

Q2 单季实现环比改善， 短期阵痛不改长期趋势

核心观点

整体来看，公司 25 年 Q2 在高基数、渠道改革、集采等多因素影响下短期经营承压，但是环比 Q1 改善明显，业绩基本符合我们此前预期；随着渠道改革持续推进、集采落地贡献增量，H2 经营有望持续改善。展望未来，1) 昆中药品牌塑造，核心单品持续发力；2) 三七产业链与圣火协同可期；3) 渠道改革成效有望在 25 年起体现；4) 集采等外部环境影响逐步弱化。4) 创新管线持续推进，赋能长期增长潜力。考虑到今年的费用投放及持续融合，预计 25 年公司经营将会呈现前低后高、逐渐改善的趋势。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

8 月 14 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 33.51 亿元、1.98 亿元和 1.51 亿元，分别同比增长-11.68%、-26.88%和-5.57%，实现每股收益 0.26 元，业绩基本符合我们此前预期。

公司于 2024 年 12 月收购华润圣火 51% 股权，并将其纳入合并范围，属于同一控制下企业合并，对上年同期财务数据进行了重述调整并重新列报，因此中报数据均为调整后口径。

简评

Q2 实现环比改善，看好经营触底回升

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,703	8,401	7,606	8,242	8,987
YoY(%)	-7.0	9.1	-9.5	8.4	9.0
净利润(百万元)	445	648	604	670	772
YoY(%)	16.0	45.7	-6.9	11.0	15.2
毛利率(%)	44.8	43.5	43.2	43.9	44.7
净利率(%)	5.9	8.9	8.4	8.6	9.1
ROE(%)	8.4	12.3	10.7	11.0	11.7
EPS(摊薄/元)	0.59	0.86	0.80	0.89	1.02
P/E(倍)	24.8	17.0	18.3	16.5	14.3
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源: iFinD, 中信建投证券

昆药集团 (600422. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期: 2025 年 09 月 05 日

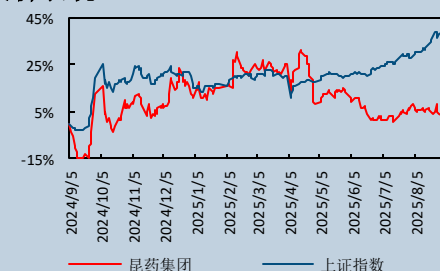
当前股价: 14.07 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.25/-11.04	-10.67/-22.68	2.55/-31.80
12 月最高/最低价 (元)		18.36/12.04
总股本 (万股)		75,697.58
流通 A 股 (万股)		75,697.58
总市值 (亿元)		106.51
流通市值 (亿元)		106.51
近 3 月日均成交量 (万)		1450.65
主要股东		
华润三九医药股份有限公司		28.05%

股价表现



2025 年 H1，公司实现营业收入 33.51 亿元，同比下滑 11.68%，实现归母净利润 1.98 亿元，同比下滑 26.88%，扣非归母净利润 1.51 亿元，同比下滑 5.57%；主业经营在内部改革及行业外部环境影响下阶段性承压。2025 年 Q2 单季，公司实现营业收入 17.43 亿元，同比下降 6.68%，环比降幅明显收窄，其中工业板块预计环比改善明显，商业板块受到外部环境等因素影响有所承压；扣非归母净利润 0.79 亿元，同比增长 67.70%，同环比实现改善，主业利润同比实现较快增长主要由于去年同期基数较低；实现归母净利润 1.08 亿元，同比下滑 22.96%，利润端下滑较多主要由于政府补助较去年同期减少所致。**整体来看，预计公司核心工业板块在渠道改革、集采落地晚于预期、医保控费等多因素影响下仍保持了平稳经营趋势，收入、利润两端环比均实现改善，经营质量实现稳中有升，整体业绩符合我们此前预期。**

血塞通系列环比改善明显，昆中药渠道改革进入深水区

1) **昆药血塞通系列**：华润圣火加速融入 777 事业部，在战略、文化等方面高效协同，777 血塞通软胶囊焕新包装也正式发布，随着公司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，推动血塞通口服系列产品在对应终端呈现增长态势。在院内市场，公司积极应对中成药集采扩围续约执行晚于预期、新标扩容影响尚未体现、竞品增加及价格带趋同对既往标内市场形成竞争压力等外部环境因素影响，血塞通口服系列及冻干针剂 Q2 均恢复同环比增长；从集采执行进度来看，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，预计随着公司持续推进执标工作的开展，血塞通系列产品的医疗机构覆盖率有望稳步提升，持续推动产品终端销售增长。

