

昆药集团 (600422.SH) 2025 年经营承压，砺行克难扎实推进业务发展

2026 年 03 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

巢舒然（分析师）

yuruyi@kysec.cn

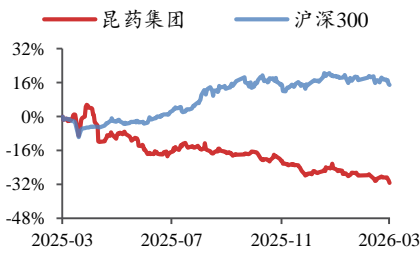
chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525110001

日期	2026/3/20
当前股价(元)	11.71
一年最高最低(元)	18.64/11.69
总市值(亿元)	88.64
流通市值(亿元)	88.64
总股本(亿股)	7.57
流通股本(亿股)	7.57
近 3 个月换手率(%)	55.31

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《渠道改革纵深推进，以破求立夯实发展基础——公司信息更新报告》
-2025.8.18

● 经营业绩承压，看好银发健康布局成长潜力，维持“买入”评级

公司 2025 年实现营收 65.75 亿元（同比-21.74%，下文皆为同比口径）；归母净利润 3.50 亿元（-46.00%）；扣非归母净利润 1.07 亿元（-74.45%）。从盈利能力来看，2025 年毛利率为 38.52%（-4.94pct）；净利率为 6.37%（-2.57pct）。从费用端来看，2025 年销售费用率为 25.98%（-0.51pct）；管理费用率为 5.76%（+1.34pct）；研发费用率为 1.56%（+0.29pct）；财务费用率为 0.66%（+0.49pct）。考虑到公司阶段性受外部经营环境变化与内部模式转型的双重影响，下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 2.44/3.58/4.49 亿元（原预计为 7.59/9.12 亿元），EPS 为 0.32/0.47/0.59 元，当前股价对应 PE 为 36.4/24.8/19.7 倍，我们看好公司银发健康布局带来的潜在成长空间，维持“买入”评级。

● 针剂营收触底增长，毛利率同步提升

分行业来看，公司 2025 年口服剂实现营收 23.13 亿元（-37.36%），毛利率 64.39%（-3.05pct）；针剂实现营收 6.07 亿元（+12.57%），毛利率 88.01%（+5.46pct）；其他营收 0.81 亿元（+11.95%），毛利率 32.97%（-28.67pct）；药品、器械批发与零售营收 32.70 亿元（-10.52%），毛利率 13.11%（-2.79pct）。整体来看，2025 年公司受全国中药集采执行进度滞后于预期、增量业务仍处于市场准入与成长培育期等因素影响，院内存量业务承压。此过程中公司主动应对经营挑战，持续推进相关市场拓展工作，注射用血塞通（冻干）产品销量逐渐改善，同时借助全产业链管理优化、集采等助力毛利率恢复，呈现经营的触底改善。

● 聚焦优势领域，创新研发强内核

公司长期聚焦老龄健康-慢病管理领域，并持续深化核心领域的创新药布局。2025 年，适用于缺血性脑卒中的天然药物 1 类新药 020 继续推进 II 期临床；于 2024 年获得《药物临床试验批准通知书》的治疗非酒精性脂肪性肝炎的化药 1 类新药 111 项目正在开展临床 I 期；治疗实体瘤的化药 1 类新药 079 有序开展临床 I 期。

● **风险提示：**市场及政策变化风险、产品销售不及预期、新品研发不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,401	6,575	6,791	7,256	7,726
YOY(%)	-0.3	-21.7	3.3	6.8	6.5
归母净利润(百万元)	648	350	244	358	449
YOY(%)	19.9	-46.0	-30.3	46.8	25.5
毛利率(%)	43.5	38.5	40.9	41.3	41.6
净利率(%)	7.7	5.3	3.6	4.9	5.8
ROE(%)	11.1	6.0	4.0	5.7	6.8
EPS(摊薄/元)	0.86	0.46	0.32	0.47	0.59
P/E(倍)	13.7	25.3	36.4	24.8	19.7
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8555	7724	9657	8583	10613	营业收入	8401	6575	6791	7256	7726
现金	2266	1235	3285	1427	3566	营业成本	4750	4042	4010	4261	4516
应收票据及应收账款	2896	3416	3103	3862	3555	营业税金及附加	82	60	64	70	73
其他应收款	130	143	139	163	159	营业费用	2226	1708	1922	1959	1993
预付账款	164	106	173	126	192	管理费用	371	379	509	508	541
存货	1540	1383	1517	1565	1701	研发费用	107	103	122	141	162
其他流动资产	1559	1440	1440	1440	1440	财务费用	14	43	21	10	4
非流动资产	4056	4050	3948	3860	3792	资产减值损失	-22	-32	0	0	0
长期投资	23	77	77	77	77	其他收益	121	92	116	113	111
固定资产	1142	1076	1037	1026	1007	公允价值变动收益	7	109	109	109	109
无形资产	632	630	582	528	489	投资净收益	15	62	12	13	12
其他非流动资产	2259	2266	2252	2229	2218	资产处置收益	1	1	4	2	2
资产总计	12611	11774	13605	12443	14405	营业利润	928	449	350	506	632
流动负债	5491	3826	5523	4211	5912	营业外收入	4	26	10	12	13
短期借款	658	813	813	813	813	营业外支出	-3	1	8	4	3
应付票据及应付账款	1056	876	1040	996	1162	利润总额	935	474	352	514	642
其他流动负债	3777	2136	3669	2402	3937	所得税	183	55	60	86	104
非流动负债	374	1006	849	695	544	净利润	751	419	292	429	538
长期借款	46	683	526	371	221	少数股东损益	103	69	48	71	89
其他非流动负债	328	323	323	323	323	归属母公司净利润	648	350	244	358	449
负债合计	5865	4832	6372	4906	6456	EBITDA	1094	706	525	685	805
少数股东权益	1493	1579	1627	1698	1787	EPS(元)	0.86	0.46	0.32	0.47	0.59
股本	757	757	757	757	757						
资本公积	521	520	520	520	520						
留存收益	3981	4114	4337	4673	5102						
归属母公司股东权益	5254	5362	5606	5839	6162						
负债和股东权益	12611	11774	13605	12443	14405						

现金流量表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	808	289	2161	-1613	2397
净利润	751	419	292	429	538
折旧摊销	185	175	160	167	169
财务费用	14	43	21	10	4
投资损失	-15	-62	-12	-13	-12
营运资金变动	-230	-306	1779	-2132	1770
其他经营现金流	103	20	-80	-74	-72
投资活动现金流	86	-637	66	44	22
资本支出	79	91	59	80	101
长期投资	150	-582	0	0	0
其他投资现金流	16	36	125	124	123
筹资活动现金流	-128	-655	-177	-289	-280
短期借款	-67	155	0	0	0
长期借款	-62	637	-157	-154	-151
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-1806	-1	0	0	0
其他筹资现金流	1808	-1446	-20	-135	-130
现金净增加额	767	-1003	2051	-1858	2139

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-0.3	-21.7	3.3	6.8	6.5
营业利润(%)	17.5	-51.6	-21.9	44.6	24.7
归属于母公司净利润(%)	19.9	-46.0	-30.3	46.8	25.5
获利能力					
毛利率(%)	43.5	38.5	40.9	41.3	41.6
净利率(%)	7.7	5.3	3.6	4.9	5.8
ROE(%)	11.1	6.0	4.0	5.7	6.8
ROIC(%)	11.6	6.5	4.1	5.8	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	41.0	46.8	39.4	44.8
净负债比率(%)	-18.2	9.3	-21.6	1.9	-27.0
流动比率	1.6	2.0	1.7	2.0	1.8
速动比率	1.2	1.6	1.4	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.0	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	7.7	6.8	6.8	6.8	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.46	0.32	0.47	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	0.38	2.86	-2.13	3.17
每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.08	7.41	7.71	8.14
估值比率					
P/E	13.7	25.3	36.4	24.8	19.7
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	14.1	14.9	14.0	9.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn