

昆药集团 (600422)

2025 年报点评: 短期业绩承压, 银发经济长期发展向好

买入 (维持)

2026 年 03 月 24 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 向潇

执业证书: S0600525090003

xiangxiao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	8,401	6,575	6,931	7,320	7,737
同比 (%)	(0.34)	(21.74)	5.40	5.62	5.69
归母净利润 (百万元)	648.08	349.94	278.15	368.55	462.36
同比 (%)	19.86	(46.00)	(20.52)	32.50	25.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.86	0.46	0.37	0.49	0.61
P/E (现价&最新摊薄)	13.11	24.27	30.54	23.05	18.37

股价走势



投资要点

- **事件:** 2025 年公司实现营业收入 65.75 亿元 (-21.74%, 同比, 下同); 归母净利润 3.50 亿元 (-46.00%), 扣非归母净利润 1.07 亿元 (-74.45%)。公司全年业绩承压主要原因系: 1) 院内端, 中成药集采扩围接续执行落地晚于预期, 医保控费持续深化, 存量业务面临竞争压力; 2) 院外端, 零售药店整合出清, 客流波动叠加动销放缓, 精品国药部分产品仍处渠道拓展培育期; 3) 公司处于渠道优化与模式变革关键期, 品牌建设、市场拓展等战略性投入短期拖累业绩。
- **集采逐步落地+渠道深耕, 核心品种增长可期:** 公司积极参与全国及省级集采, 加快院线覆盖与基层终端布局, 强化学术推广与团队协作, 截至 2025 年报, 已有多地完成集采执标启动工作, 其余省份正稳步推进政策落地, 随着各地集采执标工作推进, **注射用血塞通 (冻干) 销量已逐步改善, 血塞通口服系列通过商销渠道拓展增量空间**。同时, 公司持续推动营销模式向集约化商道体系转型, 聚焦“稳存量、拓增量、促动销”, 扩大终端覆盖密度与连锁合作深度, 为核心品种长期放量奠定基础。
- **强化品牌建设, 构筑银发健康与精品国药护城河:** 公司坚定聚焦“银发健康产业引领者、精品国药领先者”战略目标, 以品牌升级为抓手, 深度绑定核心赛道需求。在银发健康领域, “777”品牌强化“三七就是 777”的认知, 推出血塞通软胶囊焕新包装, 构建以“阿理疗法”为核心的心脑血管专业用药体系, 通过“银发青年守护行动”、卒中筛查、健康科普等活动, 精准触达老龄及慢病人群, 深化品牌情感链接与用户黏性。在精品国药领域, “昆中药 1381”依托 645 年非遗传承底蕴, 发布“640 年非遗, 制上乘中药”全新品牌战略, 推出覆盖补肾养肾、健脾益胃等五大品类的 27 款新品, 安宫牛黄丸、再造丸等典藏名方获批上市, 参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等核心产品通过央视平台曝光、场景化营销与全渠道布局, 巩固细分市场领先地位。双品牌协同发力, 精准覆盖“治未病”“慢病管理”“精品滋补”等多元需求, 构筑起差异化竞争壁垒。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 2025 年公司面临院内集采执行落地晚于预期, 院外零售药店整合出清等多方面不利因素, 导致整体业绩承压, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测由 6.2/7.4 亿元下调至 2.8/3.7 亿元, 同时预测公司 2028 年归母净利润为 4.6 亿元, 当前市值对应 PE 为 31/23/18X。同时考虑到公司长期规划明确, 银发经济、精品国药战略布局持续深化, 长期发展空间向好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品放量不及预期风险、政策风险、市场竞争加剧风险等。

市场数据

收盘价(元)	11.22
一年最低/最高价	11.08/18.64
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	8,493.27
总市值(百万元)	8,493.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.08
资产负债率(%,LF)	41.04
总股本(百万股)	756.98
流通 A 股(百万股)	756.98

相关研究

- 《昆药集团(600422): 2025 年半年报点评: 多重因素下业绩承压, 渠道改革持续蓄能》
2025-08-18
- 《昆药集团(600422): 2024 年年报点评: 核心品种逐步放量, 持续改革融合未来可期》
2025-03-14

昆药集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,724	7,719	8,309	8,898	营业总收入	6,575	6,931	7,320	7,737
货币资金及交易性金融资产	2,344	3,481	3,927	4,385	营业成本(含金融类)	4,042	4,201	4,406	4,539
经营性应收款项	3,634	2,475	2,539	2,680	税金及附加	60	62	66	0
存货	1,383	1,409	1,480	1,463	销售费用	1,708	1,802	1,976	2,089
合同资产	0	0	0	0	管理费用	379	416	439	464
其他流动资产	363	355	362	370	研发费用	103	104	110	116
非流动资产	4,050	3,896	3,773	3,624	财务费用	43	47	0	0
长期股权投资	77	77	77	77	加:其他收益	92	120	120	40
固定资产及使用权资产	1,151	1,088	1,024	936	投资净收益	62	15	15	15
在建工程	100	80	60	40	公允价值变动	109	0	0	0
无形资产	373	333	293	253	减值损失	(55)	(80)	0	0
商誉	1,499	1,499	1,499	1,499	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	13	13	13	13	营业利润	449	353	458	584
其他非流动资产	835	805	805	805	营业外净收支	25	0	0	0
资产总计	11,774	11,616	12,081	12,522	利润总额	474	353	458	584
流动负债	3,826	3,308	3,321	3,399	减:所得税	55	42	55	70
短期借款及一年内到期的非流动负债	949	849	749	749	净利润	419	311	403	514
经营性应付款项	876	817	857	883	减:少数股东损益	69	33	34	51
合同负债	51	69	73	77	归属母公司净利润	350	278	369	462
其他流动负债	1,949	1,573	1,642	1,690	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.46	0.37	0.49	0.61
非流动负债	1,006	1,056	1,106	1,106	EBIT	331	400	458	584
长期借款	683	733	783	783	EBITDA	532	524	581	732
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.52	39.38	39.81	41.33
租赁负债	53	53	53	53	归母净利率(%)	5.32	4.01	5.03	5.98
其他非流动负债	270	270	270	270	收入增长率(%)	(21.74)	5.40	5.62	5.69
负债合计	4,832	4,364	4,427	4,505	归母净利润增长率(%)	(46.00)	(20.52)	32.50	25.45
归属母公司股东权益	5,362	5,640	6,008	6,319					
少数股东权益	1,579	1,612	1,646	1,697					
所有者权益合计	6,941	7,252	7,654	8,017					
负债和股东权益	11,774	11,616	12,081	12,522					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	289	1,233	481	594	每股净资产(元)	7.08	7.45	7.94	8.35
投资活动现金流	(637)	15	15	15	最新发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
筹资活动现金流	(655)	(109)	(50)	(151)	ROIC(%)	3.62	4.02	4.44	5.45
现金净增加额	(1,003)	1,138	446	457	ROE-摊薄(%)	6.53	4.93	6.13	7.32
折旧和摊销	201	123	124	148	资产负债率(%)	41.04	37.57	36.64	35.98
资本开支	(89)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.27	30.54	23.05	18.37
营运资本变动	(306)	674	(31)	(53)	P/B(现价)	1.58	1.51	1.41	1.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>