编辑 卓洋 美编 张彬 责校 池红云 电话:64101949 bbtzbs@163.com

管理层换血难止血 昆药集团前三季度盈转亏

昆药集团的业绩下滑情况仍在继续。近日，昆药集团发布2026年三季报，前三季度公司实现营收27.22亿元，同比下降42.7%；净亏损为3.66亿元，而上年同期为盈利2.69亿元。其中，三季度净亏损198.19万元，虽环比大幅收窄，但仍不能扭转整体局面。业绩承压背后，既有零售渠道变革等行业外部环境变化，也叠加了大额资产减值计提因素——前三季度昆药集团资产减值合计减少税前利润1.85亿元，进一步侵蚀企业利润空间。

作为一家老牌中药企业，昆药集团于2022年底被华润三九收购，随后启动向“银发健康产业引领者”的战略转型。并入初期曾一度展现整合向好迹象，但进入2025年昆药集团业绩便急转直下，2026年正式步入亏损区间。业绩压力下，华润三九加速对昆药集团的整合，华润系高管密集进驻，管理层经历大规模换血。然而，从三季报数据来看，改革成效尚未显现，整合阵痛仍在持续。



计提资产减值超2亿元

昆药集团三季报显示，前三季度公司实现营业收入27.22亿元，同比下降42.7%；归属于上市公司股东的净亏损为3.66亿元，较上年同期的盈利2.69亿元下降235.85%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损则为4.36亿元。

对于业绩下降的原因，昆药集团在三季报中将其归因于外部环境变化与内部经营偏差的双重叠加。一方面，医药行业政策环境持续调整，零售终端格局加速重塑；另一方面，公司前期行业趋势研判不足、营销模式变革落地存在偏差，综合导致营业收入同比下降。

除了营收端承压，大额资产减值计提进一步放大了利润压力。三季报披露同日，昆药集团发布了计提资产减值准备公告，前三季度公司计提各项资产减值准备共计2.03亿元，转回各项资产减值准备1728.21万元，核销各项资产减值准备1754.3万元，转销及外币报表折算差额影响各项资产减值准备763.64万元，计提和转回各项资产减值准备合计减少公司1—9月税前利润1.85亿元。其中，计提应收账款坏账准备1.02亿元，计提存货跌价准备9740.12万元。

从单季度来看，2026年三季度，昆药集团实现营业收入10.79亿元，净亏损为198.19万元，虽然仍分别同比下降22.9%和102.79%，但已经较今年第一、第二季度情况有所好转——第一、第二季度，昆药集团营收分别为8.36亿元、8.07亿元，净亏损分别为1.42亿元、2.22亿元。

不过，北京中医药大学卫生健康法学教授、博士生导师邓勇告诉北京商报记者，单季度亏损环比大幅收窄这一改善并非营收端恢复性增长，只能算短期止血信号，远没到业绩触底反弹的阶段。他表示，判断真正触底，还要看核心产品血塞通系列的营收回稳，以及库存清理完成后的渠道动销回升，目前这两项仍在下行通道。

就相关问题，北京商报记者向昆药集团发送采访函，截至发稿未获得回复。

整合进度滞后等多重因素叠加

拉长时间线来看，昆药集团的亏损状态始于今年初。受医药行业深度调整持续、零售渠道变革深化、公司自身渠道优化与模式变革正处于攻坚深化阶段等多重因素影响，昆药集团业绩承压。今年一季度，公司营收同比下降48.01%，净亏损为1.42亿元，同比下降256.7%；至今年上半年，情况未有好转，净亏损扩大至3.64亿元。

作为一家老牌中药药企，昆药集团成立至今已有75年，2000年12月公司在上交所上市。依托云南丰富的植物资源，昆药集团先后开发了青蒿、三七、天麻三大系列及特色中药、民族药等，核心产品血塞通系列，在市场中占据重要地位。2022年12月，华润三九完成昆药集团部分股权的收购工作，成为昆药第一大股东，昆药正式纳入华润三九版图，向“银发健康产业引领者”战略转型。

北京商报记者梳理发现，并入华润三九初期，昆药集团业绩表现尚属稳健。2023年，公司营收虽同比下降6.99%，但因优化产品结构，推进降本增效，归母净利润实现16.05%的同比增长。2024年通过并表华润圣火及核心产品销售带动，公司归母净利润同比增长19.86%。

转折出现在2025年，受外部经营环境变化与内部模式转型的双重影响，昆药集团的业绩开始走下坡路。财务数据显示，当年公司实现营收65.75亿元，同比下降21.74%；归母净利润3.5亿元，同比下降46%。昆药集团在年报中表示，公司面临着院内端与零售端的多重挑战，与此同时，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、市场拓展及人才梯队建设等方面持续的战略性投入，也在短期内进一步加剧了业绩压力。

分产品来看，2025年昆药集团除骨科系列营收同比微增外，心脑血管治疗领域、抗疟类、妇科、消化系统等板块营收均出现下滑。其中，作为营收主力的心脑血管治疗领域营收同比下降21.15%，作为核心品种的血塞通软胶囊销售量则同比下降25.61%。

邓勇认为，昆药集团业绩急转直下是三重因素叠加的结果。一是整合初期华润三九仅完成财务并表，业务端的渠道梳理、库存去化才刚推进，昆药集团核心的血塞通系列本身就受行业影响，价格下行；二是整合期内部同业竞争凸显，昆药集团和华润三九的心脑血管、OTC产品线高度重叠，渠道价格体系冲突直接导致短期营收波动；三是前期并购积累的商誉、低效资产在整合期集中计提减值，是扣非亏损扩大的核心原因。

邓勇进一步指出，昆药集团目前看来改革见效慢，是因为中药企业的渠道网络、品牌文化磨合周期至少要2—3年，前两年公司仅完成股权交割，真正的业务整合2025年后才启动，出现短期业绩阵痛是整合中的正常现象。

华润系全面进驻

业绩压力下，昆药集团的整合问题成为华润三九的重要命题。

北京商报记者注意到，2025年底以来，昆药集团的管理层经历了多次调整。2025年12月，昆药集团董事会席位从9席大幅扩容至15席，新增的3名非独立董事全部来自华润三九核心管理层，分别覆盖OTC、人力与财务关键领域。

今年1月，因工作调整原因，吴文多不再担任昆药集团董事长、颜炜不再担任总裁、李立春不再担任副总裁，三人同时卸任，来自华润三九的喻翔与钟江迅速接棒，分别出任董事长与总裁。喻翔长期在华润三九核心的OTC事业部及大健康事业部担任要职，具有深厚的市场运营与品牌管理经验，直指昆药集团薄弱的院外零售与品牌运营环节。

新董事长、总裁上任后，人事变动仍未停止。3月，吴文多辞去昆药集团全部职务，郭霆辞去公司董事职务；4月，张梦珣辞去公司副总裁、董事会秘书、总法律顾问、首席合规官职务，由来自华润三九的孙志强接任董秘；同月，贺明辞去职工代表董事职务，高童辞去副总裁职务，同时，常务副总裁孟丽转任公司党委专职副书记、职工代表董事；6月，刘军锋辞去公司高级副总裁职务，华润系老将梁化成接任。

医药行业分析师朱明军指出，从董事会扩容到核心高管全面换血，华润三九的整合思路已经从“财务并表”彻底转向“经营接管”。“华润系高管喻翔和钟江分别接任董事长与总裁，一个擅长品牌营销，一个深耕财务管控，组合意图非常清晰，用华润最擅长的品牌运营和精细化管控来重塑昆药的经营肌体。”朱明军表示，这种接管意味着华润三九不再满足于“指导整合”，而是亲自下场操盘。

从三季报数据来看，这场人事换血尚未止住业绩失血，整合阵痛仍在持续。邓勇认为，人事调整是改革落地的前提，但能不能真正扭转颓势，还要看后续能否解决两个核心问题：一是拆分昆药集团与华润体系内的同业竞争，把昆药集团特色品种接入华润的全国销售网络；二是历史包袱和资产减值能否一次性出清。如果后续1—2个报告期能看到核心产品营收回升，这套体系化整合的效果会逐步显现；若仅靠更换管理层，不解决产品和渠道的核心矛盾，很难从根本上扭转业绩压力。

北京商报记者 王寅浩 宋雨盈

探路者户外业务迎考

“中国户外用品第一股”探路者的户外业务正面临考验。近日，探路者发布的2026年三季报显示，公司前三季度营业收入约为13.28亿元，同比增长39.35%；归母净利润约为-684.84万元，同比由盈转亏。其中，公司三季度单季营业收入约为3.98亿元，同比增长32.85%；归母净利润约为-5810.14万元。

关于业绩，探路者方面表示，前三季度营收增长主要受芯片业务发展整体向好，本期新收购上海通途、贝特莱纳入合并范围，营业收入及归母净利润实现双增长，其中营业收入同比增长199.88%。同时，探路者表示，同期户外业务营业收入也实现增长，但受业务调整相关费用投入加大影响，同比经营利润有所下降。

具体来看，2026年前三季度，探路者的研发费用、财务费用、销售费用、管理费用分别同比增长42.52%、63.81%、5.6%、21.52%。

户外用品是探路者的起家业务，2009年探路者登陆创业板，也是国内第一家上市的户外用品公司，“中国户外用品第一股”的标签由此而来。芯片业务则是探路者后期切入的赛道。2021年，芯片行业资深人士李明入主探路者，确立“户外+芯片”双主业战略，随后公司逐步收购北京芯能、韩国G2Touch、江苏鼎茂等芯片企业，2025年底又合计斥资约6.78亿元将贝特莱、上海通途收入囊中，不断深化芯片产业布局。

近年来，探路者的芯片业务快速增长，已逐步成长为公司新的增长曲线。2022年，探路者的芯片业务营收仅约842.72万元，占总营收的0.74%。到了2025年，芯片业务营收约为2.3亿元，占总营收的比例也增长至16.65%。2026年上半年，公司芯片业务收入约为3.58亿元，在总营收中的占比进一步增长至约38%。

而公司户外业务收入则出现波动。财务数据显示，



2023年，探路者户外业务收入约为12.57亿元，同比增长11.21%；2024年户外业务收入约为13.69亿元，增速降至8.91%；2025年户外业务收入约为11.51亿元，同比下降15.96%。2026年上半年，探路者的户外业务增速才回升至个位数，同期收入约为5.71亿元，同比增长6.05%。

在鞋服时尚行业品牌战略咨询专家、上海良栖品牌管理有限公司创始人程伟雄看来，探路者近年来在户外圈层的投入不少，但主业没有借此更进一步，品牌推广、产品研发、渠道布局以及线上线下全渠道模式的打造，都没有把握住很好的时机。与此同时，国外品牌中始祖鸟、萨洛姆、迪桑特等已经向前推进；大众化的骆驼户外也对探路者发起赶超。置身这一轮户外风口与行业浪潮之中，与国内外品牌同台比较，探路者未能抓住的核心因素仍在于产品研发、渠道布局和品牌推广。上述因素相互叠加，最终反映为增长动能与盈利能力的同步走弱。

就公司三季报业绩的相关问题，北京商报记者向探路者发去了采访函，截至发稿未收到回复。

北京商报记者 郭秀娟 王悦彤

图片来源：视觉中国

侃股 Stock talking

红利资产不只是避险工具

周科竞

市场波动加大的时候，部分资金会转向红利资产，但很多投资者只把它当成资本市场调整时的避风港。布局红利资产的价值不只是防御，稳定现金流与持续分红能力本身，也是长期投资回报的重要来源。

在A股板块轮动不断加速的市场环境中，红利资产的市场关注度持续提升。每当市场出现调整波动，资金都会习惯性涌向红利资产，导致相关股票走势相对抗跌。长期以来，部分投资者对红利资产的理解多为避险功能，认为这类资产仅适合市场下跌阶段临时配置，待行情回暖便可以舍弃，这种想法其实忽略了红利资产本身具备的长期投资价值。

从市场表现来看，红利资产在调整市中确实具备明显的防御优势。具备持续分红能力的上市公司大多经营模式成熟、主营业务稳定、现金流充沛。公司经营很少出现大幅波动，股价走势也相对平稳。在市场整体出现调整走势，题材股大幅回撤的阶段，红利资产能够有效控制回撤幅度，为投资者保住整体收益水平，这也是其避险属性的核心来源。

但如果仅仅将红利资产当作短期避险工具，是对这类资产投资逻辑的严重低估。红利资产的核心投资价值，不在于行情调整时的抗跌能力，而在于持续、稳定的现金回报能力。相比于依靠股价波段博弈赚取收益的股票，红利资产的收益结构更加多元，除了二级市场股价上涨带来的价差收益，稳定的现金分红能够为投资者提供持续性的现金流入，构建长期复利收益。

能够持续稳定分红的上市公司，本身就经过了市场和时间的长期检验。持续分红不是短期行为可以达成的，需要上市公司常年保持稳定的营收利润、健康的财务结构和充沛的经营性现金流。可以说，稳定分红是公司经营稳健、治理规范、财务质量过硬的直观体现。这类公司极少出现经营爆雷、业绩变脸的情况，安全性远高于多数题材类股票。

部分投资者认为红利资产涨幅慢、弹性低，只有行情不好时才有配置价值，牛市行情中会拖累整体收益。事实上，拉长投资周期来看，红利资产的长期复合收益十分稳健。在市场牛市阶段，红利资产会跟随市场稳步上涨，不会缺席整体行情；在市场熊市和震荡市中，又能依靠防御属性抵御风险。攻守兼备的特性，让红利资产能够适配全周期市场环境，而非单一的避险工具。

当下市场投资逻辑逐步成熟，短期题材炒作的生存空间持续压缩，市场更加看重上市公司真实的业绩和成长性。过去依靠题材、热点、预期推动的行情持续性越来越弱，而依托上市公司真实盈利、现金分红的价值投资逻辑，正在成为市场长期主流思路。红利资产的核心优势，是坚守真实的上市公司内在价值，不依赖市场情绪炒作，真正践行长期价值投资理念。