



业绩短期承压，下半年集采有望带动业绩恢复

—— 2025 年半年报业绩点评

2025 年 8 月 16 日

- **事件：**昆药集团发布 2025 年半年报，公司实现总营业收入 33.51 亿元，同比减少 11.68%；利润总额达到 2.99 亿元，同比减少 21.89%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比减少 26.88%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比减少 5.57%。25Q2 实现营业收入 17.43 亿元，同比减少 6.68%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比减少 22.96%；实现扣非归母净利润 0.79 亿元，同比增长 67.70%。
- **25H1 业绩阶段性承压主要由于集采实施晚于预期、销售短期受阻影响，下半年集采陆续推进，有望带动业绩快速恢复。**医药工业实现营业收入 19.30 亿元，同比减少 13%（由于公司 2024 年 12 月 20 日公司收购圣火 51% 股权，24H1 基数有所变化）。商业板块（含抵消）实现营业收入 14.21 亿元，同比减少 10%。2025 年上半年医药工业营业收入和利润不及预期主要由于全国中成药集采扩围续约执行落地晚于预期，同时叠加零售药店整合加速、医保控费政策持续等外部挑战，以及公司渠道重构与团队调整短期影响终端覆盖效率，业绩阶段性承压。湖北省医保局已于 4 月公布全国中成药集采中选品种供应清单，公司三七血塞通系列全剂型顺利中选。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，截至目前已有 20 余省份发文公布执行时间，预计下半年集采的执标陆续推进，有利于公司业绩快速恢复。
- **零售端血塞通焕新包装、拓新商销，中小连锁及单体药店为血塞通口服系列带来新增量。**公司在借助三九商道的基础之上，进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“昆药商道”，完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控。同时，公司围绕“777”品牌提升核心品牌价值，777 血塞通软胶囊焕新包装正式发布；在零售渠道方面，积极推进商销渠道的开发，通过对中小连锁及单体药店的增量覆盖，血塞通口服系列产品在对应终端呈现增长。
- **创新药研发领域成果丰硕，多个项目稳步推进。**1) 适用于缺血性脑卒中的天然药物 1 类新药 KYAZ01-2011-020 继续顺利开展 II 期临床研究，有望为缺血性脑卒中患者带来新希望；2) 治疗非酒精性脂肪肝的 1 类创新药 KYAH01-2018-111 项目临床 I 期稳步推进；3) 化药 2.2 类改良型新药 KYAH02-2020-149 已成功完成 BE 研究。4) 公司化学药品 2.4 类新药天麻素注射液收到国家药监局签发的《药物临床试验批准通知书》，同意开展预防心脏外科术后谵妄的相关临床试验研究。5) 其他包含实体瘤、自身免疫等领域的新药研发项目也在有序推进过程中。
- **投资建议：**2025H2 中成药集采持续推进，后续看好公司核心产品持续增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.0/7.3/8.4 亿元，同比增长-6.69%、20.10%和 15.47%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 18/15/13 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨影响产品毛利率的风险；汇率波动影响公司汇兑收益的风险；下游需求恢复不及预期的风险；产品销售不及预期风险；研发进度不及预期的风险。

昆药集团（股票代码：600422）

推荐 维持

分析师

程培

☎：021-2025-7805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

宋丽莹

✉：songliying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524050001

市场数据

2025-8-16

股票代码	600422.SH
A 股收盘价(元)	14.57
上证指数	3696.77
总股本(万股)	75697.58
实际流通 A 股(万股)	75697.58
流通 A 股市值(亿元)	110.29

相对沪深 300 表现图

2025-8-16



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河医药】公司点评报告_昆药集团 (600422.SH)：公司拟现金收购昆明圣火 51% 股权，持续看好银发经济第一股
2. 【银河医药】公司点评报告_昆药集团 (600422.SH)：精品国药、慢病管理两手抓，聚焦银发经济第一股
3. 【银河医药】公司点评报告_昆药集团 (600422.SH)：2024 年利润超预期，看好口服药持续放量

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8401.45	8240.35	8969.48	9710.36
收入增长率%	-0.34	-1.92	8.85	8.26
归母净利润（百万元）	648.08	604.74	726.28	838.63
利润增速%	19.86	-6.69	20.10	15.47
毛利率%	43.46	41.96	42.86	42.86
摊薄 EPS(元)	0.86	0.80	0.96	1.11
PE	17.02	18.24	15.19	13.15
PB	2.10	1.95	1.80	1.65

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8555.00	8586.18	9851.29	11160.14
现金	2265.74	3077.74	3769.03	4514.05
应收账款	2816.96	2517.88	2740.67	2967.05
其它应收款	130.18	146.20	159.13	172.28
预付账款	163.72	152.70	163.64	177.16
存货	1539.79	1550.41	1708.48	1849.60
其他	1638.62	1141.24	1310.33	1480.00
非流动资产	4056.37	3988.48	3886.61	3783.38
长期投资	23.29	23.10	22.92	22.73
固定资产	1141.79	1055.77	968.40	879.69
无形资产	412.22	368.89	325.56	282.23
其他	2479.07	2540.71	2569.73	2598.74
资产总计	12611.37	12574.65	13737.89	14943.52
流动负债	5490.86	4906.01	5427.23	5899.94
短期借款	658.04	708.04	758.04	808.04
应付账款	564.67	747.97	801.52	867.73
其他	4268.15	3449.99	3867.66	4224.16
非流动负债	374.24	429.98	484.33	538.68
长期借款	46.05	96.05	146.05	196.05
其他	328.19	333.92	338.27	342.62
负债合计	5865.10	5335.98	5911.55	6438.61
少数股东权益	1492.62	1588.86	1704.45	1837.91
归属母公司股东权益	5253.65	5649.81	6121.89	6667.00
负债和股东权益	12611.37	12574.65	13737.89	14943.52

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	808.07	1104.22	1027.02	1143.70
净利润	751.22	700.99	841.87	972.09
折旧摊销	209.45	166.97	168.32	169.67
财务费用	24.27	24.86	28.49	32.12
投资损失	-14.93	-22.68	-20.00	0.00
营运资金变动	-230.22	276.35	-2.60	-41.12
其它	68.28	-42.27	10.94	10.94
投资活动现金流	86.03	-135.38	-157.39	-177.39
资本支出	-79.38	-86.65	-91.92	-91.92
长期投资	149.81	-88.34	-88.34	-88.34
其他	15.60	39.61	22.87	2.87
筹资活动现金流	-127.99	-157.88	-178.34	-221.29
短期借款	-67.44	50.00	50.00	50.00
长期借款	-61.51	50.00	50.00	50.00
其他	0.96	-257.88	-278.34	-321.29
现金净增加额	767.09	812.00	691.29	745.02

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8401.45	8240.35	8969.48	9710.36
营业成本	4750.20	4782.97	5125.45	5548.81
营业税金及附加	81.93	74.16	71.76	77.68
营业费用	2226.08	2274.34	2421.76	2563.53
管理费用	371.24	329.61	385.69	388.41
财务费用	13.99	-20.46	-33.07	-43.26
资产减值损失	-21.95	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动收益	6.92	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.93	22.68	20.00	0.00
营业利润	927.55	873.50	1047.85	1209.02
营业外收入	3.93	5.00	5.00	5.00
营业外支出	-3.10	10.94	10.94	10.94
利润总额	934.57	867.56	1041.91	1203.08
所得税	183.35	166.57	200.05	230.99
净利润	751.22	700.99	841.87	972.09
少数股东损益	103.14	96.24	115.58	133.46
归属母公司净利润	648.08	604.74	726.28	838.63
EBITDA	1170.52	1014.07	1177.17	1329.49
EPS (元)	0.86	0.80	0.96	1.11

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-0.34%	-1.92%	8.85%	8.26%
营业利润	17.46%	-5.83%	19.96%	15.38%
归属母公司净利润	19.86%	-6.69%	20.10%	15.47%
毛利率	43.46%	41.96%	42.86%	42.86%
净利率	7.71%	7.34%	8.10%	8.64%
ROE	12.34%	10.70%	11.86%	12.58%
ROIC	10.19%	8.40%	9.22%	9.74%
资产负债率	46.51%	42.43%	43.03%	43.09%
净负债比率	-21.24%	-29.99%	-35.24%	-39.96%
流动比率	1.56	1.75	1.82	1.89
速动比率	1.22	1.37	1.43	1.51
总资产周转率	0.67	0.65	0.68	0.68
应收账款周转率	3.01	3.09	3.41	3.40
应付账款周转率	7.70	7.29	6.62	6.65
每股收益	0.86	0.80	0.96	1.11
每股经营现金	1.07	1.46	1.36	1.51
每股净资产	6.94	7.46	8.09	8.81
P/E	17.02	18.24	15.19	13.15
P/B	2.10	1.95	1.80	1.65
EV/EBITDA	9.03	8.74	7.03	5.74
P/S	1.31	1.34	1.23	1.14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10 年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

宋丽莹，复旦大学公共卫生硕士，2024 年入职银河证券研究院，在中医药、生物制品、创新药产业链等领域有深度的研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	