



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月21日

基础数据

04月17日收盘价（元）	11.17
总市值（亿元）	84.55
总股本（亿股）	7.57

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】昆药集团：2025年上半年业绩短期承压，看好长期发展向好-2025.09.19

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005
dongxiaojie@xyzq.com.cn

研究助理：柳一林

liuyilin1@xyzq.com.cn

昆药集团(600422.SH)

2025年营收利润双承压，改革进入关键深水区

投资要点：

- 内外双重压力叠加致业绩全面承压，非经常性损益贡献利润主体。2025年，公司实现营业收入65.75亿元，同比降低21.74%；归母净利润3.50亿元，同比降低46.00%；扣非归母净利润1.07亿元，同比降低74.45%；毛利率38.52%，同比降低4.94pct。公司营收降低主要源于中成药集采执行进度不及预期、医保控费深化导致院内存量业务承压，增量业务仍处培育期；同时零售终端客流波动及精品国药部分产品渠道拓展受行业周期影响明显。归母净利润与扣非归母净利润之间差距显著，主要系当期非经常性损益合计约2.43亿元，包含金融资产与负债公允价值变动、政府补助等项目。费用端，2025年销售费用率25.98%，同比降低0.51pct；管理费用率5.76%，同比提升1.34pct；研发费用率1.56%，同比提升0.29pct。
- “777”血塞通系列针剂逆势增长，“昆中药1381”精品国药多产品获权威共识推荐。在核心产品层面：2025年针剂板块收入6.07亿元，同比增长12.57%，其中注射用血塞通（冻干）2025年生产量和销售量的同比增长率分别为5.19%和5.65%，报告期内在越南市场中标数量持续增加，医院覆盖率有效提升；血塞通软胶囊于2025年4月进入《缺血性卒中脑细胞保护临床实践中国专家共识》，PANDA研究预设年龄亚组分析发表于《Chinese Medicine》，为高龄患者合理用药提供循证支撑。精品国药板块，舒肝颗粒获《更年期综合征（围绝经期综合征）病证结合诊疗指南》强推荐（2b级）；香砂平胃颗粒进入《胃食管反流病中西医结合诊疗专家共识（2025）》并获强推荐。学术影响力的持续积累为产品后续渗透率提升奠定基础。
- 创新管线稳步推进，全球化布局扎实拓展。研发层面：天然药物1类新药020（用于缺血性卒中适应症）继续推进II期临床；化药1类新药111项目（用于非酒精性脂肪性肝炎）I期临床稳步推进；化药1类新药079（用于实体瘤）I期临床有序进行；天麻素注射液（化药2.4类，用于预防心脏外科手术谵妄）于2025年3月获IND批准并已启动临床前期准备；化药3类150项目（用于透析CKD患者高磷血症）于2025年7月获批上市，进一步丰富骨骼肌肉慢病管线。全球化层面：双氢青蒿素哌喹片（科泰复）首次获得全球基金采购订单，交期达成率考核获满分；血塞通软胶囊在加拿大获膳食补充剂注册批件；2025年全年提交海外注册申请143份，成功获批22个产品文号。
- 盈利预测与估值：预计公司2026-2028年营业收入分别为67.80 / 71.30 / 76.23亿元，归母净利润分别为2.45 / 3.54 / 4.68亿元，对应2026年4月17日收盘价，PE分别为34.5 / 23.9 / 18.1倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：消费环境不及预期、销售不及预期、行业政策变化、原材料价格波动等风险。

主要财务指标

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	6575	6780	7130	7623
同比增长	-21.7%	3.1%	5.2%	6.9%
归母净利润（百万元）	350	245	354	468
同比增长	-46.0%	-29.9%	44.5%	32.2%
毛利率	38.5%	39.0%	40.1%	41.5%
ROE	6.5%	4.4%	6.2%	7.8%
每股收益（元）	0.46	0.32	0.47	0.62
市盈率	24.2	34.5	23.9	18.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7724	8672	8820	9581
货币资金	1235	2687	2334	3001
交易性金融资产	1109	1109	1109	1109
应收票据及应收账款	3416	2882	3297	3320
预付款项	106	126	121	131
存货	1383	1367	1422	1465
其他	475	502	536	555
非流动资产	4050	4009	3951	3876
长期股权投资	77	77	77	77
固定资产	1076	1073	1061	1030
在建工程	100	120	136	159
无形资产	373	323	272	220
商誉	1499	1499	1499	1499
其他	924	917	905	890
资产总计	11774	12682	12771	13456
流动负债	3826	4500	4301	4610
短期借款	813	813	813	813
应付票据及应付账款	876	907	932	975
其他	2136	2779	2556	2821
非流动负债	1006	1006	1006	1006
长期借款	683	683	683	683
其他	323	323	323	323
负债合计	4832	5506	5308	5616
股本	757	757	757	757
未分配利润	3735	3852	4020	4241
少数股东权益	1579	1659	1725	1811
股东权益合计	6941	7175	7463	7840
负债及权益合计	11774	12682	12771	13456

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
归母净利润	350	245	354	468
折旧和摊销	201	231	248	265
营运资金的变动	-306	1120	-757	160
经营活动产生现金流量	289	1741	-14	1058
资本支出	-89	-178	-179	-179
长期投资	-578	0	0	0
投资活动产生现金流量	-637	-140	-149	-157
债券融资	887	0	0	0
股权融资	16	0	0	0
融资活动产生现金流量	-655	-147	-190	-234
现金净变动	-1003	1453	-353	667

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6575	6780	7130	7623
营业成本	4042	4133	4272	4456
税金及附加	60	64	67	69
销售费用	1708	1775	1857	1976
管理费用	379	365	386	411
研发费用	103	96	103	107
财务费用	43	46	38	40
投资收益	62	38	30	21
公允价值变动收益	109	0	0	0
信用减值损失	-23	-48	-47	-45
资产减值损失	-32	-15	-15	-15
营业利润	449	374	477	634
营业外收支	25	11	10	10
利润总额	474	385	487	644
所得税	55	60	66	90
净利润	419	325	421	554
少数股东损益	69	79	67	86
归属母公司净利润	350	245	354	468
EPS (元)	0.46	0.32	0.47	0.62

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-21.7%	3.1%	5.2%	6.9%
营业利润增长率	-51.6%	-16.7%	27.6%	32.9%
归母净利润增长率	-46.0%	-29.9%	44.5%	32.2%
盈利能力				
毛利率	38.5%	39.0%	40.1%	41.5%
归母净利率	5.3%	3.6%	5.0%	6.1%
ROE	6.5%	4.4%	6.2%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	41.0%	43.4%	41.6%	41.7%
流动比率	2.02	1.93	2.05	2.08
速动比率	1.57	1.54	1.63	1.68
营运能力				
资产周转率	0.54	0.55	0.56	0.58
每股资料 (元)				
每股收益	0.46	0.32	0.47	0.62
每股经营现金	0.38	2.30	-0.02	1.40
估值比率 (倍)				
PE	24.2	34.5	23.9	18.1
PB	1.6	1.5	1.5	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn