

股票投资评级

买入 | 维持

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)	12.93
总股本/流通股本 (亿股)	7.57 / 7.57
总市值/流通市值 (亿元)	98 / 98
52周内最高/最低价	18.36 / 12.93
资产负债率(%)	46.5%
市盈率	15.03
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: 23110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

昆药集团 (600422)

集采执行和内部改革持续落地，看好来年稳步修复

● 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 年三季报：2025Q1-3 公司实现营业收入 47.51 亿元 (-18.08%，重述后，下同)，归母净利润 2.69 亿元 (-39.42%)，扣非净利润 1.17 亿元 (-59.52%)，经营现金流净额 1.76 亿元 (-52.43%)。单 Q3 公司实现营收 14.00 亿元 (-30.19%)，归母净利润 0.71 亿元 (-59.03%)，扣非净利润 -0.34 亿元。公司业绩阶段性承压，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；医疗端集采执行虽逐步落地，但执行进度晚于预期。公司内部改革已进入攻坚期与深水区，渠道重构、模式转换及组织融合持续深入推进，三季度公司营业收入、净利润等指标仍面临阶段性压力。伴随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，相关业务有望以稳健节奏渐进修复。

从盈利能力来看，2025Q1-3 毛利率为 39.42% (-4.40pct)，归母净利率为 5.67% (-2.00pct)，扣非净利率为 2.47% (-2.52pct)。

费率方面，2025Q1-3 销售费用率为 25.93% (-1.04pct)，管理费用率为 5.58% (+1.29pct)，研发费用率为 1.53% (+0.34pct)，财务费用率为 0.72% (+0.49pct)。

● 777 事业部加强渠道覆盖，昆中药 1381 全面提升品牌影响力

777 事业部与华润圣火加速融合，基于战略共识进行深度重构，加强理洫王血塞通软胶囊和络泰血塞通软胶囊的双品协同，通过不同产品的价值链设计，加强全渠道覆盖。此外，公司血塞通软胶囊加快海外布局，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。

精品国药领域，以渠道深耕与品牌创新双向发力，全面提升市场竞争力与品牌影响力。面对线下零售药店加速整合以及线上购药持续分流等业务模式的变化，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。

● 在研项目稳步推进

治疗缺血性脑卒中的天然药物 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、产品力提升项目等也在积极推进，各有一项分别处于开展

已、向 CDE 提交补充资料等不同阶段。

● **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 5.99、7.09、8.51 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16、14、12 倍，维持“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	1053.20	1241.87	1426.79
归属母公司净利润 (百万元)	648.08	598.80	708.66	851.06
增长率 (%)	19.86	-7.60	18.35	20.09
EPS (元/股)	0.86	0.79	0.94	1.12
市盈率 (P/E)	15.10	16.35	13.81	11.50
市净率 (P/B)	1.86	1.73	1.60	1.47
EV/EBITDA	9.03	8.19	6.49	4.95

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
利润表									
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%	-10.8%	21.8%	19.1%
税金及附加	82	78	88	95	归属于母公司净利润	19.9%	-7.6%	18.3%	20.1%
销售费用	2226	2383	2522	2701	盈利能力				
管理费用	371	365	405	438	毛利率	43.5%	44.7%	45.0%	45.3%
研发费用	107	92	105	116	净利率	7.7%	7.3%	7.9%	8.6%
财务费用	14	9	9	5	ROE	12.3%	10.6%	11.6%	12.8%
资产减值损失	-22	-25	-25	-25	ROIC	10.2%	8.4%	9.6%	10.6%
营业利润	928	828	1008	1201	偿债能力				
营业外收入	4	5	6	5	资产负债率	46.5%	39.3%	40.2%	40.5%
营业外支出	-3	10	6	5	流动比率	1.56	1.85	1.92	1.98
利润总额	935	822	1008	1202	营运能力				
所得税	183	157	191	231	应收账款周转率	3.01	3.05	3.30	3.30
净利润	751	666	817	971	存货周转率	2.87	2.91	2.99	3.07
归母净利润	648	599	709	851	总资产周转率	0.67	0.67	0.72	0.72
每股收益(元)	0.86	0.79	0.94	1.12	每股指标(元)				
资产负债表									
货币资金	2266	2003	2548	3473	每股收益	0.86	0.79	0.94	1.12
交易性金融资产	471	521	571	621	每股净资产	6.94	7.46	8.07	8.80
应收票据及应收账款	2896	2722	3010	3233	估值比率				
预付款项	164	179	176	196	PE	15.10	16.35	13.81	11.50
存货	1540	1594	1722	1785	PB	1.86	1.73	1.60	1.47
流动资产合计	8555	7957	9279	10648	现金流量表				
固定资产	1142	1052	959	863	净利润	751	666	817	971
在建工程	76	73	69	66	折旧和摊销	209	221	225	220
无形资产	412	344	276	209	营运资本变动	-230	-891	-206	119
非流动资产合计	4056	3915	3725	3541	其他	78	48	66	62
资产总计	12611	11872	13005	14189	经营活动现金流净额	808	45	901	1372
短期借款	658	608	558	508	资本开支	-79	-48	-28	-26
应付票据及应付账款	1056	961	1059	1160	其他	165	-40	-39	-38
其他流动负债	3777	2734	3223	3700	投资活动现金流净额	86	-89	-67	-64
流动负债合计	5491	4303	4839	5368	股权融资	1	0	0	0
其他	374	364	392	375	债务融资	-65	6	-22	-67
非流动负债合计	374	364	392	375	其他	-64	-225	-267	-316
负债合计	5865	4667	5231	5743	筹资活动现金流净额	-128	-220	-289	-383
股本	757	757	757	757	现金及现金等价物净增加额	767	-263	545	924
资本公积金	521	521	521	521					
未分配利润	3602	3902	4256	4681					
少数股东权益	1493	1560	1668	1787					
其他	374	466	572	700					
所有者权益合计	6746	7205	7774	8446					
负债和所有者权益总计	12611	11872	13005	14189					

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