



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.27
总股本/流通股本(亿股)	7.57 / 7.57
总市值/流通市值(亿元)	108 / 108
52周内最高/最低价	18.36 / 12.04
资产负债率(%)	46.5%
市盈率	16.59
第一大股东	华润三九医药股份有限公司

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com  
分析师: 龙永茂  
SAC 登记编号: S110002  
Email: longyongmao@cnpsec.com

昆药集团(600422)

业绩阶段性承压，看好下半年经营加速恢复

● 受集采执行晚于预期、内部渠道重构等因素影响，业绩阶段性承压

公司发布 2025 年中报：2025H1 营业收入 33.51 亿元 (-11.68%)，归母净利润 1.98 亿元 (-26.88%)，扣非净利润 1.51 亿元 (-5.57%)，经营现金流净额 2.19 亿元 (-22.2%)。公司业绩阶段性承压，2025 年上半年，面对全国中成药集采扩围续约执行落地晚于预期、零售药店整合加速、医保控费政策持续等外部挑战，以及自身改革过程中，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，公司营业收入、归母净利润等指标有所下滑。

从盈利能力来看，2025H1 毛利率为 39.8% (-4.3pct)，归母净利率为 5.9% (-1.2pct)，扣非净利率为 4.5% (+0.3pct)。

费率方面，2025H1 销售费用率为 24.1% (-4.1pct)，管理费用率为 5.2% (+0.9pct)，研发费用率为 1.3% (+0.2pct)，财务费用率为 0.7% (+0.5pct)。

● 集采落地下半年有望进一步放量，看好下半年公司销售恢复

湖北省医保局于 4 月公布全国中成药集采中选品种供应清单(含中选的代表品和非代表品)，公司三七血塞通系列产品，包括公司注射用血塞通(冻干)、血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通颗粒、血塞通片，华润圣火血塞通软胶囊等全剂型顺利中选。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。随着集采执行相继落地，我们预计下半年公司销售有望进一步恢复。

● 持续提升品牌价值，积极推进渠道开发

上半年度 777 血塞通软胶囊焕新包装正式发布，公司持续聚焦三七全产业链，致力于构建“三七就是 777”的品牌认知。昆中药 1381 正式启动战略升级并发布全新产品体系，“640 年非遗制上乘中药”的品牌定位标志着这一中医药老字号在新时代背景下的全新起航。公司正式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，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。

渠道方面，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“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道——“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。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 82.47、90.07、98.39 亿

元，归母净利润分别为 6.17、7.41、8.54 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

集采落地不及预期；渠道推广不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8401	8247	9007	9839
增长率(%)	-0.34	-1.84	9.22	9.23
EBITDA（百万元）	1170.52	1078.64	1287.92	1430.71
归属母公司净利润（百万元）	648.08	617.33	741.09	853.99
增长率(%)	19.86	-4.74	20.05	15.23
EPS(元/股)	0.86	0.82	0.98	1.13
市盈率（P/E）	16.67	17.50	14.58	12.65
市净率（P/B）	2.06	1.91	1.76	1.61
EV/EBITDA	9.03	8.92	7.01	5.62

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	8401	8247	9007	9839	营业收入	-0.3%	-1.8%	9.2%	9.2%
营业成本	4750	4562	4955	5382	营业利润	17.5%	-8.0%	23.6%	14.3%
税金及附加	82	78	88	95	归属于母公司净利润	19.9%	-4.7%	20.0%	15.2%
销售费用	2226	2367	2477	2701	<b>获利能力</b>				
管理费用	371	359	405	435	毛利率	43.5%	44.7%	45.0%	45.3%
研发费用	107	89	104	115	净利率	7.7%	7.5%	8.2%	8.7%
财务费用	14	9	9	5	ROE	12.3%	10.9%	12.1%	12.8%
资产减值损失	-22	-25	-25	-25	ROIC	10.2%	8.6%	10.0%	10.6%
<b>营业利润</b>	<b>928</b>	<b>853</b>	<b>1055</b>	<b>1205</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	5	6	5	资产负债率	46.5%	39.3%	40.1%	40.4%
营业外支出	-3	10	6	5	流动比率	1.56	1.85	1.93	1.99
<b>利润总额</b>	<b>935</b>	<b>848</b>	<b>1054</b>	<b>1206</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	183	161	200	232	应收账款周转率	3.01	3.05	3.30	3.30
<b>净利润</b>	<b>751</b>	<b>686</b>	<b>854</b>	<b>974</b>	存货周转率	2.87	2.91	2.99	3.07
归母净利润	648	617	741	854	总资产周转率	0.67	0.67	0.72	0.72
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.86</b>	<b>0.82</b>	<b>0.98</b>	<b>1.13</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.86	0.82	0.98	1.13
货币资金	2266	2017	2588	3515	每股净资产	6.94	7.47	8.11	8.84
交易性金融资产	471	521	571	621	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2896	2722	3010	3233	PE	16.67	17.50	14.58	12.65
预付款项	164	179	176	196	PB	2.06	1.91	1.76	1.61
存货	1540	1594	1722	1785	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>8555</b>	<b>7971</b>	<b>9319</b>	<b>10691</b>	净利润	751	686	854	974
固定资产	1142	1052	959	863	折旧和摊销	209	221	225	220
在建工程	76	73	69	66	营运资本变动	-230	-891	-206	119
无形资产	412	344	276	209	其他	78	48	66	62
<b>非流动资产合计</b>	<b>4056</b>	<b>3915</b>	<b>3725</b>	<b>3541</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>808</b>	<b>65</b>	<b>938</b>	<b>1375</b>
<b>资产总计</b>	<b>12611</b>	<b>11886</b>	<b>13045</b>	<b>14231</b>	资本开支	-79	-48	-28	-26
短期借款	658	608	558	508	其他	165	-40	-39	-38
应付票据及应付账款	1056	961	1059	1160	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>86</b>	<b>-89</b>	<b>-67</b>	<b>-64</b>
其他流动负债	3777	2734	3223	3700	股权融资	1	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5491</b>	<b>4303</b>	<b>4839</b>	<b>5368</b>	债务融资	-65	6	-22	-67
其他	374	364	392	375	其他	-64	-232	-279	-317
<b>非流动负债合计</b>	<b>374</b>	<b>364</b>	<b>392</b>	<b>375</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-128</b>	<b>-226</b>	<b>-301</b>	<b>-384</b>
<b>负债合计</b>	<b>5865</b>	<b>4667</b>	<b>5231</b>	<b>5743</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>767</b>	<b>-249</b>	<b>571</b>	<b>927</b>
股本	757	757	757	757					
资本公积金	521	521	521	521					
未分配利润	3602	3911	4281	4708					
少数股东权益	1493	1562	1675	1795					
其他	374	469	580	708					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6746</b>	<b>7219</b>	<b>7814</b>	<b>8489</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>12611</b>	<b>11886</b>	<b>13045</b>	<b>14231</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048