

战略融合持续推进， 经营有望持续改善

核心观点

3月11日晚，公司发布24年年报，整体来看，公司进一步夯实基础，经营质量稳步提升，在业务结构优化、外部环境承压的情况下，仍实现了稳健的经营表现，业绩符合预期。昆药血塞通系列通过“777”品牌战略持续提升大众认知，昆中药精品国药系列品牌多维塑造，助力核心产品实现稳健增长。展望未来，1) 昆中药品牌塑造，核心单品持续发力；2) 三七产业链与圣火协同可期；3) 渠道改革成效有望在25年起体现；4) 集采等外部环境影响逐步弱化。考虑到今年的费用投放及持续融合，预计25年公司经营将会呈现前低后高、逐渐改善的趋势。

事件

公司发布2024年年度报告

3月11日晚，公司发布2024年年度报告，全年实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为84.01亿元、6.48亿元和4.19亿元，重述调整后口径分别同比增长-0.34%、19.86%和25.09%，业绩符合我们此前预期。

报告期内，公司以现金方式收购华润圣火51%股权，并将其纳入合并范围，属于同一控制下企业合并，因此年报数据均为调整后口径。

简评

业务结构持续优化，外部环境扰动下经营稳健

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,703	8,401	9,258	10,244	11,350
YoY(%)	-7.0	9.1	10.2	10.6	10.8
净利润(百万元)	445	648	725	839	973
YoY(%)	16.0	45.7	11.9	15.8	15.9
毛利率(%)	44.8	43.5	43.6	44.3	45.2
净利率(%)	5.9	8.9	8.3	8.7	9.1
ROE(%)	8.4	12.3	12.5	13.0	13.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.86	0.96	1.11	1.28
P/E(倍)	29.2	20.0	17.9	15.5	13.3
P/B(倍)	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至2025年3月12日

昆药集团(600422.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

赖俊勇

lajunyong@csc.com.cn

010-56135324

SAC 编号:S1440523070007

发布日期：2025年03月16日

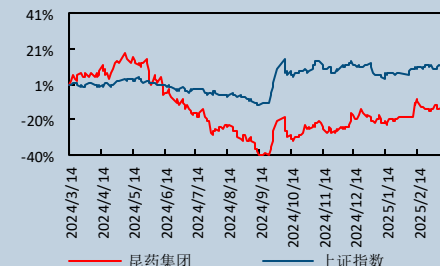
当前股价：17.15元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-3.11/-3.48	2.14/5.11	-13.34/-23.25
12月最高/最低价(元)			23.78/12.04
总股本(万股)			75,697.58
流通A股(万股)			75,697.58
总市值(亿元)			129.82
流通市值(亿元)			129.82
近3月日均成交量(万)			1283.40
主要股东			
华润三九医药股份有限公司			28.05%

股价表现



整体来看，2024 年全年公司实现营业收入 84.01 亿元，同比下降 0.34%，收入增速放缓主要受到业务结构持续优化及针剂业务因相关政策影响，其中工业板块短期承压、商业板块实现较好增长；实现归母净利润 6.48 亿元，同比增长 19.86%，实现扣非后净利润 4.19 亿元，同比增长 25.09%，利润端实现较好增长主要受益于公司多举措推进降本增效；其中 Q4 单季实现营业收入 26.01 亿元，同比增长 24.33%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 246.79%；实现扣非后净利润 1.30 亿元，同比增长 427.85%，利润端同比增长较快主要由于华润圣火并表、叠加去年同期基数较低。**整体来看，公司进一步夯实基础，经营质量实现了稳步提升，在业务结构持续优化、外部环境承压的情况下，仍实现了稳健的经营表现，业绩符合预期。**

慢病管理：共同构建“777”品牌，针剂影响逐步减弱

（1）血塞通口服系列：报告期内，公司完成对华润圣火控股权收购工作，与华润圣火联合推出“777”全新品牌，双方充分发挥在产品、研发、品牌、供应链等方面的协同优势，持续推进三七产业链的全面融合，实现三七产业链价值最大化。2024 年，公司血塞通系列口服产品在集采扩围、院外市场景气度整体下行等外部环境因素影响下，通过稳院内、争存量、挖增量等各项举措仍实现了稳健增长，其中血塞通滴丸通过以价换量逐步缓解因集采价格下降所带来的收入承压，收入规模过亿。未来公司将对旗下的络泰及理洙王血塞通软胶囊产品依据各自特点做好市场定位区分，我们认为公司“777”品牌战略有助于充分发挥血塞通口服系列多剂型、多品规的组合优势，通过强化渠道拓展协同、增强产品品牌价值，带动产品在院外实现较快增长。