2) **昆中药精品国药系列**：在产品方面，公司正式启动战略升级并发布全新产品体系，推出了昆中药全新产品系列 24 款产品，覆盖 4 款典藏名方和 20 款臻选精品，包括补肾养肾、健脾益胃、妇科调理、清肺咳感和安神舒心五大品类，同时持续聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等战略大单品，未来将围绕“脾胃、情绪、呼吸”三大赛道布局，通过贴牌、引进、代理等模式加速产品引入。在渠道方面，公司渠道改革已经进入深水区，积极“稳存量、拓增量、促动销”，在渠道动能转换期昆中药销售仍阶段性承压，但预计 Q2 核心产品环比实现一定恢复，随着公司渠道体系重构与品牌价值建设向纵深推进，通过“燎原计划”快速扩大终端覆盖密度、通过海豚清音项目提升连锁覆盖，有望赋能终端销售恢复稳健增长。

研发聚焦老龄慢病领域，多个创新药项目稳步推进

在研发创新领域，公司持续聚焦“健康老龄化”赛道，以植物药/天然药物为特色，已经构建起覆盖心脑血管、骨骼肌肉等核心老龄健康-慢病领域的创新研发管线。在三七方面，公司持续推进三七产业链建设，经云南省科学技术厅公示，云南省三七研究院获批 2024 年云南省新型研发机构培育对象，未来公司将进一步整合研发资源，推动三七产业的发展及全链布局。在创新药方面，公司多个项目稳步推进：1) **KYAZ01-2011-020**：适用于缺血性脑卒中的天然药物 1 类创新药，顺利开展 II 期临床；2) **KYAH01-2018-111 (THR-β 靶点)**：治疗非酒精性脂肪肝的 1 类创新药，临床 I 期稳步推进；3) **KYAH02-2016-078 (双氢青蒿素)**：公司与中国中医科学院（屠呦呦团队）合作的、适用于红斑狼疮的化药 2 类创新药，正在 II 期临床收尾中；4) **KYAH01-2016-079 (IDH1 抑制剂)**：适用于实体瘤的化药 2 类创新药，临床 I 期开展中。除此之外，今年 7 月公司子公司贝克诺顿获得碳酸司维拉姆干混悬剂的《药品注册证书》，进一步丰富了公司“骨风关肾”慢病领域产品管线，有望持续提升公司产品的市场竞争力。

展望 25 年下半年：渠道改革进入深水区，经营有望触底回升

未来展望：1) **昆中药品牌塑造，核心单品持续发力**：昆中药 1381 正式启动战略升级并发布全新产品体系，通过“品牌文化+品类拓展+IP 营销”三轮驱动，打造“昆中药 1381”企业品牌。随着公司持续推进“全

域媒体矩阵+精准场景营销”的双引擎驱动模式，我们预计下半年昆中药有望环比实现持续恢复，未来核心大单品打造与深度挖潜昆中药经典名方结合将贡献持续增长。2) **三七产业链与圣火协同可期**：目前华润圣火正加速融入 777 事业部，下半年双方将持续推进三七产业链的全面融合，充分发挥在产品、研发、品牌、供应链等方面的协同优势，带来市场推广协同性提高、竞争环境改善，两个产品通过采取差异化的市场定位有望做大做强三七口服制剂，实现三七产业链价值最大化。3) **渠道改革成效有望在下半年体现**：公司以三九商道为典范，建设昆药商道，24 年在全国范围内进行零售、医疗体系销售渠道整合建设，上半年渠道重构与团队调整短期影响终端覆盖效率，新旧动能衔接存在一定时滞等影响，但随着公司坚定推动渠道体系的彻底重构，销售模式将实现从分散控销到高度集约化、层级分明、分工明确的商道体系的转变，预计下半年渠道改革等工作成效将在经营业绩上体现。4) **创新管线持续推进，赋能长期增长潜力**：公司持续聚焦“健康老龄化”赛道，以植物药/天然药物为特色，已经构建起覆盖心脑血管、骨骼肌肉等核心老龄健康-慢病领域的创新研发管线，目前多个创新药项目正在稳步推进，有望不断完善公司慢病领域产品管线，赋能长期增长潜力。**考虑到今年的费用投放及持续融合，叠加集采等外部环境的影响逐步弱化，我们预计 25 年公司经营将会呈现前低后高、逐渐改善的趋势。**

毛利率短期波动，全年有望逐步改善

2025 年 H1，公司综合毛利率为 39.85%，同比减少 4.29pp，主要受到收入及产品结构变化的影响，环比实现明显回升。销售费用率达到了 24.14%，同比减少 4.08pp，主要由于本期市场推广费减少所致；管理费用率达到了 5.20%，同比增加 0.95pp，基本保持稳定；研发费用率达到了 1.31%，同比增加 0.17pp，主要由于公司加大研发投入所致。经营活动产生的现金流量净额同比下降 22.20%，主要由于本期支付货款增加导致，环比实现明显回升。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预测公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 76.06 亿元、82.42 亿元和 89.87 亿元，归母净利润分别为 6.04 亿元、6.70 亿元和 7.72 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.80 元/股、0.89 元/股和 1.02 元/股，同比增长分别为 -6.9%、11.0%、15.2%，维持“买入”评级。

风险分析

1、公司改革不及预期风险，公司正在积极推动改革工作，但是可能存在改革效果不及预期等情况，进而影响公司盈利预期；2、药品降价风险：公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4、产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk