

昆药集团(600422)

报告日期: 2025 年 04 月 29 日

业绩略有承压，渠道重构加速

——昆药集团 2025 年一季报点评

投资要点

- **事件:** 昆药集团发布 2025 年一季报，一季度实现营收 16.08 亿元(同比-16.53%，较上年同期重述后，下同)，归母净利润 0.90 亿元(同比-31.06%)，扣非归母净利润 0.72 亿元(同比-36.16%)。
- **2025Q1 经营业绩有所下滑，主要系公司模式再造与渠道变革向深水区突破，渠道动能转换期，销售端面临阶段性承压，叠加全国中成药集采扩围续约尚未执行、零售药店终端整合等多重因素影响。**随着渠道体系重构与品牌价值建设向纵深推进，多维提升渠道协同效率、终端覆盖率及品牌心智渗透率，将形成驱动公司销售增长的新复合引擎；同时，公司紧抓中成药集采新标落地执行的机遇推进终端开发覆盖，利用多剂型协同及品牌优势有效管控市场环境中的不确定性变量；我们预计 2025 年营收和利润有望实现逐季度环比提升，全年归母净利润有望实现双位数增长。
- **品牌焕新持续推进。精品国药领域，**“昆中药 1381”品牌亮相 2025 云南卫视春晚，实现品牌强曝光；昆中药参苓健脾胃颗粒深化“每餐一包，健脾才开胃”的核心价值主张，创新开展“2025 参苓返乡年味”春节主题营销，精准触达返乡人群，并荣获 2024-2025 年度《西鼎奖-中国药品零售市场·畅销产品》；**昆中药舒肝颗粒**布局小红书、B 站等年轻化平台，同时开展京东线上问诊业务探索、与连锁品牌共建品牌活动，增强产品的患者触达，扩大产品的知名度和影响力。**慢病管理领域，777 血塞通软胶囊**焕新包装正式发布，从三七制剂到慢病管理、从个体关怀到生态共建，公司深度践行昆药陪伴理念，护航消费者生命长河中的每一程健康。
- **渠道体系加速重构。**商道改革不断向深水区推进，公司以客户驱动力、渠道驱动力、动销驱动力、品牌驱动力的“四力建设”，为终端覆盖与动销突破积蓄质变力量。
- **维持“买入”评级。**预计 2025-2027 年归母净利润 7.18/8.26/9.62 亿元，同比增长 10.83%/15.06%/16.39%，EPS 为 0.95/1.09/1.27 元，对应 PE16.19x/14.07x/12.09x。考虑到公司核心产品价格边际改善，三九商道赋能渠道改革成效显著，提质增效空间较大，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发创新风险、政策调整风险、成本波动风险

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8401	8826	9770	10753
(+/-) (%)	-0.34%	5.06%	10.69%	10.06%
归母净利润	648	718	826	962
(+/-) (%)	19.86%	10.83%	15.06%	16.39%
每股收益(元)	0.86	0.95	1.09	1.27
P/E	17.94	16.19	14.07	12.09

资料来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

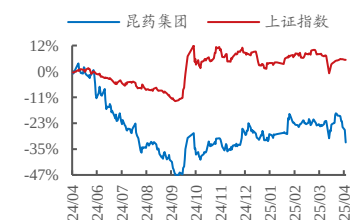
分析师: 吴天昊
执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行
执业证书号: S1230524050003
dingjianxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥15.36
总市值(百万元)	11,627.15
总股本(百万股)	756.98

股票走势图



相关报告

1 《深耕老龄赛道，改革成效渐显》2025.03.20

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,555	8,565	9,406	10,375
现金	2,266	2,837	3,308	4,002
交易性金融资产	471	465	513	483
应收账款	2,896	2,870	2,971	3,055
其它应收款	130	124	127	129
预付账款	164	167	185	199
存货	1,540	1,614	1,697	1,780
其他	1,088	488	605	727
非流动资产	4,056	4,081	4,097	4,102
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	23	24	24	24
固定资产	1,141	1,143	1,137	1,125
无形资产	412	452	495	535
在建工程	76	70	62	49
其他	2,403	2,393	2,379	2,369
资产总计	12,611	12,646	13,503	14,477
流动负债	5,491	4,998	5,273	5,575
短期借款	658	692	675	683
应付款项	1,056	908	821	771
预收账款	0	0	0	0
其他	3,777	3,398	3,777	4,121
非流动负债	374	372	374	385
长期借款	46	51	54	62
其他	328	321	320	323
负债合计	5,865	5,370	5,648	5,961
少数股东权益	1,493	1,607	1,738	1,892
归属母公司股东权	5,254	5,669	6,117	6,625
负债和股东权益	12,611	12,646	13,503	14,477

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	808	1,030	1,117	1,267
净利润	751	833	958	1,115
折旧摊销	185	153	149	156
财务费用	14	28	25	22
投资损失	(15)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	808	54	57	58
其它	(935)	(21)	(57)	(68)
投资活动现金流	86	(162)	(212)	(125)
资本支出	(39)	(68)	(65)	(57)
长期投资	1	(1)	1	0
其他	125	(93)	(148)	(68)
筹资活动现金流	(128)	(297)	(433)	(448)
短期借款	(67)	34	(17)	8
长期借款	(62)	5	3	8
其他	1	(336)	(419)	(464)
现金净增加额	766	571	471	694

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,401	8,826	9,770	10,753
营业成本	4,750	5,044	5,474	5,932
营业税金及附加	82	83	94	103
营业费用	2,226	2,189	2,462	2,714
管理费用	371	429	505	560
研发费用	107	124	147	172
财务费用	14	28	25	22
资产减值损失	68	44	20	11
公允价值变动损益	7	6	5	6
投资净收益	15	16	16	16
其他经营收益	122	124	122	123
营业利润	928	1,033	1,186	1,383
营业外收支	7	0	4	2
利润总额	935	1,033	1,190	1,385
所得税	183	201	232	270
净利润	751	833	958	1,115
少数股东损益	103	114	132	153
归属母公司净利润	648	718	826	962
EBITDA	1,142	1,213	1,364	1,562
EPS（最新摊薄）	0.86	0.95	1.09	1.27

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.34%	5.06%	10.69%	10.06%
营业利润	17.46%	11.37%	14.76%	16.66%
归属母公司净利润	19.86%	10.83%	15.06%	16.39%
获利能力				
毛利率	43.46%	42.86%	43.97%	44.83%
净利率	8.94%	9.43%	9.80%	10.37%
ROE	12.28%	13.15%	14.02%	15.10%
ROIC	7.29%	8.75%	9.58%	10.43%
偿债能力				
资产负债率	46.51%	42.46%	41.83%	41.17%
净负债比率	13.38%	15.23%	13.96%	13.71%
流动比率	1.56	1.71	1.78	1.86
速动比率	1.28	1.39	1.46	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.70	0.75	0.77
应收账款周转率	3.13	3.13	3.40	3.62
应付账款周转率	7.73	9.44	10.98	12.27
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.95	1.09	1.27
每股经营现金	1.07	1.36	1.48	1.67
每股净资产	6.94	7.49	8.08	8.75
估值比率				
P/E	17.94	16.19	14.07	12.09
P/B	2.21	2.05	1.90	1.76
EV/EBITDA	10.16	8.93	7.63	6.35

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>