

昆药集团 (600422.SH)

增持 (首次评级)

业绩承压，蓄势待发

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	8,401	6,575	6,676	6,869	7,181
增长率 yoy (%)	-0.3	-21.7	1.5	2.9	4.5
归母净利润 (百万元)	648	350	222	428	494
增长率 yoy (%)	19.9	-46.0	-36.5	92.7	15.4
ROE (%)	11.1	6.0	3.7	6.7	7.4
EPS 最新摊薄 (元)	0.86	0.46	0.29	0.57	0.65
P/E (倍)	11.1	20.5	32.3	16.8	14.5
P/B (倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

2026 年一季度业绩承压，主要系公司渠道优化与模式变革深化叠加行业深度调整等所致。2026 年一季度公司实现营收 8.36 亿元(同比-48.01%)，归母净利润-1.42 亿元(同比-256.70%)，扣非归母净利润-1.90 亿元(同比-363.98%)。**慢病管理领域**，公司产品面临集采竞品增加及价格带趋同形成的竞争压力，叠加公司自身渠道优化、改革深化等多重因素的影响，院内存量业务承压明显。**精品国药领域**，公司聚焦渠道与价值重构寻求破局之法，推动过去分散的销售模式向集约化模式转型，同时围绕脾胃、情绪等核心品种优化产品策略，加快基层市场开发，拓展产品渠道的广度与深度；发力昆中药 1381 企业品牌和重点产品品牌建设，推动“央媒矩阵+战略 IP+数字生态”的传播体系搭建，通过精细化运营提高品牌传播渗透能力。

紧密围绕老龄化慢病领域与银发健康相关需求，深化创新布局，优化研发管线结构。2026 年一季度，公司化药 2.4 类新药 232 项目 I 期临床正式启动；治疗非酒精性脂肪肝的 1 类创新药 111 项目与适用于缺血性脑卒中治疗的 1 类天然药 020 项目分别有序推进 I 期、IIb 期临床研究；仿制药及产品力提升项目按既定计划稳步实施。公司将持续依托华润体系的协同赋能，不断完善研发体系、提升创新能力，以科技创新助力公司高质量发展。

公司品牌文化优势突出。公司针对以三七为核心成分的产品群，正式推出“777”全新品牌，构建“三七就是 777”品牌认知，强化消费者对于血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷的认知。“777”品牌传承华润三九“关爱大众健康”、昆药集团“大药厚德，痼疾在抱”的使命，在“人口老龄化”、“慢病年轻化”的趋势下，立足三七产业链，打造品牌护城河，是推动三七产业链高质量发展的新探索、新实践。秉承“大药厚德、痼疾在抱”理念的“昆中药 1381”肇启于明太祖洪武十四年（公元 1381 年），至今已有 645 年历史，是中国五大中药老字号之一，中国非物质文化遗产保护单位。以昆中药参苓健脾颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸等为代表的传统精品国药持续发力。公司围绕老龄化健康需求，致力打造“银发健康产业引领者”“精品国药领先者”“老龄健康-慢病管理领导者”，持续推进品牌建设，不断提升品牌价值。

营销渠道有望在三九商道赋能下逐步完善。公司在借助三九商道的基础之上，进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”

股票信息

行业	医药
2026 年 04 月 28 日收盘价(元)	9.49
总市值 (百万元)	7,183.70
流通市值 (百万元)	7,183.70
总股本 (百万股)	756.98
流通股本 (百万股)	756.98
近 3 月日均成交额(百万元)	82.90

作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

相关研究

的销售渠道，完成全国范围内的零售、医疗体系销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控。渠道建设方面，公司以客户驱动力、渠道驱动力、动销驱动力、品牌驱动力的“四力建设”，为终端覆盖与动销突破积蓄质变力量。公司持续创新营销模式，形成与现有丰富产品线相匹配的国内外营销网络和营销队伍。医院市场通过创新学术推广形式、开展高水平循证医学研究，优化对患者的服务路径，提升学术权威影响力；零售市场以专业化慢病管理平台为依托，为患者提供专业服务；在市场中树立了专业品牌形象，创新的学术营销，提升学术营销体系综合实力。诊所市场以专业的学术推广形式，结合适应基层市场的营销模式，为公司的处方药渠道的下沉打下了坚实的基础。

深化降本增效，业绩释放有望加速。公司坚持精益管理理念，以精细化、标准化、体系化为抓手，多措并举、系统推进降本增效各项工作。通过优化资源配置、严控运营成本，持续优化运营效率与风险控制水平，不断提升经营质量与管理效能。在华润体系的重塑下，公司经营效率有望持续提升，进而带动业绩加速释放。

给予“增持”评级。我们预计 2026-2028 年归母净利润 2.22/4.28/4.94 亿元，同比-36.5%/+92.7%/+15.4%，EPS 为 0.29/0.57/0.65 元，对应 PE32.3x/16.8x/14.5x。考虑到公司核心产品价格边际改善，三九商道赋能渠道改革成效渐显，提质增效空间较大，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：集采等政策调整风险、中药材价格波动超预期、渠道改革不畅

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8555	7724	7929	8307	8808
现金	2266	1235	1594	2257	2620
应收票据及应收账款	2896	3416	3199	2879	2976
其他应收款	130	143	124	151	136
预付账款	164	106	161	114	173
存货	1540	1383	1352	1436	1419
其他流动资产	1559	1440	1500	1470	1485
非流动资产	4056	4050	4058	4063	4055
长期股权投资	23	77	88	101	116
固定资产	1142	1076	1096	1103	1098
无形资产	632	630	636	635	628
其他非流动资产	2259	2266	2239	2224	2214
资产总计	12611	11774	11987	12370	12864
流动负债	5491	3826	3973	4012	4175
短期借款	658	813	736	775	755
应付票据及应付账款	1056	876	974	991	1083
其他流动负债	3777	2136	2263	2247	2337
非流动负债	374	1006	920	818	706
长期借款	46	683	595	494	381
其他非流动负债	328	323	326	324	325
负债合计	5865	4832	4893	4830	4881
少数股东权益	1493	1579	1619	1696	1788
股本	757	757	757	757	757
资本公积	521	520	520	520	520
留存收益	3981	4114	4272	4575	4926
归属母公司股东权益	5254	5362	5475	5843	6194
负债和股东权益	12611	11774	11987	12370	12864

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	808	289	470	1130	712
净利润	751	419	263	505	586
折旧摊销	185	175	173	182	195
财务费用	14	43	31	24	17
投资损失	-15	-62	-22	-22	-26
营运资金变动	-230	-306	6	392	-88
其他经营现金流	103	20	19	49	28
投资活动现金流	86	-637	207	-303	-41
资本支出	79	91	166	176	171
长期投资	150	-582	-11	-13	-15
其他投资现金流	16	36	384	-114	145
筹资活动现金流	-128	-655	-318	-164	-308
短期借款	-67	155	-78	39	-19
长期借款	-62	637	-89	-101	-113
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	-152	-102	-176
现金净增加额	767	-1003	359	663	363

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8401	6575	6676	6869	7181
营业成本	4750	4042	4103	4182	4282
营业税金及附加	82	60	63	64	68
销售费用	2226	1708	1782	1607	1723
管理费用	371	379	381	388	395
研发费用	107	103	100	103	108
财务费用	14	43	31	24	17
资产和信用减值损失	-68	-55	-67	-70	-68
其他收益	121	92	116	116	114
公允价值变动收益	7	109	25	31	35
投资净收益	15	62	22	22	26
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	928	449	313	600	695
营业外收入	4	26	9	10	11
营业外支出	-3	1	3	0	2
利润总额	935	474	318	610	704
所得税	183	55	56	105	118
净利润	751	419	263	505	586
少数股东损益	103	69	40	77	92
归属母公司净利润	648	350	222	428	494
EBITDA	1133	689	520	814	915
EPS (元/股)	0.86	0.46	0.29	0.57	0.65

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.3	-21.7	1.5	2.9	4.5
营业利润 (%)	17.5	-51.6	-30.3	91.9	15.7
归属母公司净利润 (%)	19.9	-46.0	-36.5	92.7	15.4
获利能力					
毛利率 (%)	43.5	38.5	38.5	39.1	40.4
净利率 (%)	8.9	6.4	3.9	7.4	8.2
ROE (%)	11.1	6.0	3.7	6.7	7.4
ROIC (%)	12.1	6.3	4.0	7.0	7.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.5	41.0	40.8	39.0	37.9
净负债比率 (%)	-18.2	9.3	1.9	-7.7	-13.4
流动比率	1.6	2.0	2.0	2.1	2.1
速动比率	1.2	1.6	1.6	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.0	2.1	2.1	2.3	2.5
应付账款周转率	7.7	6.8	6.0	5.8	5.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.86	0.46	0.29	0.57	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.07	0.38	0.62	1.49	0.94
每股净资产 (最新摊薄)	6.94	7.08	7.20	7.65	8.07
估值比率					
P/E	11.1	20.5	32.3	16.8	14.5
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.2	12.0	15.7	9.0	7.7

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686