

2025 年 05 月 06 日

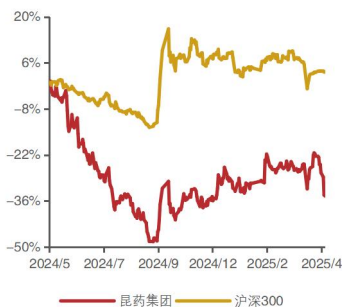
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
孙洁玲
SAC: S1350524120004
sunjieling@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 04 月 30 日
收盘价（元）	15.30
一年内最高/最低（元）	24.11/11.92
总市值（百万元）	11,581.73
流通市值（百万元）	11,581.73
总股本（百万股）	756.98
资产负债率（%）	45.99
每股净资产（元/股）	7.06

资料来源：聚源数据

昆药集团 (600422. SH)

——25Q1 业绩承压，渠道与品牌协同发力银发健康产业

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营业收入 16.08 亿元，同比重述调整后-16.53%；归母净利润 0.90 亿元，同比重述调整后-31.06%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比重述调整后-36.16%。
- **渠道动能转换期，业绩短期承压。**25Q1 公司营业收入同比下降 16.53%，归母净利润同比下降 31.06%，业绩波动主要受到以下三个因素影响：1）公司处于渠道改革的关键时期，渠道动能切换导致销售阶段性承压，2）全国中成药集采扩围续约尚未执行，3）零售药店终端整合加速。从盈利能力来看，25Q1 毛利率 36.91%，同比-5.75 pct；净利率 7.06%，同比-0.50 pct；归母净利率 5.63%，同比-1.18 pct。期间费用率改善，25Q1 期间费用率为 28.70%，同比-2.69 pct，其中销售费用率 21.23%，同比-4.53pct；管理费用率 5.36%，同比+1.07 pct；财务费用率 0.71%，同比+0.40 pct；研发费用率 1.39%，同比+0.36 pct。
- **围绕 777 三七口服系列，打造老龄健康/慢病管理领导者。**公司深耕三七产业链，2024 年血塞通软胶囊销量达 15.84 亿粒（同比+11.27%），报告期内，777 血塞通软胶囊完成包装焕新升级。我们预计 777 事业部有望实现快速增长，基于：1）随着中成药集采扩围续约逐步执行，血软将加速医院市场开发，同时依托昆药商道，加快布局百强连锁、中小连锁及广阔市场，提升零售终端覆盖率；2）持续打造“777”品牌，构建“三七就是 777”的品牌认知，强化消费者对血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷作用的认知，有望将血软打造成为心脑血管疾病防治领域的重磅单品，持续巩固公司在“老龄健康-慢病管理”领域的市场地位。
- **围绕“昆中药 1381”品牌战略，打造精品国药领先者。**公司依托“大单品+全渠道+品牌化”的战略布局，2024 年核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒及清肺化痰丸销售规模合计同比增长 20%，清肺化痰丸营收规模破亿，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒营收规模创新高。我们看好昆中药 1381 销售加速增长，基于：1）公司持续强化品牌与产品影响力，报告期内“昆中药 1381”亮相 2025 云南卫视春晚，实现品牌强曝光；2）公司重点打造参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等黄金单品，精准定位脾胃调理和情绪治疗等慢病赛道，报告期内参苓健脾胃颗粒创新开展春节主题营销，精准触达返乡人群；舒肝颗粒布局小红书、B 站等年轻化平台，提升产品知名度；3）渠道改革显效，助力昆中药产品终端覆盖与动销突破。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 7.50 亿元、9.09 亿元、10.77 亿元，同比增长 16%、21%、18%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15X、13X、11X。公司战略目标明晰，致力于成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”。2025 年是昆药与华润融合的第三年，业绩增长进入高质量阶段，维持“买入”评级。
- **风险提示。**医药行业政策风险；渠道建设不及预期风险；品牌投入效果不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,703	8,401	9,069	10,199	11,401
同比增长率（%）	-6.99%	9.07%	7.95%	12.46%	11.79%
归母净利润（百万元）	445	648	750	909	1,077
同比增长率（%）	16.05%	45.74%	15.73%	21.22%	18.45%
每股收益（元/股）	0.59	0.86	0.99	1.20	1.42
ROE（%）	8.39%	12.34%	12.84%	13.88%	14.57%
市盈率（P/E）	26.05	17.87	15.44	12.74	10.75

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,266	2,985	3,654	4,540
应收票据及账款	3,855	2,637	2,964	3,287
预付账款	164	124	140	156
其他应收款	130	154	174	194
存货	1,540	1,805	2,016	2,233
其他流动资产	601	582	596	611
流动资产总计	8,555	8,288	9,543	11,021
长期股权投资	23	23	23	22
固定资产	1,210	1,186	1,229	1,242
在建工程	76	98	75	75
无形资产	412	343	301	228
长期待摊费用	18	19	20	20
其他非流动资产	2,316	2,323	2,279	2,226
非流动资产合计	4,056	3,992	3,927	3,813
资产总计	12,611	12,280	13,471	14,834
短期借款	658	558	458	358
应付票据及账款	1,056	1,087	1,214	1,345
其他流动负债	3,777	2,831	3,161	3,503
流动负债合计	5,491	4,476	4,833	5,206
长期借款	95	73	52	29
其他非流动负债	280	280	280	280
非流动负债合计	374	353	332	309
负债合计	5,865	4,829	5,164	5,515
股本	757	757	757	757
资本公积	521	521	521	521
留存收益	3,976	4,562	5,272	6,113
归属母公司权益	5,254	5,839	6,549	7,390
少数股东权益	1,493	1,612	1,757	1,928
股东权益合计	6,746	7,451	8,306	9,319
负债和股东权益合计	12,611	12,280	13,471	14,834

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	751	760	941	1,134
折旧与摊销	209	304	355	384
财务费用	14	21	14	5
投资损失	-15	-13	-13	-13
营运资金变动	-230	71	-129	-118
其他经营现金流	79	130	134	136
经营性现金净流量	808	1,274	1,302	1,528
投资性现金净流量	86	-248	-298	-279
筹资性现金净流量	-128	-307	-334	-364
现金流量净额	767	719	669	886

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,401	9,069	10,199	11,401
营业成本	4,750	5,070	5,660	6,271
税金及附加	82	85	96	107
销售费用	2,226	2,349	2,616	2,913
管理费用	371	417	454	490
研发费用	107	118	122	137
财务费用	14	21	14	5
资产减值损失	-22	-18	-20	-23
信用减值损失	-46	-47	-49	-47
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	15	13	13	13
公允价值变动损益	7	0	0	0
资产处置收益	1	6	6	6
其他收益	121	123	123	123
营业利润	928	1,085	1,309	1,549
营业外收入	4	4	5	4
营业外支出	-3	10	6	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	935	1,079	1,308	1,549
所得税	183	210	254	301
净利润	751	869	1,054	1,248
少数股东损益	103	119	145	171
归属母公司股东净利润	648	750	909	1,077
EPS(元)	0.86	0.99	1.20	1.42

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	9.07%	7.95%	12.46%	11.79%
营业利润增长率	63.16%	16.97%	20.67%	18.34%
归母净利润增长率	45.74%	15.73%	21.22%	18.45%
经营现金流增长率	126.93%	57.64%	2.19%	17.42%
盈利能力				
毛利率	43.46%	44.10%	44.50%	45.00%
净利率	8.94%	9.59%	10.33%	10.95%
ROE	12.34%	12.84%	13.88%	14.57%
ROA	5.14%	6.11%	6.75%	7.26%
估值倍数				
P/E	17.87	15.44	12.74	10.75
P/S	1.38	1.28	1.14	1.02
P/B	2.20	1.98	1.77	1.57
股息率	0.00%	1.42%	1.72%	2.04%
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。