	0.80	0.88	0.97
市盈率（P/E）	16.84	18.67	16.94	15.40
市净率（P/B）	2.92	2.74	2.61	2.47
EV/EBITDA	12.69	11.44	10.40	9.26

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	2194	2307	2428	2557	营业收入	1.0%	5.1%	5.2%	5.3%
营业成本	583	607	633	659	营业利润	24.4%	-7.2%	7.9%	10.5%
税金及附加	37	40	42	44	归属于母公司净利润	23.8%	-9.8%	10.2%	10.0%
销售费用	737	724	796	833	获利能力				
管理费用	151	233	213	220	毛利率	73.4%	73.7%	73.9%	74.2%
研发费用	173	202	194	210	净利率	23.8%	20.4%	21.4%	22.3%
财务费用	-16	0	0	0	ROE	17.3%	14.7%	15.4%	16.1%
资产减值损失	-27	-15	-15	-15	ROIC	12.1%	12.5%	13.2%	13.8%
营业利润	645	598	646	714	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	28.9%	27.9%	26.9%	26.5%
营业外支出	2	1	1	1	流动比率	2.58	2.82	3.03	3.17
利润总额	644	598	645	713	营运能力				
所得税	122	127	127	143	应收账款周转率	26.51	27.13	28.67	29.30
净利润	522	471	518	571	存货周转率	2.51	2.75	2.77	3.03
归母净利润	522	471	518	571	总资产周转率	0.54	0.53	0.54	0.54
每股收益(元)	0.89	0.80	0.88	0.97	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.89	0.80	0.88	0.97
货币资金	1050	1307	1540	1748	每股净资产	5.12	5.45	5.73	6.05
交易性金融资产	626	626	626	626	估值比率				
应收票据及应收账款	86	84	86	89	PE	16.84	18.67	16.94	15.40
预付款项	19	21	21	22	PB	2.92	2.74	2.61	2.47
存货	208	233	224	211	现金流量表				
流动资产合计	2565	2826	3051	3318	净利润	522	471	518	571
固定资产	1001	927	853	790	折旧和摊销	126	105	106	108
在建工程	70	110	150	190	营运资本变动	-2	8	-7	-37
无形资产	142	129	118	107	其他	-58	-27	-31	-50
非流动资产合计	1668	1612	1558	1516	经营活动现金流净额	588	558	586	592
资产总计	4232	4437	4609	4833	资本开支	-82	-9	-5	-2
短期借款	325	325	325	325	其他	-268	4	2	4
应付票据及应付账款	192	184	206	210	投资活动现金流净额	-349	-5	-3	2
其他流动负债	479	494	476	511	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	995	1003	1007	1046	债务融资	97	-22	0	0
其他	227	233	233	233	其他	-306	-273	-350	-386
非流动负债合计	227	233	233	233	筹资活动现金流净额	-208	-295	-350	-386
负债合计	1222	1236	1240	1279	现金及现金等价物净增加额	32	258	233	208
股本	588	588	588	588					
资本公积金	672	672	672	672					
未分配利润	1456	1538	1628	1727					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	294	404	482	567					
所有者权益合计	3010	3201	3369	3554					
负债和所有者权益总计	4232	4437	4609	4833					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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