

昆药集团(600422)

报告日期: 2025 年 03 月 20 日

深耕老龄赛道，改革成效渐显

——昆药集团深度报告

投资要点

一句话核心推荐逻辑

昆药集团隶属央企华润集团，2023 年加入华润三九以来国企改革推进顺利，公司深耕老龄健康赛道下的渠道改革持续深化有望驱动业绩超预期。

赛道 β 和公司 α 如何看？

赛道 β : (1) 心脑血管市场深度受益于人口老龄化，助力公司基本盘稳健发展。(2) 上游中药材价格回落，成本压力有望缓解。

公司 α : (1) 品牌文化优势突出。通过启新“777 品牌”、重塑“昆中药 1381”品牌、打造国际名片，公司品牌能力不断加强。(2) 提质增效空间较大。三九商道赋能渠道改革、华润体系重塑管理机制助力公司的费用投放效率持续提升。

主要的预期差在哪里？

市场认为: 集采提质扩面导致血软和注射用血塞通（冻干）的价格持续降低。

我们认为: 血软价格下行空间有限，冻干未来或能实现以价换量。(1) 血软为独家剂型，剂型优势明显。(2) 血软日用金额 4.9 元(华润圣火)，在同适应症的中成药中价格优势明显。(3) 随着“777”品牌的强认知和血塞通软胶囊院外销售占比的提升，血软价格下行空间将有限。(4) 冻干集采降价空间小，未来或将实现以价换量。

潜在的催化剂是什么？

(1) 2025 年精品国药系列渠道改革进展顺利；(2) 医疗和零售终端覆盖数量超预期；(3) 新一轮股权激励计划颁布并实施。

盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年营收 94.86/108.87/125.99 亿元，同比增长 12.91%/14.77%/15.73%；归母净利润 7.83/9.29/11.10 亿元，同比增长 20.86%/18.63%/19.44%；EPS 为 1.03/1.23/1.47 元，对应 PE16.86x/14.22x/11.90x。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显著，提质增效空间较大，给予 2025 年 21xPE，对应目标价 21.73 元，上涨空间 25%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

集采等政策调整风险，原材料价格波动风险，销售不及预期

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,401	9,486	10,887	12,599
(+/-) (%)	-0.34%	12.91%	14.77%	15.73%
归母净利润	648	783	929	1,110
(+/-) (%)	19.86%	20.86%	18.63%	19.44%
每股收益(元)	0.86	1.03	1.23	1.47
P/E	20.38	16.86	14.22	11.90

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 吴天昊

执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行

执业证书号: S1230524050003
dingjianxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.45
总市值(百万元)	13,209.23
总股本(百万股)	756.98

股票走势图



相关报告

正文目录

1 这是一家怎样的公司？	4
1.1 深耕老龄健康赛道，致力于成为银发健康引领者	4
1.2 背靠国务院国资委，华润系高管接任注入新活力	4
1.3 聚焦三七产业链，传承精品国药	6
1.4 公司品牌文化优势明显，三九商道赋能零售渠道	7
2 公司所处赛道有β吗？	8
2.1 人口老龄化助力公司基本盘稳健发展	8
2.2 千亿心脑血管中成药市场蓬勃发展	9
2.3 上游中药材价格回落，成本压力有望缓解	11
3 公司经营情况有α吗？	11
3.1 品牌文化优势突出	11
3.2 三九商道赋能渠道改革	13
3.3 华润体系重塑管理机制	13
3.4 提质增效空间较大	14
4 未来主要预期差在哪？	14
4.1 市场对血塞通价格过度担忧	14
4.2 我们认为血软价格下行空间有限，冻干未来或能实现以价换量	14
5 股价上涨由何驱动？	16
5.1 预期差的跟踪检验指标	16
5.2 驱动股价上涨的催化剂	16
6 盈利预测与估值	16
6.1 关键假设和盈利预测	16
6.2 相对估值	17
6.3 投资建议	18
7 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年底)	5
图 3: 公司核心产品.....	6
图 4: 2018-2023 年公立医疗终端心脑血管中成药竞争格局.....	7
图 5: 2018-2024H1 城市实体药店终端心脑血管中成药竞争格局	7
图 6: 2013-2023 年 60 周岁及以上人口数和占全国总人口比重	8
图 7: 1949-2024 年中国出生人口数 (万人)	8
图 8: 2022 年心脑血管类循环系统疾病的出院病人年龄别构成	8
图 9: 2022 年肌肉骨骼系统和结缔组织疾病的出院病人年龄别构成	8
图 10: 2019-2024 年公司毛利润构成 (分治疗领域)	9
图 11: 2018-2024H1 公立医疗终端脑血管中成药销售额及同比增速	9
图 12: 2018-2024H1 公立医疗终端脑血管中成药竞争格局	9
图 13: 2018-2024H1 城市实体药店终端脑血管中成药销售额及同比增速	10
图 14: 2018-2024H1 城市实体药店终端脑血管中成药市场竞争格局	10
图 15: 2018-2024H1 公立医疗终端心血管中成药销售额及同比增速	10
图 16: 2018-2024H1 公立医疗终端心血管中成药竞争格局	10
图 17: 2018-2024H1 城市实体药店终端心血管中成药销售额及同比增速	11
图 18: 2018-2024H1 城市实体药店终端心血管中成药竞争格局	11
图 19: 2019 年以来中药材价格指数: 综合 200 走势	11
图 20: 2022 年以来公司常用中药材价格趋势 (元/公斤, 安国市场)	11
图 21: 昆中药参苓健脾胃颗粒亮相湖南卫视及热播大剧	12
图 22: 2018-2024 三九商道终端药店覆盖数量 (十万家)	13
图 23: 公司及对标中药企业的费用投放效率	14
图 24: 2018-2024H1 城市实体药店终端脑血管中成药 TOP3 销售额及同比增速 (亿元)	15
图 25: 2018-2024H1 公立医疗终端注射用血塞通 (冻干) 销售额及同比增速 (亿元)	16
表 1: 公司非独立董事和核心高管情况.....	5
表 2: 2025-2027 年公司业绩预测.....	17
表 3: 可比公司估值表	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/388022104071007044>