

改革阵痛短期承压， 看好经营逐季改善

核心观点

整体来看，公司 2026 年 Q1 在医保控费、药店整合等多重因素影响下，持续加速渠道改革，主业经营短期承压；目前公司改革已经进入深水区，随着血塞通系列集采执标逐步推进、渠道重构持续深入及新品上市筹备，公司主业有望实现稳步修复，静待业绩拐点。展望 26 年，随着各项战略举措的落地和外部环境影响的逐步消化，预计公司经营将呈现前低后高、逐步修复的态势。

事件

公司发布 2026 年一季度报告

4 月 25 日晚，公司发布 2026 年第一季度报告，实现营业收入 8.36 亿元，同比下降 48.01%；实现归母净利润-1.42 亿元，同比下降 256.70%；实现扣非后归母净利润-1.90 亿元，同比下降 363.98%；业绩符合我们此前预期。

简评

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,401	6,575	6,721	7,043	7,439
YOY(%)	9.1	-21.7	2.2	4.8	5.6
净利润(百万元)	648	350	235	381	455
YOY(%)	45.7	-46.0	-32.7	61.9	19.5
毛利率(%)	43.5	38.5	39.3	40.7	42.1
净利率(%)	7.7	5.3	3.5	5.4	6.1
ROE(%)	12.3	6.5	4.2	6.5	7.4
EPS(摊薄/元)	0.86	0.46	0.31	0.50	0.60
P/E(倍)	11.5	21.3	31.7	19.6	16.4
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：iFinD，中信建投证券

昆药集团 (600422. SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 05 月 05 日

当前股价：9.86 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.28/-17.35	-22.30/-21.18	-41.79/-65.81

12 月最高/最低价 (元) 16.64/9.86

总股本 (万股) 75,697.58

流通 A 股 (万股) 75,697.58

总市值 (亿元) 74.64

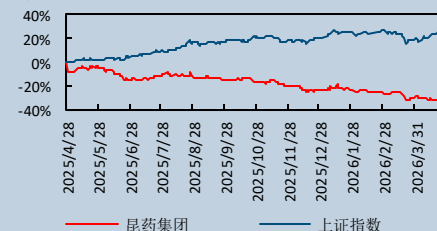
流通市值 (亿元) 74.64

近 3 月日均成交量 (万) 693.61

主要股东

华润三九医药股份有限公司 28.05%

股价表现



改革阵痛短期承压，看好经营逐季改善

2026 年一季度，公司实现营业收入 8.36 亿元，同比下降 48.01%，收入端阶段性承压主要受外部经营环境变化与内部模式转型的双重影响，其中院内端医保控费政策持续深化，零售端则面临阶段性客流波动、行业竞争格局加剧等多重挑战；实现归母净利润-1.42 亿元，同比下降 256.70%；实现扣非后归母净利润-1.90 亿元，同比下降 363.98%，主业利润出现亏损主要由于公司正处于渠道优化与模式变革的深化关键阶段，在品牌建设、市场拓展等方面持续进行战略性投入。整体来看，公司处于转型阵痛期，业绩阶段性承压明显，但公司坚定聚焦银发健康赛道，稳步推进各项经营部署，目前改革已经进入深水区，随着血塞通系列集采执标逐步推进、渠道重构持续深入及新品上市筹备，公司主业有望逐季修复，静待业绩拐点。

慢病管理：集采影响逐步消化，三七产业链纵深推进

1) 昆药血塞通系列：公司以 777 品牌为核心，坚持“做深学术，做强品牌，做实用户”，通过不同产品的价值链设计、加强全渠道覆盖，同时积极调整渠道策略，加快拓展商销渠道和中小连锁覆盖，寻找血塞通口服系列产品增量空间。在院内市场，公司产品依然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，但随着公司持续提升产品在各级医疗机构的覆盖，进一步深化基层市场的渗透布局，后续产品销售有望逐步修复。

2) 昆中药精品国药系列：零售药店整合加速、医保改革带来营销模式深刻变化，叠加公司自身营销变革深化，精品国药业务阶段性承压，但公司积极推动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，有望加速推动渠道出清。在产品布局方面，公司推出涵盖“治、补、养”三位一体，覆盖补肾养肾、健脾益胃、妇科要药、清肺咳感和安神舒心五大品类的 27 款新品，同时昆中药坚持复产与引进并举、持续补充经典名方产品管线，典藏名方安宫牛黄丸、再造丸已获批准可上市销售，归脾丸复产获批上市销售，进一步丰富产品管线。在渠道建设方面，公司在推动集约化运营、打造标杆连锁的同时，努力突破中小连锁、单体门店覆盖短板，并同步探索基层“商推”模式，努力推动动销潜力释放；目前公司渠道改革已经进入深水区，在渠道动能转换期昆中药销售仍阶段性承压，但随着公司加强广覆盖能力建设，强化动销体系及队伍建设，以核心主品昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒为专项，全面提升动销能力，有望赋能终端销售逐步恢复增长。在品牌建设方面，公司昆中药打造的“脾胃大师”IP 借由《味道大师》美食纪录片登陆央视财经频道，昆中药参苓健脾胃颗粒“健脾才开胃”的陪伴式健康管理理念得以广泛传播，品牌认知度实现持续提升。

展望 26 年：战略融合持续推进，经营有望逐步修复

未来展望：1) 昆中药品牌塑造，优化产品策略：昆中药 1381 正式启动战略升级并发布全新产品体系，通过“品牌文化+品类拓展+IP 营销”三轮驱动，打造“昆中药 1381”企业品牌。随着公司持续推进终端精细化管理，实现稳存量、深挖潜的系统提升，未来核心大单品打造、新品方面复产与引进结合将贡献持续增长。2) 777 口服系列，学术品牌双驱动：公司将围绕“777”品牌，深筑学术根基，推动血塞通口服系列产品进入更多权威指南与专家共识，并以“阿理疗法”为核心构建脑血管专业用药体系，通过健康科普、卒中筛查等活动，塑造专业陪伴的品牌形象，提升用户粘性；通过学术+品牌双驱动，实现三七产业链价值最大化。3) 渠道改革成效有望逐步体现：公司以三九商道为典范，建设昆药商道，24 年在全国范围内进行零售、医疗体系销售渠道整合建设，25 年渠道重构与团队调整短期影响终端覆盖效率，新旧动能衔接存在一定时滞等影响，但随着公司坚定推动渠道体系的彻底重构，销售模式将实现从分散控销到高度集约化、层级分明、分工明确的商道体系的转变，预计渠道改革等工作成效有望逐步在经营业绩上体现。4) 创新管线持续推进，赋能长期增长潜力：公司持续聚焦“健康老龄化”赛道，以植物药/天然药物为特色，已经构建起覆盖心脑血管、骨骼肌肉等核心老龄健康-慢病领域的创新研发管线。

整体来看，公司将依托华润三九“一体两翼”的战略布局，深化在管理、渠道、品牌等方面的协同，助力公司业绩稳步回归健康、可持续发展轨道；随着各项战略举措的落地和外部环境影响的逐步消化，预计 26 年公司经营将呈现前低后高、逐步修复的态势。

改革期阵痛，经营指标承压

2026 年一季度，公司综合毛利率约为 22.57%，同比下降 14.34pp，主要受收入规模大幅下滑及产品结构变化影响。由于收入端降幅较大，费用率的刚性使得各项费用率指标有所上升：销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 28.87% (+7.64pp)、10.00% (+4.64pp) 和 1.83% (+0.44pp)。经营活动产生的现金流量净额为-6.14 亿元，同比降幅扩大，主要系本期销售回款减少所致。公司经营指标在改革阵痛期阶段性承压。

盈利预测及投资评级

我们预测公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 67.21 亿元、70.43 亿元和 74.39 亿元，归母净利润分别为 2.35 亿元、3.81 亿元和 4.55 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.31 元/股、0.50 元/股和 0.60 元/股，同比增长分别为-32.7%、61.9%、19.5%，维持“买入”评级。

风险分析

1、公司改革不及预期风险：公司正在积极推动改革工作，但是可能存在改革效果不及预期等情况，进而影响公司盈利预期； 2、药品降价风险：公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期； 3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润； 4、产品推广不达预期：公司销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk