



昆药集团 (600422.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

银发健康赛道长坡厚雪，短期调整不改长期发展前景

业绩简评

2026年3月19日，公司发布2025年年度报告。2025年公司实现营业收入65.75亿元（同比-21.7%），归母净利润3.50亿元（同比-46.0%），扣非归母净利润1.07亿元（同比-74.5%）。

单季度看，公司2025年Q4实现收入18.24亿元（同比-29.9%），归母净利润0.81亿元（同比-60.4%），扣非归母净利润-0.1亿元。2025年，公司直接&间接参股的维立志博上市，该事项增加公司净利润约1.19亿元。

经营分析

多重因素影响，业绩短期承压。院内表现偏弱，主要受中成药集采执行进展相对较慢、医保控费政策深化等影响，存量业务承压，而增量业务尚处导入期。院外，零售行业普遍处于调整期，行业竞争加剧，影响客流及动销节奏，叠加公司渠道优化与模式变革等，业绩表现有所波动。

分产品来看，口服承压、针剂表现稳健。25年公司口服剂收入为23.1亿元，同比-37.4%，毛利率为64.4%，同比-3.05pct，除受前述零售市场调整影响外，部分地区政策影响下，血塞通软胶囊销量同比有所下滑；针剂收入为6.1亿元，同比+12.6%，毛利率为88.01%，同比+5.46pct，注射用血塞通（冻干）集采中标后销量同比增长5.65%。

学术引领品牌建设，多个产品获权威认可。1)《缺血性卒中脑细胞保护临床实践中国专家共识》，推荐缺血性脑卒中患者急性期个体化应用血塞通软胶囊；2)《更年期综合征（围绝经期综合征）病证结合诊疗指南》，推荐舒肝颗粒用于更年期综合征伴烦躁、抑郁、失眠（2b级强推荐）。3)《胃食管反流病中西医结合诊疗专家共识（2025）》，强推荐胃食管反流（气郁痰阻证）患者应用香砂平胃颗粒。

盈利预测、估值与评级

公司作为银发健康赛道的优质标的，我们仍看好其长期发展前景。考虑到公司进入转型变革的关键阶段，且可能仍面临零售端持续调整的挑战，以及暂无法预测维立志博收益影响，我们将公司26-27年归母净利润预测由7.68/9.67亿元调整至2.14/3.50亿元，并预计其28年为4.96亿元，26-28年分别同比-39%/+63%/+41%，EPS分别为0.28/0.46/0.65元，现价对应PE分别为42/26/18倍，维持“增持”评级。

风险提示

产品放量不及预期、行业监管政策力度加强风险、公司产品成本提高风险、市场竞争加剧风险等。

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：王奔奔（执业 S1130525070006）

wangbenben@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.92元

相关报告：

- 《昆药集团公司点评：集采执行晚于预期，下半年趋势有望向好》，2025.8.17
- 《昆药集团公司点评：业绩短期承压，期待渠道变革成效》，2025.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,401	6,575	6,778	7,209	7,677
营业收入增长率	9.07%	-21.74%	3.09%	6.35%	6.50%
归母净利润(百万元)	648	350	214	350	496
归母净利润增长率	45.74%	-46.00%	-38.74%	63.40%	41.47%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.46	0.28	0.46	0.65
每股经营性现金流净额	1.07	0.38	1.34	1.14	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.34%	6.53%	3.90%	6.11%	8.15%
P/E	18.51	27.17	42.09	25.76	18.21
P/B	2.28	1.77	1.64	1.57	1.48

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	7,703	8,401	6,575	6,778	7,209	7,677
增长率		9.1%	-21.7%	3.1%	6.4%	6.5%
主营业务成本	-4,251	-4,750	-4,042	-4,155	-4,345	-4,547
%销售收入	55.2%	56.5%	61.5%	61.3%	60.3%	59.2%
毛利	3,453	3,651	2,533	2,623	2,864	3,131
%销售收入	44.8%	43.5%	38.5%	38.7%	39.7%	40.8%
营业税金及附加	-75	-82	-60	-61	-65	-69
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-2,433	-2,226	-1,708	-1,742	-1,817	-1,919
%销售收入	31.6%	26.5%	26.0%	25.7%	25.2%	25.0%
管理费用	-314	-371	-379	-380	-382	-392
%销售收入	4.1%	4.4%	5.8%	5.6%	5.3%	5.1%
研发费用	-71	-107	-103	-105	-112	-115
%销售收入	0.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	560	865	283	335	489	636
%销售收入	7.3%	10.3%	4.3%	4.9%	6.8%	8.3%
财务费用	-10	-14	-43	-51	-37	-24
%销售收入	0.1%	0.2%	0.7%	0.8%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-119	-68	-55	-53	-48	-31
公允价值变动收益	1	7	109	0	0	0
投资收益	17	15	62	15	15	15
%税前利润	3.1%	1.6%	13.1%	4.7%	3.1%	2.3%
营业利润	568	928	449	317	489	665
营业利润率	7.4%	11.0%	6.8%	4.7%	6.8%	8.7%
营业外收支	-5	7	25	0	0	0
税前利润	564	935	474	317	489	665
利润率	7.3%	11.1%	7.2%	4.7%	6.8%	8.7%
所得税	-109	-183	-55	-48	-73	-100
所得税率	19.4%	19.6%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	454	751	419	269	415	566
少数股东损益	9	103	69	55	65	70
归属于母公司的净利润	445	648	350	214	350	496
净利率	5.8%	7.7%	5.3%	3.2%	4.9%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	454	751	419	269	415	566
少数股东损益	9	103	69	55	65	70
非现金支出	333	277	256	200	208	205
非经营收益	-16	10	-80	32	64	59
营运资金变动	-414	-230	-306	513	177	158
经营活动现金净流	357	808	289	1,015	864	987
资本开支	-57	-79	-89	-136	-213	-243
投资	-290	150	-578	-18	0	0
其他	8	16	30	15	15	15
投资活动现金净流	-339	86	-637	-139	-198	-228
股权募资	18	1	16	0	0	0
债权募资	-29	-65	887	-95	-113	-67
其他	-191	-64	-1,558	-161	-193	-226
筹资活动现金净流	-202	-128	-655	-256	-305	-293
现金净流量	-182	767	-1,003	621	360	467

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,493	2,266	1,235	1,841	2,190	2,649
应收款项	3,031	3,985	3,671	3,318	3,260	3,166
存货	1,688	1,540	1,383	1,375	1,286	1,277
其他流动资产	818	764	1,435	1,466	1,472	1,479
流动资产	7,031	8,555	7,724	8,000	8,208	8,571
%总资产	73.5%	67.8%	65.6%	66.2%	66.5%	67.0%
长期投资	342	328	399	417	417	417
固定资产	1,179	1,218	1,176	1,223	1,269	1,331
%总资产	12.3%	9.7%	10.0%	10.1%	10.3%	10.4%
无形资产	639	2,153	2,142	2,098	2,110	2,121
非流动资产	2,534	4,056	4,050	4,090	4,143	4,213
%总资产	26.5%	32.2%	34.4%	33.8%	33.5%	33.0%
资产总计	9,565	12,611	11,774	12,090	12,351	12,784
短期借款	749	738	949	876	753	676
应付款项	2,325	3,964	2,220	2,573	2,607	2,648
其他流动负债	571	788	657	541	589	641
流动负债	3,644	5,491	3,826	3,989	3,950	3,965
长期贷款	108	46	683	683	683	683
其他长期负债	337	328	323	285	284	287
负债	4,089	5,865	4,832	4,957	4,917	4,935
普通股股东权益	5,297	5,254	5,362	5,498	5,735	6,079
其中：股本	758	757	757	757	757	757
未分配利润	3,017	3,602	3,735	3,873	4,110	4,454
少数股东权益	179	1,493	1,579	1,634	1,699	1,769
负债股东权益合计	9,565	12,611	11,774	12,090	12,351	12,784
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.587	0.856	0.462	0.283	0.463	0.655
每股净资产	6.989	6.940	7.084	7.264	7.576	8.031
每股经营现金净流	0.471	1.067	0.382	1.341	1.141	1.304
每股股利	0.200	0.300	0.180	0.100	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	8.39%	12.34%	6.53%	3.90%	6.11%	8.15%
总资产收益率	4.65%	5.14%	2.97%	1.77%	2.84%	3.88%
投入资本收益率	7.12%	9.21%	2.91%	3.27%	4.67%	5.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.99%	9.07%	-21.74%	3.09%	6.35%	6.50%
EBIT 增长率	15.58%	54.40%	-67.30%	18.53%	45.82%	29.98%
净利润增长率	16.05%	45.74%	-46.00%	-38.74%	63.40%	41.47%
总资产增长率	1.41%	31.84%	-6.64%	2.69%	2.16%	3.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.2	116.6	171.6	160.0	150.0	140.0
存货周转天数	144.6	124.0	132.0	122.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	58.3	47.2	53.4	53.0	52.0	51.0
固定资产周转天数	51.3	49.6	59.7	57.8	54.1	51.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.65%	-28.94%	-10.25%	-19.50%	-25.06%	-30.57%
EBIT 利息保障倍数	54.6	61.9	6.5	6.6	13.1	26.1
资产负债率	42.75%	46.51%	41.04%	41.00%	39.81%	38.61%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	8
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.40	1.50	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究