

核心产品稳健增长, 进口牛黄有望提升公司
利润水平

——片仔癀 (600436) 点评报告

买入 (维持)

2025 年 05 月 06 日

事件:

4 月 26 日, 公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现总营业收入 107.88 亿元 (+7.25%); 实现归母净利润 29.77 亿元 (+6.42%)。

4 月 30 日, 公司发布 2025 年一季报。2025 年 Q1, 公司实现总营业收入 31.42 亿元 (-0.92%); 实现归母净利润 10.00 亿元 (+2.59%)。

投资要点:

公司医药工业 2024 年和 2025Q1 收入分别为 56.63 亿元 (+17.94%) 和 18.74 亿元 (+13.31%); 医药流通领域 2024 年和 2025Q1 收入分别为 40.84 亿元 (-2.87%) 和 10.14 亿元 (-19.11%), 受医保政策变化、消费市场萎缩等叠加影响, 医药流通业收入同比减少; 化妆品 2024 年和 2025Q1 收入分别为 7.52 亿元 (+6.41%) 和 1.97 亿元 (-1.17%)。

公司核心产品片仔癀系列产品稳健增长

公司强化市场策划及拓展销售渠道, 核心产品片仔癀系列产品销售增加。肝病用药 2024 年和 2025Q1 分别实现收入 53.10 亿元 (+18.98%) 和 18.33 亿元 (+21.83%)。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。心脑血管用药 2024 年和 2025Q1 分别实现收入 2.84 亿元 (+7.03%) 和 0.22 亿元 (-81.36%)。

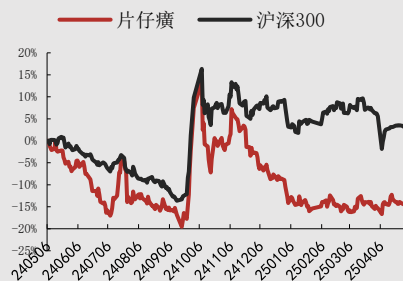
原材料价格上涨压缩利润空间

根据公司公告表述, 根据康美中药网数据统计, 天然牛黄近期的市场价格仍维持在高价 (160 万元/公斤)。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, 公司核心产品原材料紧缺现状有望得到缓解, 有利于提升公司利润水平。

基础数据

总股本 (百万股)	603.32
流通 A 股 (百万股)	603.32
收盘价 (元)	205.33
总市值 (亿元)	1,238.79
流通 A 股市值 (亿元)	1,238.79

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

发力渠道建设, 核心产品高增长

核心产品增长稳健, 毛利率承压

2023&2024Q1: 核心品种高增长, 化妆品扭亏为盈后高增长, 毛利率承压

分析师: 黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10787.86	12082.26	13457.60	14966.95
增长比率 (%)	7.25	12.00	11.38	11.22
归母净利润 (百万元)	2977.00	3279.73	3807.17	4247.53
增长比率 (%)	6.42	10.17	16.08	11.57
每股收益 (元)	4.93	5.44	6.31	7.04
市盈率 (倍)	41.61	37.77	32.54	29.16
市净率 (倍)	8.68	7.85	7.16	6.52

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

盈利预测与投资建议：公司核心产品片仔癀具备稀缺性。根据公司公告披露，我们调整公司盈利预测，预计 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 32.80 亿元/38.07 亿元/42.48 亿元(前预测值为 38.25 亿元/43.69 亿元/-)，对应 EPS5.44 元/股、6.31 元/股、7.04 元/股，对应 PE 为 37.77/32.54/29.16 (对应 2025 年 4 月 30 日收盘价 205.33 元)，维持“买入”评级。

风险因素：原材料供给不足风险：资源紧缺、价格上涨对片仔癀原材料的供给造成了挑战，未来将对片仔癀及系列产品的成本产生上升压力；研发不达预期风险：公司布局多个在研新药，产品研发分别处于临床前及进入临床研究阶段。由于药品研发的特殊性，具有周期长、环节多、风险高等特点，容易受到某些不可预测因素的影响；安宫牛黄丸增长不达预期风险：安宫牛黄丸市场存在多个品牌，公司产品上市时间较晚

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10788	12082	13458	14967
同比增速 (%)	7.25	12.00	11.38	11.22
营业成本	6178	6708	7260	7816
毛利	4610	5374	6198	7151
营业收入 (%)	42.74	44.48	46.05	47.78
税金及附加	69	97	108	120
营业收入 (%)	0.64	0.80	0.80	0.80
销售费用	518	725	848	958
营业收入 (%)	4.80	6.00	6.30	6.40
管理费用	341	435	484	539
营业收入 (%)	3.16	3.60	3.60	3.60
研发费用	270	290	350	404
营业收入 (%)	2.50	2.40	2.60	2.70
财务费用	-4	33	10	25
营业收入 (%)	-0.04	0.27	0.08	0.17
资产减值损失	-12	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
其他收益	28	21	25	0
投资收益	146	124	145	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-9	0	0	0
资产处置收益	5	14	14	0
营业利润	3572	3953	4581	5105
营业收入 (%)	33.11	32.72	34.04	34.11
营业外收支	-33	-45	-45	-45
利润总额	3539	3908	4536	5060
营业收入 (%)	32.80	32.35	33.70	33.81
所得税费用	543	595	690	769
净利润	2996	3313	3846	4290
营业收入 (%)	27.77	27.42	28.58	28.67
归属于母公司的净利润	2977	3280	3807	4248
同比增速 (%)	6.42	10.17	16.08	11.57
少数股东损益	19	33	38	43
EPS（元/股）	4.93	5.44	6.31	7.04

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	4.93	5.44	6.31	7.04
BVPS	23.66	26.16	28.68	31.49
PE	41.61	37.77	32.54	29.16
PEG	6.48	3.71	2.02	2.52
PB	8.68	7.85	7.16	6.52
EV/EBITDA	36.56	29.28	25.33	22.59
ROE	20.86%	20.78%	22.00%	22.36%
ROIC	18.14%	18.76%	19.62%	19.90%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1488	3822	3665	3682
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	862	1060	1165	1285
存货	4967	6712	7476	8315
预付款项	251	645	684	748
合同资产	2	0	0	0
其他流动资产	3758	4794	5800	6815
流动资产合计	11329	17033	18790	20845
长期股权投资	412	422	432	442
固定资产	1000	1402	1750	2045
在建工程	315	296	281	269
无形资产	273	281	288	294
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	155	133	133	133
其他非流动资产	4056	939	917	890
资产总计	17540	20506	22591	24918
短期借款	893	1093	1293	1493
应付票据及应付账款	482	940	1047	1164
预收账款	6	7	7	8
合同负债	271	355	363	411
应付职工薪酬	152	318	351	388
应交税费	93	146	159	170
其他流动负债	1370	1882	2167	2461
流动负债合计	2374	3648	4094	4602
长期借款	58	88	118	148
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	70	70	70
其他非流动负债	269	318	368	418
负债合计	2701	4124	4650	5238
归属于母公司的所有者权益	14272	15782	17303	18999
少数股东权益	567	600	639	681
股东权益	14839	16382	17941	19680
负债及股东权益	17540	20506	22591	24918

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1314	1280	2399	3012
投资	-248	-15	-15	-15
资本性支出	-1064	-602	-602	-617
其他	2637	3218	135	-10
投资活动现金流净额	1324	2600	-482	-642
债权融资	5	48	50	50
股权融资	5	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-74	230	230	230
筹资成本	-2136	-2029	-2359	-2636
其他	-40	123	0	0
筹资活动现金流净额	-2241	-1628	-2079	-2356
现金净流量	406	2257	-157	18

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场