

昆药集团 (600422)

2025 年半年报点评：多重因素下业绩承压，渠道改革持续蓄能

买入 (维持)

2025 年 08 月 18 日

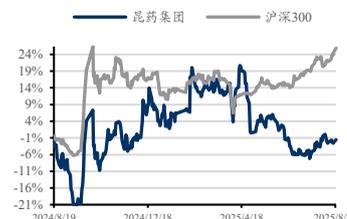
证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8,430	8,401	8,127	8,998	9,970
同比 (%)	1.79	(0.34)	(3.26)	10.71	10.81
归母净利润 (百万元)	540.71	648.08	616.87	742.91	896.67
同比 (%)	41.11	19.86	(4.82)	20.43	20.70
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.71	0.86	0.81	0.98	1.18
P/E (现价&最新摊薄)	20.57	17.16	18.03	14.97	12.40

股价走势



投资要点

- 事件：**2025 年 H1，公司实现营收 33.51 亿元 (-11.68%，追溯调整后同比下滑 11.68%，下同)；归母净利润 1.98 亿元 (-26.88%)，扣非归母净利润 1.51 亿元 (-5.57%)。2025 年单 Q2 季度，公司实现收入 17.43 亿元 (-6.68%)，归母净利润 1.08 亿元 (-22.96%)，扣非归母净利润 0.79 亿元 (+67.70%)，环比 Q1 有所改善。公司 2025H1 业绩有所承压，主要原因系：1) 院内来看，2025 年上半年全国中成药集采扩围接续执行落地晚于预期；2) 院外来看，零售药店整合出清，医保监管政策趋严；3) 公司持续推进乐成改革，模式再造与渠道变革也向深水区突破。
- 集采逐步执行，下半年有望环比改善：**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。对于集采中选产品，公司进一步拓展销售渠道，提升在各级医疗机构的覆盖率，随着下半年集采执行的推进，公司三七血塞通系列产品有望放量加速。
- 深化渠道改革，强化核心品种竞争力：**公司不断强化核心产品的品牌定位，777 血塞通软胶囊焕新包装正式发布，同时聚焦昆中药参苓健脾颗粒、舒肝颗粒等核心产品，切入情绪健康蓝海市场，强调情绪早期干预，覆盖更广泛的“情绪亚健康”人群。渠道改革方面，公司持续推动销售模式从分散控销到集约化商道体系的转变；渠道覆盖方面，公司积极“稳存量、拓增量、促动销”，扩大终端覆盖密度，提升连锁覆盖，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态势。短期来看，渠道重构与团队调整影响终端赋能销量，但集约化商道体系的建立为后续高质量发展奠定基础。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到集采等政策的影响，我们将 2025-2027 年的归母净利润预测由 7.45/8.93/ 11.03 亿元下调至 6.17/7.43/8.97 亿元，当前市值对应 PE 为 18/15/12 倍。2025 年下半年，集采中标产品有望放量，随着渠道改革逐步稳定，下半年业绩有望环比改善，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险等。

市场数据

收盘价(元)	14.69
一年最低/最高价	11.92/18.64
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	11,119.97
总市值(百万元)	11,119.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.91
资产负债率(%LF)	46.51
总股本(百万股)	756.98
流通 A 股(百万股)	756.98

相关研究

《昆药集团(600422)：2024 年年报点评：核心品种逐步放量，持续改革融合未来可期》

2025-03-14

《昆药集团(600422)：收购华润圣火解决同业竞争，打造银发健康产业引领者》

2024-06-10

昆药集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,555	8,052	9,354	10,828	营业总收入	8,401	8,127	8,998	9,970
货币资金及交易性金融资产	2,737	2,557	3,524	4,665	营业成本(含金融类)	4,750	4,723	5,162	5,601
经营性应收款项	4,019	3,686	3,862	4,036	税金及附加	82	80	88	98
存货	1,540	1,522	1,663	1,805	销售费用	2,226	2,113	2,303	2,542
合同资产	0	0	0	0	管理费用	371	366	396	439
其他流动资产	260	288	304	323	研发费用	107	103	114	127
非流动资产	4,056	4,080	4,049	4,016	财务费用	14	(6)	7	3
长期股权投资	23	23	23	23	加:其他收益	121	117	117	100
固定资产及使用权资产	1,210	1,159	1,106	1,052	投资净收益	15	15	16	18
在建工程	76	96	96	96	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	412	442	472	502	减值损失	(68)	0	0	0
商誉	1,503	1,503	1,503	1,503	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	18	13	8	3	营业利润	928	880	1,059	1,279
其他非流动资产	813	842	839	836	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	12,611	12,132	13,403	14,845	利润总额	935	880	1,059	1,279
流动负债	5,491	4,243	4,605	4,971	减:所得税	183	171	206	248
短期借款及一年内到期的非流动负债	738	906	966	1,026	净利润	751	709	854	1,031
经营性应付款项	1,056	918	1,004	1,089	减:少数股东损益	103	92	111	134
合同负债	83	81	90	100	归属母公司净利润	648	617	743	897
其他流动负债	3,613	2,337	2,545	2,756	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	0.81	0.98	1.18
非流动负债	374	431	486	531	EBIT	961	874	1,067	1,282
长期借款	46	96	146	186	EBITDA	1,171	1,025	1,220	1,437
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.46	41.88	42.62	43.83
租赁负债	49	54	59	64	归母净利率(%)	7.71	7.59	8.26	8.99
其他非流动负债	280	281	281	281	收入增长率(%)	(0.34)	(3.26)	10.71	10.81
负债合计	5,865	4,674	5,091	5,502	归母净利润增长率(%)	19.86	(4.82)	20.43	20.70
归属母公司股东权益	5,254	5,874	6,617	7,513					
少数股东权益	1,493	1,585	1,696	1,830					
所有者权益合计	6,746	7,458	8,312	9,343					
负债和股东权益	12,611	12,132	13,403	14,845					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	808	(242)	999	1,186	每股净资产(元)	6.94	7.76	8.74	9.93
投资活动现金流	86	(232)	(206)	(204)	最新发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
筹资活动现金流	(128)	193	74	59	ROIC(%)	9.40	8.75	9.55	10.28
现金净增加额	767	(280)	867	1,041	ROE-摊薄(%)	12.34	10.50	11.23	11.93
折旧和摊销	209	151	153	155	资产负债率(%)	46.51	38.53	37.98	37.06
资本开支	(79)	(169)	(130)	(130)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.16	18.03	14.97	12.40
营运资本变动	(230)	(1,093)	(33)	(28)	P/B(现价)	2.12	1.89	1.68	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>