（2）注射用血塞通冻干：受集采、医保支付试点政策调整等因素影响，冻干 24 年收入有所下降，但公司积极应对政策调整因素对产品销售带来的短期影响，通过加大等级医院开发、强化产品学术推广力度持续增加覆盖，并通过渠道改革、产品结构调整动态优化库存，冻干市场份额连续两年保持领先，同时为全品规中标全国中成药集采接续扩围项目的后续落地奠定较好基础，预计后续外部环境政策带来的影响会逐步减弱，25 年对公司整体业绩影响有限。

精品国药：“大单品+全渠道+品牌化”战略持续推进

公司聚焦“昆中药 1381”，通过渠道深耕、品牌升维双轮驱动，着力打造“精品国药领先者”，消化、情绪治疗、感冒呼吸三大产品矩阵的核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒及清肺化痰丸合计同比增长 20%。24 年在**（1）大单品方面：**核心单品参苓健脾胃颗粒定位升级、品牌广告持续投放，继续占领补脾领域领导者地位，并入选 2024 中国医药品牌榜；舒肝颗粒凭借在抗抑郁方面不断夯实的循证医学证据，重点切入情绪治疗领域，在稳住院内销售的同时、加速院外渠道布局，成为“2024 中国连锁药店最具合作价值单品”；**（2）渠道方面：**公司借助三九商道的资源，深度整合商业渠道、优化原有商业模式，通过蒲公英计划、铁架子项目试点等方式，多管齐下助力纯销规模提升，赋能终端销售持续稳健增长；**（3）品牌方面：**公司于 24 年 8 月西普会发布品牌文化宣传片《问道 1381》，为昆中药 1381 奠定厚重历史底色和宏大品牌格局；昆中药核心黄金单品参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒通过综艺术品宣、热播剧高频输出等方式借势大流量媒体提高品牌声量同时，快速建立品牌形象。

控费效果理想，经营质量健康

2024 年，公司综合毛利率为 43.46%，同比减少 3.15pp，主要受到收入及产品结构变化的影响。销售费用率达到了 26.50%，同比减少 4.82pp，主要受到收入及产品结构变化的影响；管理费用率达到了 4.42%，同比增加 0.35pp，主要由于管理职能细化。经营活动产生的现金流量净额同比增长 7.12%，主要由于支付市场推广费减少；投资活动产生的现金流量净额同比增长 126.43%，主要由于收回理财投资增加导致；筹资活动产生的现金流量净额同比增长 79.12%，主要由于子公司收回归集资金及分红支付现金减少导致。其余财务指标基本正常。

展望 25 年：战略融合持续推进，经营有望逐季改善

未来展望：1) **昆中药品牌塑造，核心单品持续发力：**公司通过“品牌文化+品类拓展+IP 营销”三轮驱动，打造“昆中药 1381”企业品牌。随着公司持续推进品牌焕新，我们预计 25 年昆中药有望保持稳健增长表现，未来核心大单品打造与深度挖潜昆中药经典名方结合将贡献持续增长。2) **三七产业链与圣火协同可期：**公司已完成对华润圣火控股权收购工作，25 年双方将持续推进三七产业链的全面融合，充分发挥在产品、研发、品牌、供应链等方面的协同优势，带来市场推广协同性提高、竞争环境改善，两个产品通过采取差异化的市场定位有望做大做强三七口服制剂，实现三七产业链价值最大化。3) **渠道改革成效有望在 25 年起体现：**公司以三九商道为典范，建设昆药商道，24 年在全国范围内进行零售、医疗体系销售渠道整合建设，让昆药商道渠道合作伙伴从短期化思维变为长期理念，同时推动实现全渠道数字化运营，我们预计 25 年起渠道改革等工作成效将在经营业绩上体现。**2025 年，预计公司营业收入实现双位数增长，净利润将匹配营收增长水平；考虑到今年的费用投放及持续融合，叠加集采等外部环境影响逐步弱化，我们预计 25 年公司经营将会呈现前低后高、逐渐改善的趋势。**

盈利预测及投资评级

我们预测公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 92.58 亿元、102.33 亿元和 113.50 亿元，归母净利润分别为 7.25 亿元、8.39 亿元和 9.73 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.96 元/股、1.11 元/股和 1.28 元/股，同比增长分别为 11.9%、15.8%、15.9%，维持“买入”评级。

风险分析

1、公司改革不及预期风险，公司正在积极推动改革工作，但是可能存在改革效果不及预期等情况，进而影响公司盈利预期； 2、药品降价风险：公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4、产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk