

业务结构优化收入承压， 期待战略融合加速推进

核心观点

4月27日晚，公司发布2023年一季度报告，实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为19.10亿元、1.31亿元和1.03亿元，分别同比增长-19.19%、14.47%和-2.67%，在核心品种快速增长的带动下工业板块实现稳健增长，商业板块业务调整导致收入端承压，整体业绩符合预期。我们认为，随着华润入主，加速推进各项整合，公司将借助三九丰富的经营管理经验与产业资源背景，进一步提升经营效率，双方协同发展实现共赢。

事件

公司发布2023年一季度报告

4月27日晚，公司发布2023年一季度报告，实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为19.10亿元、1.31亿元和1.03亿元，分别同比增长-19.19%、14.47%和-2.67%，实现每股收益0.17元，业绩符合预期。

简评

商业板块业务调整收入端承压，工业核心品种实现较快增长

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,254	8,282	9,451	10,695	12,039
YOY(%)	7.0	0.3	14.1	13.2	12.6
净利润(百万元)	508	383	610	769	951
YOY(%)	11.1	-24.5	59.2	26.0	23.7
毛利率(%)	41.3	41.5	43.2	44.6	46.1
净利率(%)	6.2	4.6	6.5	7.2	7.9
ROE(%)	10.4	7.5	11.0	12.4	13.6
EPS(摊薄/元)	0.67	0.51	0.80	1.01	1.25
P/E(倍)	29.6	39.2	24.6	19.5	15.8
P/B(倍)	3.2	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源: iFinD, 中信建投证券

昆药集团 (600422.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月28日

当前股价: 19.80元

主要数据

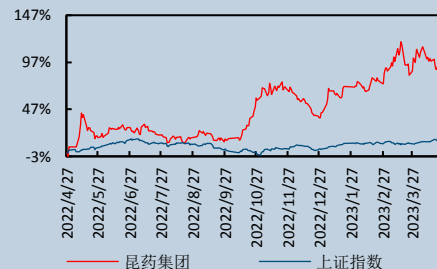
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
7.45/7.50	14.85/14.88	90.44/78.98
12月最高/最低价(元)		21.51/9.78
总股本(万股)		75,812.78
流通A股(万股)		75,697.58
总市值(亿元)		146.55
流通市值(亿元)		146.32
近3月日均成交量(万)		1175.41

主要股东

华润三九医药股份有限公司 28.00%

股价表现



相关研究报告

2023-03-24 【中信建投中药 II】昆药集团(600422): 计提资产减值后轻装上阵, 看好华润入主后经营改善

2023 年 Q1，公司实现营业收入 19.10 亿元，同比下降 19.19%，其中工业板块实现收入 10.97 亿元，同比增长 13.60%，在核心血塞通系列产品的带动下实现了稳健增长，商业板块实现收入 6.86 亿元，同比下降 28.70%，主要由于昆药商业业务结构持续优化，较去年同期减少了调拨业务；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 14.47%，表现利润实现稳健增长，主要由于投资收益较去年同期有所增长；实现扣非后净利润 1.03 亿元，同比下降 2.67%。总体来看，在核心品种快速增长的带动下工业板块实现稳健增长，商业板块业务调整导致收入端承压，整体业绩符合预期。

2023 年 Q1 分板块及产品线来看：1) **昆药血塞通系列**：公司坚持品牌渠道双线驱动，不断深化渠道精耕，核心单品昆药血塞通软胶囊持续聚焦“强品牌+强学术”的市场策略，Q1 实现同比增长 82.08%，血塞通口服系列整体实现同比增长 38.40%；除此之外，注射用血塞通（冻干）在中成药省级集采联盟中标以及基层解限后稳步拓展市场，市场占有率不断提升，Q1 实现同比增长 40.50%，基本延续了去年的高速增长趋势；展望未来，随着公司借助华润三九在品牌、营销、渠道等优势资源，持续打造以血塞通系列产品为核心的慢病管理平台，预计 23 年公司血塞通系列有望保持健康增长。

2) **昆中药精品国药系列**：公司持续推动大品牌建设，打造健脾消化增量品类，推动昆中药营收实现稳健增长，Q1 参苓健脾胃颗粒、清肺化痰丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等核心品种实现同比增长 21.36%；随着公司持续培育清肺化痰丸、金花消痈丸、口咽清丸等潜力特色品种，并取得安宫牛黄丸、板蓝根颗粒等产品上市许可批件，昆中药产品梯队不断完善，稳步打造“昆中药 1381”精品国药平台，预计 23 年全年有望保持良好增长趋势。

战略融合加速推进，看好双方长期业务协同

2023 年 1 月 19 日，公司圆满完成董事会、监事会的改组工作，公司控股股东变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司，公司核心管理层及董、监事会也顺利完成改组。在业务整合方面，双方团队此前已经进行过多次研讨，目前正在加速推进各项整合，全面落实“四个重塑”要求。2023 年 Q1，公司已与华润三九顺利开展了启航计划“四个重塑”行动学习项目第三阶段“组织发展”的主题融合活动，为昆药“十四五”的业务发展把脉定向、守正创新，同时正式加入了三九商道。经过第一阶段的百日融合，公司持续与华润三九推进实现战略、组织、文化的融合，共同确定了公司成为“慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。我们认为，公司将借助华润三九丰富的经营管理经验与产业资源背景，进一步提升经营效率，提升竞争优势，双方协同发展实现共赢。

毛利率保持稳中有升，其余财务指标基本正常

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 44.16%，同比增加 8.22pp，主要收到收入结构变化的影响。销售费用率达到了 28.80%，同比增加 5.80pp，主要受到收入结构变化的影响；管理费用率达到了 4.64%，同比增加 0.98pp；研发费用率达到了 0.86%，同比减少 0.37pp，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比下降 63.20%，主要由于本期收回货款减少；投资活动产生的现金流量净额同比增长 208.37%，主要由于投资支付的现金较去年同期减少。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们认为：1) 公司是天然植物药的领先企业，优质品种资源丰富，在“黄金单品+品类集群”组合战略下，能够保证公司长期稳健增长；2) 公司产品结构日趋合理，经营底盘更加稳固，营收、渠道结构持续优化，有望推动公司业绩可持续性增长；3) 加速布局健康消费新赛道，未来有望继续维持高增速，借助在三七领域的科

研、种植、原料提取等方面的优势资源，大健康业务发展值得期待；4) 随着华润三九入主，公司将借助三九丰富的经营管理经验与产业资源背景，进一步提升经营效率，提升竞争优势，双方协同发展实现共赢。预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 94.51 亿元、106.95 亿元和 120.39 亿元，归母净利润分别为 6.10 亿元、7.69 亿元和 9.51 亿元，折合 EPS (摊薄) 分别为 0.80 元/股、1.01 元/股和 1.25 元/股，同比增长分别为 59.2%、26.0%、23.7%，维持“买入”评级。

风险分析

1、新冠疫情影响风险：目前国内疫情形势依然有波动，如果各地疫情反复持续，可能会对工业生产、物流快递等造成一定影响，进而影响公司相关产品销售及业绩预期； 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。

分析师介绍

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。

刘若飞

医药行业分析师，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、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

袁全

yuanquan@csc.com.cn

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
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 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