

600422.SH

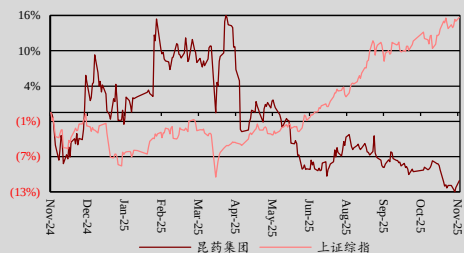
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 13.73

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(12.9)	(2.5)	(5.8)	(12.8)
相对上证综指	(36.1)	(5.6)	(16.3)	(29.2)

发行股数 (百万)	756.98
流通股 (百万)	756.98
总市值 (人民币 百万)	10,393.28
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	173.54
主要股东持股比例	
华润三九医药股份有限公司	28.05%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 11 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《昆药集团》20250317
《昆药集团》20240825

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：中药 II

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

昆药集团

渠道调整导致销售承压，期待明年表现

公司公布 25 年三季报，前三季度实现营业收入 47.51 亿元，同比下降 18.08%（重述后，以下均为重述后增速）；实现归母净利润 2.69 亿元，同比下降 39.42%；实现扣非归母净利润为 1.17 亿元，同比下降 59.52%。其中三季度单季公司实现营业收入 14.00 亿元，同比下降 30.19%，实现归母净利润为 0.71 亿元，同比下降 59.03%。考虑到公司不断加大研发投入，且在慢病领域深度布局，我们看好公司的长期发展，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **渠道调整导致销售承压。**公司三季度业绩承压，主要系 1：公司持续推进模式再造与渠道变革，公司 777 事业部与华润圣火加速融合，并基于战略共识进行重构，这可进一步解决公司理洇王血塞通软胶囊和络泰血塞通软胶囊的双品协同问题，虽然短期改革带来业绩承压，但目前改革已进入攻坚期与深水区，后续伴随着改革的逐步完成，相关业务有望以稳健节奏渐进修复。2、2025 年三季度，医药零售端受医保控费、药店持续整合深化等多重因素影响，院外市场持续承压；3、医疗端集采执行进度晚于预期，且价格下行与竞争加剧对传统营销模式形成冲击，这也进一步使公司销售受到影响。
- **强化协同赋能，慢病领域拓局寻新径。**公司进一步强化与华润三九的协同赋能，聚焦银发经济主赛道，将持续强化与华润三九的协同赋能，零售方面，在线下药店加速整合以及线上购药持续分流等业务模式的变化下，公司加速构建集约化商道体系，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；渠道建设方面，公司加强广覆盖能力建设，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。
- **研发持续投入，在研项目稳步推进。**公司前三季度实现研发费用 0.73 亿元，同比增长 5.06%，持续在心脑血管、骨科、抗肿瘤等治疗领域布局，25 年前三季度，公司治疗缺血性脑卒中的天然药 1 类新药 KYAZ01-2011-020 有序推进 II 期临床；治疗非酒精性脂肪肝的化药 1 类新药 KYAH01-2018-111、治疗实体瘤的化药 1 类新药 KYAH01-2016-079 正在开展临床 I 期；化药 2 类改良型新药 232 正在进行临床研究的前期准备。其他仿制药项目等也在积极推进。

估值

- 由于公司处于渠道改革过程中，我们对公司的营收及销售费用进行了一定的调整，对盈利预测略微下调，预计 2025-2027 年归母净利润为 6.30/7.22/8.76 亿元（原预测为 7.18/8.78/10.67 亿元），对应 EPS 分别为 0.83/0.95/1.16 元，当前股价对应 PE 分别为 16.5/14.4/11.9 倍，考虑到公司不断加大研发投入，且在慢病领域深度布局，我们看好公司的长期发展，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 公司销售改革不达预期；公司销售进展不达预期；公司研发不达预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	7,703	8,401	8,564	9,307	10,246
增长率(%)	(7.0)	9.1	1.9	8.7	10.1
EBITDA(人民币 百万)	656	1,007	884	1,013	1,215
归母净利润(人民币 百万)	445	648	630	722	876
增长率(%)	16.0	45.7	(2.7)	14.6	21.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.59	0.86	0.83	0.95	1.16
原股本摊薄每股收益(人民币)			0.95	1.16	1.41
调整幅度 (%)			(12.3)	(17.8)	(17.9)
市盈率(倍)	23.4	16.0	16.5	14.4	11.9
市净率(倍)	2.0	2.0	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(倍)	23.2	10.5	10.0	6.7	6.4
每股股息 (人民币)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	1.0	1.9	2.1	2.4	3.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,703	8,401	8,564	9,307	10,246
营业收入	7,703	8,401	8,564	9,307	10,246
营业成本	4,251	4,750	5,077	5,486	5,905
营业税金及附加	75	82	84	91	100
销售费用	2,433	2,226	2,221	2,413	2,657
管理费用	314	371	379	382	420
研发费用	71	107	111	112	123
财务费用	10	14	0	0	0
其他收益	118	121	123	121	122
资产减值损失	(66)	(22)	(8)	(8)	(10)
信用减值损失	(53)	(46)	(11)	(13)	(14)
资产处置收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	1	7	0	0	0
投资收益	17	15	15	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	568	928	812	940	1,155
营业外收入	6	4	4	5	4
营业外支出	11	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	564	935	819	947	1,162
所得税	109	183	160	185	227
净利润	454	751	659	762	935
少数股东损益	9	103	29	40	59
归母净利润	445	648	630	722	876
EBITDA	656	1,007	884	1,013	1,215
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.59	0.86	0.83	0.95	1.16

