

渠道改革加速， 静待主业出清

核心观点

整体来看，公司 25 年 Q3 在医保控费、药店整合、集采等外部环境影响下，持续加速渠道改革，主业经营短期承压；目前公司改革已经进入深水区，随着血塞通系列集采执标逐步推进、渠道重构持续深入及新品上市筹备，公司主业有望实现稳步修复，静待主业出清。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 26 年起体现；4) 创新管线持续推进，赋能长期增长潜力。

事件

公司发布 2025 年第三季度报告

10 月 24 日晚，公司发布 2025 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 47.51 亿元，同比下降 18.08%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比下降 39.42%；实现扣非后归母净利润 1.17 亿元，同比下降 59.52%；业绩低于我们此前预期。

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

多因素下承压，静待主业出清

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,703	8,401	6,837	7,537	8,393
YoY(%)	-7.0	9.1	-18.6	10.2	11.4
净利润(百万元)	445	648	403	558	679
YoY(%)	16.0	45.7	-37.9	38.5	21.8
毛利率(%)	44.8	43.5	40.6	43.2	45.1
净利率(%)	5.8	7.7	5.9	7.4	8.1
ROE(%)	8.4	12.3	7.3	9.5	10.7
EPS(摊薄/元)	0.59	0.86	0.53	0.74	0.90
P/E(倍)	23.2	15.9	25.6	18.5	15.2
P/B(倍)	1.9	2.0	1.9	1.7	1.6

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 11 月 03 日

当前股价：13.61 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
-2.99/-5.38	-7.67/-17.04	-9.21/-30.29
12 月最高/最低价 (元)		18.36/13.54
总股本 (万股)		75,697.58
流通 A 股 (万股)		75,697.58
总市值 (亿元)		103.02
流通市值 (亿元)		103.02
近 3 月日均成交量 (万)		1305.57
主要股东		
华润三九医药股份有限公司		28.05%

股价表现



2025 年前三季度，公司实现营业收入 47.51 亿元，同比下降 18.08%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比下降 39.42%；实现扣非后归母净利润 1.17 亿元，同比下降 59.52%；主业经营在内部改革及行业外部环境影响下持续承压。2025 年 Q3 单季，公司实现营业收入 14.00 亿元，同比下降 30.19%，工业、商业板块均有所承压；扣非归母净利润出现亏损，主要由于公司 Q3 加速渠道改革节奏，叠加医保控费、药店整合、集采等外部因素影响短期有所承压；实现归母净利润 0.71 亿元，同比下降 59.03%，表观利润实现盈利主要由于投资收益较去年同期有所增加。整体来看，Q3 公司核心工业板块在渠道改革加速、医保控费、集采落地晚于预期等多因素影响下短期承压，业绩低于我们此前预期；目前公司改革已经进入深水区，随着血塞通系列集采执标逐步推进、渠道重构持续深入及新品上市筹备，公司主业有望实现稳步修复，静待主业出清。

血塞通系列加速渠道覆盖，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，持续加强“理洩王”、“络泰”的双品牌协同，通过不同产品的价值链设计、加强全渠道覆盖，同时积极调整渠道策略，加快拓展商销渠道和中小连锁覆盖，预计 Q3 血塞通口服系列终端纯销实现一定改善。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，把握医疗集采入围契机，提升产品在各级医疗机构的覆盖，预计 Q3 血塞通冻干针剂同环比均实现增长；从集采执行进度来看，目前全国大部分省市均已发文执行中选结果，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，持续推动核心产品终端销售恢复增长。

2) 昆中药精品国药系列：在渠道建设方面，公司渠道改革已经进入深水区，在加速构建集约化商道体系的同时，持续推动“昆中药”品牌升级和新产品系列预热，以期实现库存优化、动销改善及品牌传播，在渠道动能转换期昆中药销售仍阶段性承压；随着公司加强广覆盖能力建设，聚焦资源、重点攻坚 KA、医疗、商销、品推商四大场景，强化动销体系及队伍建设，以核心主品昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒为专项，全面提升动销能力，有望赋能终端销售逐步恢复增长。在品牌建设方面，公司“昆中药 1381”以央视“中药瑰宝品牌”身份，“640 年非遗、制上乘中药”的品牌定位与“大药厚德、病瘵在抱”的使命价值通过国家级平台自然传递，实现品牌认知度、美誉度及行业地位的三维提升。

创新药项目稳步推进，海外布局持续推进

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。在创新药方面，报告期内公司参股投资的、专注于肿瘤免疫治疗抗体新药研发的南京维立志博生物科技股份有限公司（维立志博-B09887）正式于香港交易所主板上市，公司前瞻性投资布局取得阶段性成果及相应的投资收益。与此同时，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，有序推进 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) 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。

在海外布局方面，公司血塞通软胶囊依托第十六届东盟神经病学双年会的召开契机登陆印尼市场，公司三七制剂在东盟市场的布局再落关键一子；未来，公司计划在印尼及周边国家开展更深入的临床研究与学术交流，以扎实证据和本土化策略，让源于中国的三七智慧更广泛地惠及东南亚卒中患者。除此之外，公司全资子公司的双氢青蒿素原料药接受世界卫生组织药品预认证（WHO-PQ）现场复核评审，再次通过世界卫生组织药品预认证，该药品的生产流程和质量管理体系再次获得国际认可，可继续参与联合国大宗公立采购。本次公司双氢青蒿素原料药通过 WHO-PQ 认证，对持续提升公司国际影响力、推动中医药产业拓展海外业务具有重要意义。

展望全年：渠道改革加速，静待主业出清

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，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，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) **渠道改革成效有望逐步体现：**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，前三季度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，预计渠道改革等工作成效有望逐步在经营业绩上体现。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。

毛利率短期波动，全年有望逐步改善

2025 年前三季度，公司综合毛利率为 39.42%，同比减少 4.40pp，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 25.93%，同比减少 1.04pp，主要由于本期市场推广费减少所致；管理费用率达到了 5.58%，同比增加 1.29pp，基本保持稳定；研发费用率达到了 1.53%，同比增加 0.34pp，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 52.43%，主要由于本期销售回款减少所致。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 68.37 亿元、75.37 亿元和 83.93 亿元，归母净利润分别为 4.03 亿元、5.58 亿元和 6.79 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.53 元/股、0.74 元/股和 0.90 元/股，同比增长分别为 -37.9%、38.5%、21.8%，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

医药消费及生物制品联席首席分析师，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、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

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