

片仔癀(600436)

报告日期: 2025年04月30日

## 产品销售强劲，毛利率短期承压

### ——片仔癀 2025 年一季报点评

#### 投资要点

- ❑ **事件:** 片仔癀发布 2025 年一季报，一季度实现营收 31.42 亿元(同比-0.92%)，归母净利润 10.00 亿元(同比+2.59%)，扣非归母净利润 10.05 亿元(同比+1.69%)，业绩增长符合预期，产品销售强劲，毛利率短期承压。
- ❑ **核心产品销售强劲，渠道铺设持续进行。** 2025Q1 公司肝病用药（核心产品）实现营收 18.33 亿元（同比+21.83%），实现了高速增长，我们认为主要系公司快速拓展渠道带动。《2025 年第一季度主要经营数据公告》显示，公司着力发展重点区域的片仔癀国药堂（博物馆）合作伙伴，主要覆盖二线及以上城市及经济百强县核心商圈，重点填补中西部、长江经济带及境外空白市场；截至 2025 年一季度末，公司新签约名医 15 名，新增开设 32 家名医馆（国医馆）、国药堂。高德地图数据显示，2025Q1 公司体验馆与国药堂共新增 49 家，达到了 484 家。我们预计在公司强品种品牌力与积极铺设新渠道的带动下，核心产品收入有望在全年实现较好的双位数增长。
- ❑ **毛利率短期承压明显，中期有望持续修复。** 2025Q1 公司肝病用药毛利率下降到 63.36%，同比减少 12.39pct，我们认为主要系天然牛黄价格大幅提升所致。中药材天地网数据显示，2025 年 3 月底天然牛黄市场价格为 170 万元/公斤（安国药市，下同），相比 2023 年 1 月的 57 万元/公斤提升了 198.25%。我们预计公司毛利率压力有望在 2025 年陆续改善，主要系（1）进口牛黄加持：2025 年 4 月，国家药监局、海关总署发布《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告》，福建省被列入到试点区域，未来随着海外相对低价牛黄的进入，公司成本压力有望逐步缓解。（2）产品有调整价格的可能性：在产品毛利率大幅下降，公司净利润增长承压且境内天然牛黄仍有涨价可能性的情况下，不排除公司调整产品价格的可能性。
- ❑ **维持“买入”评级。** 假设片仔癀 2025 年不提价，肝病用药毛利率同比下降 5pct，我们预计 2025-2027 年归母净利润 32.95/37.79/43.49 亿元，同比增长 10.67%/14.70%/15.08%，对应 PE37.50x/32.70x/28.41x。考虑到公司具备强品牌力与独家品种的高壁垒，受集采影响小，毛利率有望修复，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 政策调整风险、成本波动风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10788	11855	13062	14270
(+/-) (%)	7.25%	9.89%	10.18%	9.25%
归母净利润	2977	3295	3779	4349
(+/-) (%)	6.42%	10.67%	14.70%	15.08%
每股收益(元)	4.93	5.46	6.26	7.21
P/E	41.50	37.50	32.70	28.41

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

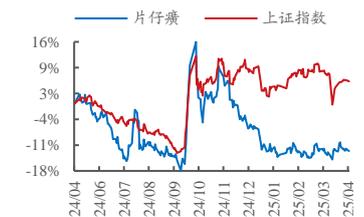
分析师: 吴天昊  
执业证书号: S1230523120004  
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行  
执业证书号: S1230524050003  
dingjianxing@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥204.80
总市值(百万元)	123,559.36
总股本(百万股)	603.32

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩略超预期》  
2024.10.20
- 《成本上升下业绩韧性仍在》  
2024.08.22
- 《原材料成本上涨导致业绩承压》  
2024.07.26

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>11,329</b>	<b>13,214</b>	<b>15,231</b>	<b>17,177</b>
现金	1,488	2,722	3,794	5,268
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	862	1,053	1,127	1,176
其它应收款	64	70	77	85
预付账款	251	413	410	412
存货	4,967	5,075	5,748	5,957
其他	3,696	3,881	4,075	4,279
<b>非流动资产</b>	<b>6,211</b>	<b>6,744</b>	<b>7,235</b>	<b>8,143</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	412	453	490	512
固定资产	1,000	1,255	1,578	1,972
无形资产	273	271	240	218
在建工程	315	332	360	388
其他	4,212	4,432	4,567	5,052
<b>资产总计</b>	<b>17,540</b>	<b>19,958</b>	<b>22,466</b>	<b>25,320</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,374</b>	<b>2,671</b>	<b>2,756</b>	<b>2,777</b>
短期借款	893	951	945	930
应付款项	482	495	521	548
预收账款	6	8	7	8
其他	994	1,217	1,283	1,291
<b>非流动负债</b>	<b>327</b>	<b>318</b>	<b>315</b>	<b>320</b>
长期借款	58	58	58	58
其他	269	260	257	262
<b>负债合计</b>	<b>2,701</b>	<b>2,989</b>	<b>3,071</b>	<b>3,097</b>
少数股东权益	567	609	644	693
归属母公司股东	14,272	16,360	18,751	21,531
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,540</b>	<b>19,958</b>	<b>22,466</b>	<b>25,320</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,314</b>	<b>2,687</b>	<b>2,816</b>	<b>3,478</b>
净利润	2,996	3,336	3,814	4,397
折旧摊销	65	109	134	156
财务费用	(4)	17	1	(20)
投资损失	(146)	(136)	(141)	(138)
营运资金变动	5,291	(332)	(195)	(247)
其它	(6,887)	(308)	(798)	(669)
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,324</b>	<b>(285)</b>	<b>(350)</b>	<b>(441)</b>
资本支出	(843)	(346)	(446)	(545)
长期投资	(221)	(40)	(37)	(22)
其他	2,388	101	133	127
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,241)</b>	<b>(1,168)</b>	<b>(1,393)</b>	<b>(1,564)</b>
短期借款	(97)	58	(7)	(15)
长期借款	23	0	0	0
其他	(2,166)	(1,226)	(1,387)	(1,548)
<b>现金净增加额</b>	<b>398</b>	<b>1,234</b>	<b>1,072</b>	<b>1,474</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>10,788</b>	<b>11,855</b>	<b>13,062</b>	<b>14,270</b>
营业成本	6,178	7,074	7,556	8,060
营业税金及附加	69	90	96	102
营业费用	518	267	377	361
管理费用	341	344	379	400
研发费用	270	261	287	300
财务费用	(4)	17	1	(20)
资产减值损失	15	15	17	19
公允价值变动损益	(9)	0	0	(3)
投资净收益	146	136	141	138
其他经营收益	32	28	30	29
<b>营业利润</b>	<b>3,572</b>	<b>3,952</b>	<b>4,519</b>	<b>5,214</b>
营业外收支	(33)	(29)	(31)	(30)
<b>利润总额</b>	<b>3,539</b>	<b>3,923</b>	<b>4,488</b>	<b>5,184</b>
所得税	543	586	674	787
<b>净利润</b>	<b>2,996</b>	<b>3,336</b>	<b>3,814</b>	<b>4,397</b>
少数股东损益	19	42	36	48
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,977</b>	<b>3,295</b>	<b>3,779</b>	<b>4,349</b>
EBITDA	3,629	4,052	4,627	5,326
EPS (最新摊薄)	4.93	5.46	6.26	7.21

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.25%	9.89%	10.18%	9.25%
营业利润	5.26%	10.63%	14.36%	15.38%
归属母公司净利润	6.42%	10.67%	14.70%	15.08%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.74%	40.33%	42.15%	43.52%
净利率	27.77%	28.14%	29.20%	30.81%
ROE	20.70%	20.72%	20.78%	20.90%
ROIC	19.46%	19.05%	19.09%	19.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.40%	14.98%	13.67%	12.23%
净负债比率	36.79%	34.94%	33.87%	33.14%
流动比率	4.77	4.95	5.53	6.19
速动比率	2.68	3.05	3.44	4.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.63	0.62	0.60
应收账款周转率	12.76	13.46	12.73	12.99
应付账款周转率	13.12	16.45	17.22	17.20
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.93	5.46	6.26	7.21
每股经营现金	2.18	4.45	4.67	5.76
每股净资产	23.66	27.12	31.08	35.69
<b>估值比率</b>				
P/E	41.50	37.50	32.70	28.41
P/B	8.66	7.55	6.59	5.74
EV/EBITDA	35.74	30.28	26.29	22.58

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>