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,031	8,555	8,188	11,136	9,966
货币资金	1,493	2,266	2,569	3,694	3,074
应收账款	2,551	2,817	2,178	3,509	3,037
应收票据	183	79	188	103	217
存货	1,688	1,540	2,197	1,841	2,394
预付账款	136	164	156	189	183
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	980	1,689	900	1,799	1,061
非流动资产	2,534	4,056	4,059	4,052	4,062
长期投资	320	305	305	305	305
固定资产	1,083	1,142	1,027	913	798
无形资产	312	412	352	292	233
其他长期资产	820	2,197	2,374	2,541	2,726
资产合计	9,565	12,611	12,248	15,187	14,028
流动负债	3,644	5,491	3,252	5,733	3,447
短期借款	725	658	908	0	314
应付账款	665	565	876	700	933
其他流动负债	2,254	4,268	1,469	5,032	2,201
非流动负债	445	374	381	331	333
长期借款	108	46	46	0	0
其他长期负债	337	328	335	331	333
负债合计	4,089	5,865	3,633	6,064	3,781
股本	758	757	757	757	757
少数股东权益	179	1,493	1,521	1,561	1,620
归属母公司股东权益	5,297	5,254	7,093	7,562	8,627
负债和股东权益合计	9,565	12,611	12,248	15,187	14,028

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	454	751	659	762	935
折旧摊销	215	209	211	210	198
营运资金变动	(104)	973	(1,789)	1,551	(2,043)
其他	(208)	(1,126)	(17)	(15)	(16)
经营活动现金流	356	808	(936)	2,508	(927)
资本支出	(65)	(79)	(206)	(206)	(206)
投资变动	(280)	154	0	0	0
其他	6	12	16	16	16
投资活动现金流	(339)	86	(190)	(190)	(190)
银行借款	(140)	(129)	249	(954)	314
股权融资	47	(46)	1,209	(253)	189
其他	(110)	47	(29)	14	(7)
筹资活动现金流	(202)	(128)	1,430	(1,192)	496
净现金流	(185)	766	303	1,125	(621)

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(7.0)	9.1	1.9	8.7	10.1
营业利润增长率(%)	14.4	63.2	(12.5)	15.7	22.9
归属于母公司净利润增长率(%)	16.0	45.7	(2.7)	14.6	21.2
息税前利润增长率(%)	18.0	80.5	(15.6)	19.3	26.7
息税折旧前利润增长率(%)	6.1	53.4	(12.2)	14.6	20.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	16.0	45.7	(2.7)	14.6	21.2
获利能力					
息税前利润率(%)	5.7	9.5	7.9	8.6	9.9
营业利润率(%)	7.4	11.0	9.5	10.1	11.3
毛利率(%)	44.8	43.5	40.7	41.1	42.4
归母净利润率(%)	5.8	7.7	7.4	7.8	8.5
ROE(%)	8.4	12.3	8.9	9.6	10.1
ROIC(%)	5.6	8.5	5.6	7.0	7.7
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.3)
流动比率	1.9	1.6	2.5	1.9	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.1	3.4	3.3	3.1
应付账款周转率	11.3	13.7	11.9	11.8	12.5
费用率					
销售费用率(%)	31.6	26.5	25.9	25.9	25.9
管理费用率(%)	4.1	4.4	4.4	4.1	4.1
研发费用率(%)	0.9	1.3	1.3	1.2	1.2
财务费用率(%)	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.9	0.8	1.0	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	1.1	(1.2)	3.3	(1.2)
每股净资产(最新摊薄)	7.0	6.9	9.4	10.0	11.4
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.4	16.0	16.5	14.4	11.9
P/B(最新摊薄)	2.0	2.0	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	23.2	10.5	10.0	6.7	6.4
价格/现金流(倍)	29.2	12.9	(11.1)	4.1	(11.2)

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371