

# 疫情叠加资产减值影响， 中报业绩略低于预期

## 昆药集团 (600422)

### 事件

#### 公司发布 2022 年半年度报告

8 月 15 日晚，公司发布 2022 年半年度报告，实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 42.28 亿元、2.17 亿元和 1.44 亿元，分别同比增长 3.28%、-34.77% 和 -28.69%，实现每股收益 0.29 元，业绩略低于此前预期。

### 简评

#### 疫情叠加资产减值影响，中报业绩略低于预期

整体来看，2022 年 H1 公司实现收入同比增长 3.28%，收入增速放缓主要由于公司商业板块的业务结构调整导致昆药商业收入规模下滑所致；扣非后净利润同比下降 28.69%，利润端同比下滑主要由于多地疫情叠加资产减值损失及信用减值损失较去年同期增加等因素所致；归母净利润同比下降 34.77%，主要系 2021 年 Q1 公司转让股权取得大额投资收益，基数较高所致。

2022 年 Q2 单季，公司实现营业收入 18.64 亿元，同比下滑 15.19%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比下降 25.54%；实现扣非后净利润 0.38 亿元，同比下降 66.85%，利润端大幅下滑主要由于 1) 4 月以来全国多地爆发疫情；2) 资产减值损失较去年同期大幅增加；3) 单季销售费用较去年同期增加。

#### 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,717	8,254	9,036	9,927	10,932
增长率(%)	-5.0	7.0	9.5	9.9	10.1
净利润(百万元)	457	508	566	636	722
增长率(%)	0.6	11.1	11.4	12.5	13.4
ROE(%)	10.0	10.4	10.8	11.1	11.5
EPS(元/股, 摊薄)	0.60	0.67	0.75	0.84	0.95
P/E(倍)	19.1	17.2	15.4	13.7	12.1
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源: Wind, 中信建投

**维持**
**买入**
**贺菊颖**

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号: S1440517050001

SFC 中央编号: ASZ591

**刘若飞**

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 执证编号: S1440519080003

发布日期: 2022 年 08 月 16 日

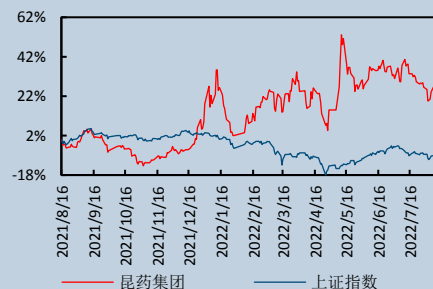
当前股价: 11.51 元

#### 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
	-8.72/-8.5	-16.74/-22.99	29.46/36.27
12 月最高/最低价 (元)			15.5/8.05
总股本 (万股)			75,825.58
流通 A 股 (万股)			75,697.58
总市值 (亿元)			87.28
流通市值 (亿元)			87.13
近 3 月日均成交量 (万股)			1,496.09
主要股东			
华立医药集团有限公司			30.98%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

22.04.17 【中信建投中药 II】昆药集团(600422): 剔除投资收益影响, 主营业务实现快速增长, 业绩符合预期

2022 年 H1 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，虽然受到疫情及中成药集采影响，核心单品昆药血塞通软胶囊的院内销售在 H1 受到一定影响，但在零售渠道仍实现快速增长，院外渠道同比增长达到 34.69%；除此之外，注射用血塞通（冻干）受益于中成药省级集采联盟及医保支付试点的逐步落地，在低基数下逐步齐稳回暖，2022 年 H1 实现了 38.04% 的同比增长；2) **昆中药精品国药系列**：公司持续推动大品牌大 C 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，2022 年 H1 昆中药实现营收 6.96 亿元，同比增长 6.63%，实现净利润 0.90 亿元，同比增长 94.75%；其中参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大核心产品分别实现同比增长 13.82%、2.90%、24.57%，在大品类、强品牌、拓渠道多维共振的驱动下实现了稳健增长，而主攻新零售赛道的金花消痤丸实现了 80.11% 的高速增长，成为昆中药产品阵营新增长点。3) **昆药健康**：公司聚焦单品突破、优化品类布局，持续丰富公司大健康产品矩阵，加速布局健康消费新赛道，2022 年 H1 昆药健康业务实现营收 0.63 亿元，同比增长 192.92%，现金流持续改善，经营质量随之稳步提升，随着公司积极布局电商新零售渠道，通过多波段、多赛道持续推爆新品和明星单品，昆药健康业务有望保持高速增长。4) **昆药商业**：2022 年 H1，昆药商业实现收入 17.47 亿元，同比下降 16.68%，实现净利润 0.19 亿元，同比下降 13.02%，主要由于公司对业务结构进行精简和调整，随着公司持续深耕在云南地区基层市场的能力及优势，战略集采规模效应有望逐步显现，带动昆药商业的业绩增长。

### 华润三九拟入主成为控股股东，双方优势互补有望协同发展

2022 年 5 月，公司控股股东华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九签署《股份转让协议》，华润三九拟以现金 29.02 亿元收购华立医药所持有的公司 2.09 亿股股份，并收购华立集团购所持有的公司 333.55 万股股份。本次交易完成后，华润三九将持有公司 2.12 亿股股份（股权占比为 28%），成为公司控股股东。经过近几年战略调整，公司口服制剂占比明显上升，其中三七系列品种与三九有明显协同效应，作为全球三七类产品剂型最全的企业，公司拥有从三七 GAP 种植、饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链，本次交易将有利于双方围绕三七资源发展产业体系发挥协同效应；同时，公司子公司昆中药兼具品牌和品种优势，有望借助三九良好的品牌运营能力及强大的渠道管理和终端覆盖，协助公司发挥传统品牌优势，打造“昆中药 1381”精品国药品牌，不断提升品牌知名度和辨识度。

### 毛利率受产品结构影响略有下降，其余财务指标基本正常

2022 年 H1，公司综合毛利率为 41.23%，同比下降 2.05pp，主要由于公司产品收入结构变化及集采导致。销售费用率达到 28.48%，同比下降 1.30pp，环比 Q1 大幅提升主要由于 Q1 存在大额其它收入，收入基数较高导致销售费用率偏低；管理费用率达到 4.10%，同比下降 0.36pp，控费效果理想；研发费用率达到 1.29%，同比增长 0.15pp，基本保持稳定。应收账款较 21 年末同比增长 42.42%，主要由于销售回款减少所致，存货较 21 年末同比下降 2.62%，基本正常。经营活动产生的现金流量净额同比下降 73.16%，主要由于公司受商业配送医院增加及信用政策调整等因素影响，销售回款较去年同期减少所致；投资活动产生的现金流量净额同比下降 82.65%，主要由于去年股权处置款收回导致；筹资活动产生的现金流量净额同比增长 32.60%，主要由于公司偿还债务金额较去年同期减少导致。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) 公司在口服剂型和院外市场的占比不断扩大，针剂占比不断缩小，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。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 90.36 亿元、99.27 亿元和 109.32 亿元，归母净

利润分别为 5.66 亿元、6.36 亿元和 7.22 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.75 元/股、0.84 元/股和 0.95 元/股，同比增长分别为 11.4%、12.5%、13.4%，扣非归母净利润分别为 4.36 亿，5.36 亿，6.52 亿，同比增长分别为 55.8%、23.1%、21.5%，维持“买入”评级。

#### 风险提示

药品集采风险；药品降价风险；原材料价格波动风险。

## 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 CRO、疫苗、药店及中药细分领域。

2021 年第十九届新财富最佳分析师评选医药生物行业第五名团队核心成员。2021 年第十二届中国证券业分析师金牛奖医药生物组第五名团队核心成员。2020 年 Wind 第八届金牌分析师医药行业第四名团队核心成员。

## 研究助理

**袁全** 18612796102 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2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 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