



昆药集团 (600422.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

集采执行晚于预期，下半年趋势有望向好

业绩简评

2025 年 8 月 15 日，公司发布 2025 年半年报。1H25 公司实现收入 33.5 亿元，同比-11.7%；归母净利润 1.98 亿元，同比-26.9%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比-5.6%。

单季度看，2Q25 公司实现收入 17.4 亿元，同比-7%；归母净利润 1.08 亿元，同比-23%；扣非归母净利润 0.79 亿元，同比+68%。

经营分析

集采执行晚于预期，业绩短期承压。1H25，全国中成药集采扩围续约各省执行落地节奏不一，总体执行进展较慢，湖北、江西两省自 4 月 30 日起官宣执行中选结果，其余多数省份计划在 5-7 月期间执行，公司血塞通口服、针剂产品 2Q25 集采放量预计有限。另外，零售药店行业处于整合期，叠加公司渠道重构与团队调整短期影响终端覆盖效率，公司 1H25 业绩承压。展望 2H25，一方面，已有 20 余省份发文公布国采执行时间，2H25 集采放量有望更明显；另一方面，公司渠道重构后有望进入平稳阶段，重构效果有望陆续释放。因此，我们认为公司 2H25 总体经营趋势有望向好。

品牌建设、单品推广有序进行，核心产品具备放量潜力。公司积极面对医保控费政策持续、零售药店终端整合等方面压力，围绕“777”品牌提升核心品牌价值，正式发布 777 血塞通软胶囊焕新包装，进一步提升“三七就是 777”的品牌认知。昆中药推出全新产品系列 24 款产品，覆盖 4 款典藏名方和 20 款臻选精品，涵盖补肾养肾、健脾益胃、女科调理、清肺咳感和安神舒心五大品类。同时，舒肝颗粒持续切入情绪健康蓝海市场，参苓健脾胃颗粒打造消化领域核心 IP，战略大单品认知度有望稳步提升。

盈利预测、估值与评级

考虑到 1H25 多重因素影响业绩放量节奏，我们将公司 25-27 年归母净利润预测由 7.40/8.93/10.72 亿元调整至 6.27/7.68/9.67 亿元，分别同比-3%/+22%/+26%，EPS 分别为 0.83/1.01/1.28 元，现价对应 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“增持”评级。

风险提示

产品放量不及预期、行业监管政策力度加强风险、公司产品成本提高风险、市场竞争加剧风险等。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

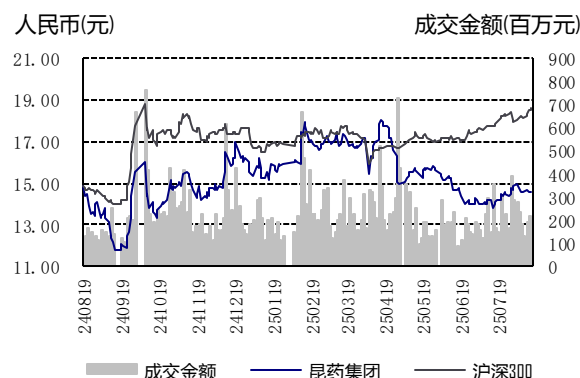
分析师：王奔奔 (执业 S1130525070006)

wangbenben@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.57 元

相关报告：

- 《昆药集团公司点评：业绩短期承压，期待渠道变革成效》，2025.4.29
- 《昆药集团公司点评：经营趋势持续向好，未来发展值得期待》，2025.3.12
- 《昆药集团公司点评：短期业绩有所波动，看好长期盈利质量提升》，2024.8.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,703	8,401	8,319	9,132	10,016
营业收入增长率	-6.99%	9.07%	-0.99%	9.78%	9.68%
归母净利润(百万元)	445	648	627	768	967
归母净利润增长率	16.05%	45.74%	-3.21%	22.38%	25.98%
摊薄每股收益(元)	0.587	0.856	0.829	1.014	1.278
每股经营性现金流净额	0.47	1.07	-0.32	1.43	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.39%	12.34%	11.25%	12.92%	15.16%
P/E	35.56	18.51	17.58	14.37	11.40
P/B	2.98	2.28	1.98	1.86	1.73

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,282	7,703	8,401	8,319	9,132	10,016
增长率		-7.0%	9.1%	-1.0%	9.8%	9.7%
主营业务成本	-4,844	-4,251	-4,750	-4,765	-5,086	-5,436
%销售收入	58.5%	55.2%	56.5%	57.3%	55.7%	54.3%
毛利	3,438	3,453	3,651	3,554	4,047	4,581
%销售收入	41.5%	44.8%	43.5%	42.7%	44.3%	45.7%
营业税金及附加	-72	-75	-82	-83	-91	-100
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-2,433	-2,433	-2,226	-2,121	-2,374	-2,604
%销售收入	29.4%	31.6%	26.5%	25.5%	26.0%	26.0%
管理费用	-379	-314	-371	-374	-402	-431
%销售收入	4.6%	4.1%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-70	-71	-107	-104	-114	-125
%销售收入	0.8%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	485	560	865	871	1,065	1,320
%销售收入	5.9%	7.3%	10.3%	10.5%	11.7%	13.2%
财务费用	-38	-10	-14	-8	4	13
%销售收入	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-111	-119	-68	-55	-52	-33
公允价值变动收益	11	1	7	0	0	0
投资收益	6	17	15	15	15	15
%税前利润	1.3%	3.1%	1.6%	1.6%	1.3%	1.1%
营业利润	497	568	928	923	1,111	1,375
营业利润率	6.0%	7.4%	11.0%	11.1%	12.2%	13.7%
营业外收支	-20	-5	7	0	0	0
税前利润	477	564	935	923	1,111	1,375
利润率	5.8%	7.3%	11.1%	11.1%	12.2%	13.7%
所得税	-92	-109	-183	-180	-217	-268
所得税率	19.2%	19.4%	19.6%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	385	454	751	743	895	1,107
少数股东损益	2	9	103	116	127	140
归属于母公司的净利润	383	445	648	627	768	967
净利率	4.6%	5.8%	7.7%	7.5%	8.4%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	385	454	751	743	895	1,107
少数股东损益	2	9	103	116	127	140
非现金支出	355	333	277	192	202	201
非经营收益	-11	-16	10	19	8	10
营运资金变动	-476	-414	-230	-1,194	-20	89
经营活动现金净流	254	357	808	-240	1,084	1,407
资本开支	-66	-57	-79	-230	-260	-290
投资	-178	-290	150	-118	0	0
其他	9	8	16	15	15	15
投资活动现金净流	-235	-339	86	-333	-245	-275
股权募资	2	18	1	1	0	0
债权募资	331	-29	-65	-295	58	47
其他	-265	-191	-64	-333	-424	-555
筹资活动现金净流	68	-202	-128	-627	-366	-507
现金净流量	90	-182	767	-1,200	474	625

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,658	1,493	2,266	1,049	1,506	2,112
应收款项	2,772	3,031	3,985	3,083	3,195	3,253
存货	1,681	1,688	1,540	1,577	1,642	1,715
其他流动资产	655	818	764	721	735	751
流动资产	6,766	7,031	8,555	6,429	7,078	7,832
%总资产	71.7%	73.5%	67.8%	60.0%	61.6%	63.2%
长期投资	346	342	328	446	446	446
固定资产	1,233	1,179	1,218	1,283	1,348	1,432
%总资产	13.1%	12.3%	9.7%	12.0%	11.7%	11.6%
无形资产	647	639	2,153	2,186	2,236	2,279
非流动资产	2,666	2,534	4,056	4,279	4,409	4,551
%总资产	28.3%	26.5%	32.2%	40.0%	38.4%	36.8%
资产总计	9,432	9,565	12,611	10,708	11,487	12,383
短期借款	1,035	749	738	454	502	539
应付款项	2,275	2,325	3,964	2,168	2,319	2,490
其他流动负债	579	571	788	543	616	714
流动负债	3,889	3,644	5,491	3,165	3,437	3,743
长期贷款	60	108	46	46	46	46
其他长期负债	341	337	328	313	325	338
负债	4,289	4,089	5,865	3,523	3,808	4,127
普通股股东权益	4,983	5,297	5,254	5,576	5,943	6,380
其中：股本	758	758	757	757	757	757
未分配利润	2,715	3,017	3,602	3,926	4,293	4,730
少数股东权益	159	179	1,493	1,609	1,736	1,876
负债股东权益合计	9,432	9,565	12,611	10,708	11,487	12,383

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.505	0.587	0.856	0.829	1.014	1.278
每股净资产	6.572	6.989	6.940	7.367	7.851	8.428
每股经营现金净流	0.335	0.471	1.067	-0.317	1.432	1.858
每股股利	0.160	0.200	0.300	0.400	0.530	0.700
回报率						
净资产收益率	7.69%	8.39%	12.34%	11.25%	12.92%	15.16%
总资产收益率	4.06%	4.65%	5.14%	5.86%	6.68%	7.81%
投入资本收益率	6.27%	7.12%	9.21%	9.10%	10.40%	12.00%
增长率						
主营业务收入增长率	0.35%	-6.99%	9.07%	-0.99%	9.78%	9.68%
EBIT 增长率	4.46%	15.58%	54.40%	0.69%	22.24%	23.99%
净利润增长率	-24.52%	16.05%	45.74%	-3.21%	22.38%	25.98%
总资产增长率	6.06%	1.41%	31.84%	-15.09%	7.27%	7.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.8	118.2	116.6	114.0	110.0	105.0
存货周转天数	134.3	144.6	124.0	122.0	120.0	118.0
应付账款周转天数	49.8	58.3	47.2	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	51.5	51.3	49.6	50.7	46.8	43.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.17%	-22.65%	-28.94%	-14.21%	-18.61%	-24.21%
EBIT 利息保障倍数	12.7	54.6	61.9	108.5	-296.6	-103.9
资产负债率	45.48%	42.75%	46.51%	32.90%	33.15%	33.33%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	5	33
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.50	1.44	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究