

片仔癀做深做精，安宫牛黄丸开辟第二增长曲线

——首次覆盖报告

公司深度

● 片仔癀：百年传承，国药瑰宝

公司前身为成立于 1956 年的漳州制药厂，2003 年在上交所上市，是我国上市较早的传统中医药行业优秀代表。2006 年，公司成为经国家商务部认定的首批“中华老字号”企业之一；2020 年 7 月，收购黑龙江龙晖药业 51% 股权，获得国药瑰宝安宫牛黄丸（双天然、天然麝香（体培牛黄）品规）产品系列，切入心脑血管用药领域。公司主营业务分医药工业、医药商业和化妆品业务，医药工业主力产品包括片仔癀系列+安宫系列双核心，片仔癀系列和安宫牛黄丸系列贡献医药工业接近 99% 营收，其中片仔癀为公司独家产品，安宫牛黄丸逐渐销售放量。医药商业分部营收稳健增长，运营毛利率效率持续提升；化妆品业务度过疫情影响后，逐渐恢复增长。股权结构方面，国资绝对控股，大股东漳州九龙江集团持股公司 51.3% 股份，为绝对控股大股东，国资控股结构稳定。

● 片仔癀精品国药的两个平衡：终端产品量价平衡、核心原料供需平衡

终端产品量价平衡，产品提价与终端销量平衡。主产品片仔癀和安宫牛黄丸原料均包含天然麝香、牛黄等贵细原料，具有自主定价权。上游原料持续涨价和下游旺盛的市场需求，是主产品提价的主要驱动力，自 2004 年以来，片仔癀产品境内、境外销售出厂价或终端价累计提价超 20 次，最近一次提价 2023 年 5 月，内销出厂和终端零售价大幅提价 170 元，目前终端零售价为 760 元/粒，外销出口价也基本相应提升。2019-2024 年，公司肝病用药（片仔癀）销售额保持较快增长，从 2019 年的 21.8 亿元，增长到 2024 年的 53.1 亿元，年复合增速高达 19.5%。我们对肝病用药营收增速进行价格和销量归因分析和产销库存分析，片仔癀系列最近两次大幅提价，并未对产品销量带来明显影响，2024 年末库存仅 14.1 万盒，库存水平持续走低，未来销量对提价的阻力依然较小。

核心原料供需平衡。公司主产品片仔癀主要原料包含天然麝香和天然牛黄。天然牛黄原料通过市场询价采购，采购价格随行就市；天然麝香则需要通过国家林业局行政许可，严格按国家有关规定组织采购。麝香、牛黄贵细原料的供应关系公司主产品的生产与市场保供。公司提前储备战略库存，2024 年末原料库存增加到 32.1 亿元，测算麝香+牛黄的原料约 29.5 亿元左右，同比 2022 年增长 118%，有力保障了公司主产品片仔癀和安宫牛黄丸产品的生产。原料可持续供应方面，积极部署养麝事业，开展林麝人工养殖，保障天然麝香可持续供应；牛黄进口政策落地，有望缓解天然牛黄供应和价格压力。

● 安宫牛黄丸开辟心脑血管用药第二成长曲线

安宫牛黄丸市场规模超 60 亿元，销售渠道以零售市场为主。据米内网数据，2023 年，线下实体药店销售规模突破 50 亿元，占整体市场约 83.3%，其中双天然和单天然产品合计销售占比 75% 左右。国内市场呈现“一超多强”的竞争格局。公司旗下龙晖药业安宫牛黄丸系列，近年来销售额持续快速放量，从 2021 年的 0.96 亿元快速增长到 2024 年的 2.84 亿元，2021-2024 年营收年复合增速达 43.6%。虽然受上游原料的涨价影响，安宫产品毛利率暂时承压，但优秀的产品力赋予公司未来提价消化成本压力的能力，安宫牛黄丸系列开辟公司心脑血管用药第二成长曲线。

推荐（首次评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

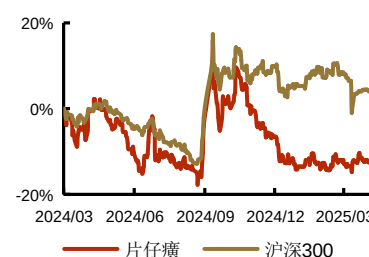
证书编号：S0280523110001

市场数据

2025.05.15

收盘价(元):	208.98
一年最低/最高(元):	188.75/283.19
总股本(亿股):	6.03
总市值(亿元):	1260.8
流通股本(亿股):	6.03
流通市值(亿元):	1260.8
近 3 月换手率:	20.4%

股价一年走势



相关报告



● 盈利预测、估值与评级

我们预测公司 2025-2027 年，营业收入分别为 117.8/128.8/140.8 亿元，分别同比增 9.2%/9.3%/9.3%；归母净利润分别为 31.7/37.2/43.2 亿元，分别同比增 6.3%/17.7%/16.2%；每股 EPS 分别为 5.25/6.17/7.17 元；毛利率分别为 43.9%/45.8%/47.9%。

据 Wind 一致预期，可比公司（同仁堂、云南白药和达仁堂）平均 PE（2025E）倍数为 25X，片仔癀 PE（2025E）为 40 倍，公司估值高于可比公司均值；公司十年长周期 PE（TTM）估值中枢为 64X，波动区间为 41X-86X，当前处于估值波动区间下沿，十年长期 PE（TTM）估值历史分位值仅 6.5%，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**1、牛黄、麝香等天然贵细原料价格继续大幅上涨带来较大成本压力；2、药品生产质量风险，导致品牌形象受损；3、主力产品片仔癀、安宫牛黄丸提价，导致市场需求下滑风险。4、牛黄进口试点落地不及预期，天然贵细药材无法支持进一步生产扩张。

财务摘要和估值指标（2025.05.15）

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,058	10,788	11,784	12,879	14,083
增长率(%)	15.7	7.3	9.2	9.3	9.3
净利润(百万元)	2,797	2,977	3,165	3,723	4,325
增长率(%)	13.1	6.4	6.3	17.7	16.2
毛利率(%)	46.8	42.7	43.9	45.8	47.9
净利率(%)	27.8	27.6	26.9	28.9	30.7
ROE(%)	20.5	20.2	18.8	19.0	18.9
EPS(摊薄/元)	4.64	4.93	5.25	6.17	7.17
P/E	59.1	46.3	39.8	33.9	29.2
P/B	11.2	9.7	7.7	6.6	5.6

资料来源：Wind、诚通证券研究所，股价时间为 2025 年 5 月 15 日

投资要件

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2025-2027 年，营业收入分别为 117.8/128.8/140.8 亿元，分别同比增 9.2%/9.3%/9.3%；归母净利润分别为 31.7/37.2/43.2 亿元，分别同比增 6.3%/17.7%/16.2%；每股 EPS 分别为 5.25/6.17/7.17 元；毛利率分别为 43.9%/45.8%/47.9%。

据 Wind 一致预期，可比公司（同仁堂、云南白药和达仁堂）平均 PE（2025E）倍数为 25X，片仔癀 PE（2025E）为 40 倍，公司估值高于可比公司均值；公司十年长周期 PE（TTM）估值中枢为 64X，波动区间为 41X-86X，当前处于估值波动区间下沿，十年长期 PE（TTM）估值历史分位值仅 6.5%，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

公司业务分部包括医药工业、医药商业、化妆品及其他业务，其中医药工业产品线按治疗领域分肝病用药、心血管用药和其他药品，我们分别给予营收增速和毛利率假设，如下：

1) 肝病用药：以片仔癀为代表的肝病用药为公司核心独家产品，我们分别假设 2025-2027 年，肝病用药年提价 9%（2019-2024 年片仔癀出厂价年复合提价 9% 左右），销量年均提升 3%（2023-2024 年销量年均 3% 左右），则肝病用药营收年均增速为 12.3%。2025-2027 年毛利率分别为 68%、70% 和 72%，毛利率逐年小幅提升，反映牛黄进口试点后，牛黄原料成本压力缓解和产品提价。

2) 心脑血管类：心脑血管类是公司第二大产品线，主要是安宫牛黄丸。我们分别假设 2025-2027 年心脑血管类销量分别增长 10%、8% 和 6%，出厂价年均提价 5%，则心脑血管类产品营收年增长 15.5%、13.4% 和 11.3%，毛利率保持稳定回升，分别为 16.0%、20.0% 和 25.0%。

3) 其他产品类：假设 2025-2027 年其他药品营收年增长 5%，毛利率维持稳定在 22%。

4) 医药商业：假设 2025-2027 年商业营收年增长 5%，毛利率维持稳定在 12%（近四年平均毛利率为 12.7%）。

5) 化妆品业务：假设 2025-2027 年化妆品业务营收年增长 10%（2023-2024 年均增长 9% 左右），参考近三年平均毛利率，假设毛利率稳定保持 61%。

6) 其他业务：保守假设 2025-2027 年其他业务营收年增长 5%，毛利率稳定保持 10%（2024 年为 9.9%）。

股价上涨的催化因素

中药原料尤其是天然牛黄、天然麝香价格平稳或下降；核心原料天然牛黄进口试点效果超预期；社零消费上升带动。

投资风险

1、牛黄、麝香等天然贵细原料价格继续大幅上涨带来较大成本压力；

- 2、产品质量风险，导致品牌形象受损；
- 3、主力产品片仔癀、安宫牛黄丸提价，导致市场需求下滑风险；
- 4、牛黄进口试点落地不及预期，天然贵细药材无法支持进一步生产扩张。

目 录

1、 片仔癀：百年传承，国药瑰宝	7
1.1、 片仔癀：传承与创新中发展	7
1.2、 品种分析：片仔癀系列+安宫系列双核心	7
1.3、 经营：医药工业片仔癀+安宫牛黄丸双核，商业毛利率持续提升	9
1.4、 股权结构：国资绝对控股，子公司专业化分工	12
2、 片仔癀的两个平衡：终端产品的量价平衡、核心原料的供需平衡	13
2.1、 原料供需失衡持续涨价，是主产品提价的主要驱动力	13
2.2、 片仔癀提价与终端销量平衡：提价是否会平抑终端需求	15
2.3、 原料的供需平衡：核心原料是否支持片仔癀产销持续放量	17
3、 安宫牛黄丸开辟心脑血管用药第二成长曲线	19
3.1、 安宫牛黄丸市场规模超 60 亿元，销售渠道以零售市场为主	19
3.2、 片仔癀龙晖药业安宫牛黄丸销售快速放量	20
3.3、 牛黄进口政策落地，有望缓解天然牛黄供应和价格压力	21
4、 盈利预测及投资评级	22
4.1、 关键假设及盈利预测	22
4.2、 估值及投资评级	24
5、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 片仔癀发展历史脉络梳理	7
图 2： 片仔癀主要产品系列纵览	8
图 3： 片仔癀锭剂产品图片	9
图 4： 片仔癀胶囊剂型产品图片	9
图 5： 片仔癀安宫牛黄丸（双天然）产品图片	9
图 6： 片仔癀安宫牛黄丸（体培牛黄）产品图片	9
图 7： 2019-2024 年片仔癀营收结构及增速	10
图 8： 2019-2024 年片仔癀净利润及毛利率净利润率	10
图 9： 2020-2024 年片仔癀医药工业营收稳健增长	10
图 10： 2020-2024 年片仔癀各产品毛利率变化趋势	10
图 11： 2024 年片仔癀医药工业产品营收结构	11
图 12： 片仔癀医药商业经营毛利率持续提升	11
图 13： 2022 年后片仔癀化妆品业务经营恢复性增长	12
图 14： 片仔癀（600436.SH）股权结构及业务架构	13
图 15： 2024 公司肝病用药（片仔癀）成本结构分析	14
图 16： 2024 年心脑血管用药（安宫）成本结构分析	14
图 17： 2022-2024 年天然牛黄（胆黄）价格走势	14
图 18： 2020-2024 年片仔癀和安宫牛黄丸产品毛利率趋势	15
图 19： 2019-2024 年肝病用药销售额同比增速归因分析	16
图 20： 2021-2024 年肝病用药产销库存情况	17
图 21： 2019-2024 年公司麝香+牛黄原料战略库存持续增加	19

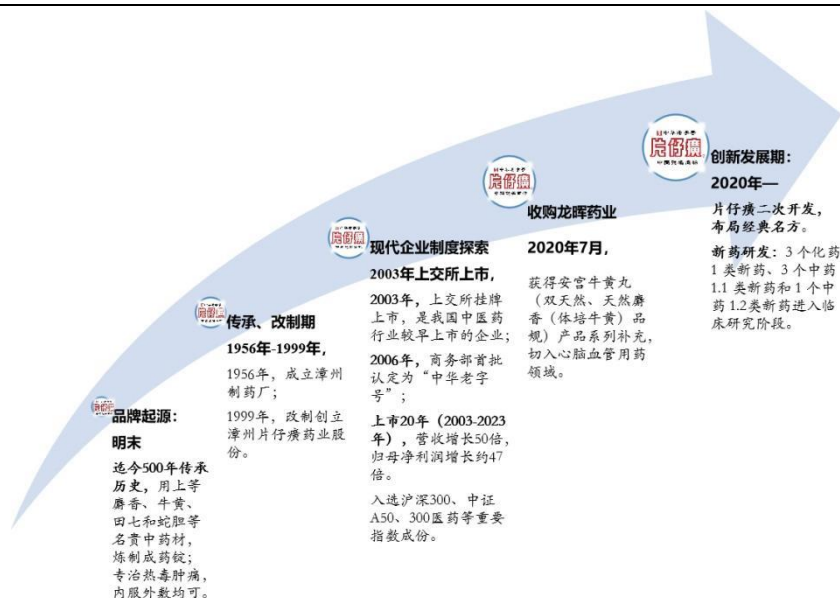
图 22: 2019-2023 年安宫牛黄丸零售市场规模及增速.....	20
图 23: 2023 年安宫牛黄丸三大终端市场格局.....	20
图 24: 安宫牛黄丸零售渠道呈现“一超多强”市场格局.....	20
图 25: 2021-2024 年心脑血管用药销售额快速放量.....	21
图 26: 2022-2024 年心脑血管用药产销及平均单价.....	21
图 27: 2023 年我国及全球肉牛存栏量比较.....	22
表 1: 片仔癀系列历年内销、外销出厂价&零售价提价统计一览.....	15
表 2: 国家林草局批准生产、销售含天然麝香成分中成药的企业及其产品名称.....	17
表 3: 四种不同来源牛黄性状、指标等对比.....	21
表 4: 片仔癀主营业务关键假设及营收拆分.....	23
表 5: 可比公司估值比较.....	24

1、片仔癀：百年传承，国药瑰宝

1.1、片仔癀：传承与创新中发展

公司前身为成立于 1956 年的漳州制药厂，1999 年改制创立漳州片仔癀药业股份有限公司，并于 2003 年在上交所上市，是我国上市较早的传统中医药行业优秀代表。2006 年，公司成为经国家商务部认定的首批“中华老字号”企业之一；2020 年 7 月，收购黑龙江龙晖药业 51% 股权，获得国药瑰宝安宫牛黄丸（双天然、天然麝香（体培牛黄）品规）产品系列，切入心脑血管用药领域。

图1：片仔癀发展历史脉络梳理



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

1.2、品种分析：片仔癀系列+安宫系列双核心

目前，公司常年生产片仔癀、安宫牛黄丸、复方片仔癀含片、茵胆平肝胶囊等 20 多种中成药，涵盖了肝病用药（片仔癀系列）、心脑血管用药（安宫牛黄丸）、感冒用药、皮肤科用药等众多领域。另外，充分挖掘片仔癀美颜护肤功效，在片仔癀化妆品等日化领域多年积极布局。

品种经营上，采取“做优片仔癀、做强大品种、做大化妆品”战略。

做优片仔癀，开发“片仔癀+”品种。围绕片仔癀核心国家绝密配方，开发复方片仔癀肝宝、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔瘡软膏、复方片仔癀含片等片仔癀药品系列，充分挖掘片仔癀品牌价值。

做强大品种。2023-2024 年肝病用药产品销售额连续两年保持 20% 左右高增长，2024 年突破 50 亿元大关，达到 53.1 亿元；心脑血管用药（安宫牛黄丸）销售额接近 3 亿元；2023 年，片仔癀锭剂在天猫和京东平台肝胆用药类销量排名第一名，“龙江牌复方片仔癀肝宝”在 618 电商节中分别荣获京东大药房跨境用药品牌第 1 名和阿里健康大药房海外药品 TOP10 品牌第 2 名，安宫牛黄丸销售额达到 2.65 亿元。

做大化妆品。化妆品业务由控股子公司福建片仔癀化妆品股份有限公司运营，拥

有“片仔癀”及“皇后”等多个品牌，主力品种包括皇后牌片仔癀珍珠霜，还有护肤、洗护、轻颜和臻润等系列。2024 年，化妆品业务营收达到 7.52 亿元，其中皇后牌片仔癀珍珠霜销售额实现过亿元。

图2： 片仔癀主要产品系列纵览

药品大类	药品	图片	主要成分	是否处方药	主治适应症	市场价格
片仔癀系列	片仔癀（锭剂）		牛黄、麝香、三七、蛇胆等	双跨品种（处方药、OTC）	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛。用于热毒血瘀所致急性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症	760元/粒（3g/粒）
	片仔癀（胶囊剂）			处方药		912元/盒 0.3g*12粒规格
	复方片仔癀软膏		片仔癀粉、蛇药片	OTC	用于带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮。	59.8元/支 10g/支
	复方片仔癀含片		片仔癀、蟾蜍菊、肿节风、玄参、麦冬、甘草、薄荷脑	OTC	清热解毒，利咽止痛，生津润喉。用于风热上攻，肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎	36元/盒 0.5g*24片/盒
	复方片仔癀痔疮软膏		片仔癀、珍珠粉、琥珀、冰片	OTC	清热解毒，散瘀镇痛，止血消痔。用于内、外痔，混合痔	NA
	复方片仔癀肝宝		牛黄、麝香、三七、蛇胆、茵陈、龙胆、栀子、大黄、白芍、甘草等	外销品种	护肝理肝，烟酒过多，引起之功能受损	630元/盒 (60粒/盒，10天用量)
安宫牛黄丸	安宫牛黄丸（双天然）		牛黄、水牛角浓缩粉、麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子、郁金、冰片。	OTC、处方药双跨	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。	798元/盒 (3g/丸规格)
	安宫牛黄丸（体培牛黄）		体外培育牛黄、水牛角浓缩粉、麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子、郁金、冰片	处方药		498元/盒 (3g/丸规格)
其他药品系列	茵胆平肝胶囊		茵陈、龙胆、黄芩、猪胆粉、栀子、炒白芍、当归、甘草	OTC	清热、利湿。用于肝胆湿热所致的胁痛、口苦、尿黄	35元/盒 0.5g*10粒/盒
	其他系列					
化妆品 (由控股子公司福建片仔癀化妆品股份运营)	珍珠膏系列 (片仔癀、皇后牌)					
	护肤系列、洗护系列、轻颜系列、臻润系列等					

资料来源：公司官网，诚通证券研究所 备注：市场价格信息来自京东商城片仔癀大药房旗舰店价格展示，时间不同价格有差异。

片仔癀为公司核心产品，片仔癀源于明朝末年，拥有近 500 年传承历史，是唯一二国家绝密配方中药保护品种之一，其传统制作技艺入选国家非物质文化遗产名录，连续多年居中国中成药单品种出口前列，被誉为“海上丝绸之路”上的“中国符号”，在海内外享誉斐然。

片仔癀最初为锭剂，切片分服，一片即可退癍，“仔”为闽南方言语气词，“癍”为热毒肿痛，故此成名“片仔癍”。片仔癍拥有锭剂及胶囊剂两种剂型，具有相同的成分及功能主治，其中片仔癍锭剂占主导地位。锭剂为中药传统剂型，也是我国最重要最古老的剂型之一，片仔癍锭剂可内服外敷，服用时切片敲碎，取适量剂量温开水送服，外用时研成粉末，加水或食醋搅匀成糊敷用。片仔癍胶囊剂拥有便于携带、服用方便、剂量准确等特点，适合现代快节奏生活方式。

图3：片仔癀锭剂产品图片



资料来源：公司官网主页，诚通证券研究所

图4：片仔癀胶囊剂型产品图片



资料来源：公司官网主页，诚通证券研究所

安宫牛黄丸为公司另一核心产品。2020年7月，公司收购黑龙江龙晖药业51%股权，取得安宫牛黄丸（双天然）产品批文。片仔癀牌安宫牛黄丸精选麝香、牛黄等道地药材，遵循古法炮制与金箔包衣等传统工艺制成。目前，片仔癀牌安宫牛黄丸【双天然品规、天然麝香（体培牛黄）品规】均已成功推向市场。

图5：片仔癀安宫牛黄丸（双天然）产品图片



资料来源：公司官网主页，诚通证券研究所

图6：片仔癀安宫牛黄丸（体培牛黄）产品图片

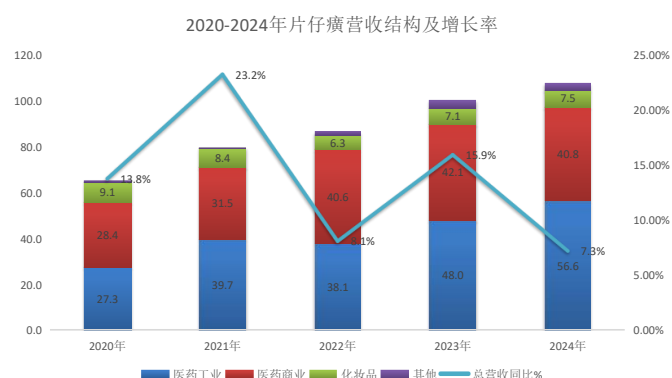


资料来源：公司官网主页，诚通证券研究所

1.3、经营：医药工业片仔癀+安宫牛黄丸双核，商业毛利率持续提升

近五年来，公司营业收入保持稳健较快增长。2019-2024年，公司营业总收入从57.2亿元增长到107.9亿元，2019-2024年年复合增速（CAGR）为13.5%，显著高于申万中药行业整体5%左右的增速；归母净利润从13.7亿元增长到29.8亿元，期间年复合增速16.7%，归母净利润年复合增速显著高于营收增速。近年来，公司整体毛利率维持在45%左右，净利润率维持在28%左右，2022-2024年毛利率和净利润率均有所下滑，主要是从2022年以来上游中药材原料尤其天然牛黄、天然麝香涨价幅度较大，带来成本上升压力所致。

图7： 2019-2024 年片仔癀营收结构及增速



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图8： 2019-2024 年片仔癀净利润及毛利率净利润率



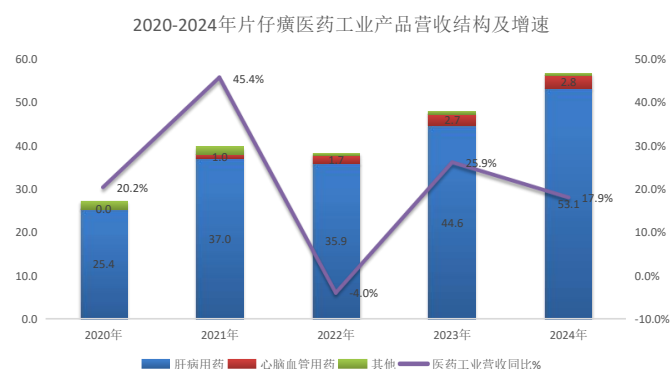
资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

分业务，公司主营业务包括医药工业、医药商业和化妆品业务三大块，医药工业为自产中成药生产销售，主力产品为肝病用药（片仔癀系列）和心脑血管用药（安宫牛黄丸系列）药品，公司漳州本部和黑龙江龙晖药业分别承担上述两种主要品种生产销售；医药商业为销售自有药品和外部第三方药品，主要通过控股子公司片仔癀宏仁医药和片仔癀（漳州）医药开展经营；化妆品业务由控股子公司福建片仔癀化妆品股份经营。

医药工业分部：营收较快增长，毛利率承压。2023 年公司医药工业经营收入为 48.0 亿元，同比大幅增长约 25.9%；2024 年营收首次突破 50 亿元大关，达到 56.6 亿元历史最高水平，同比增长 17.9%，连续两年保持稳健较快增长。2020-2024 年医药工业分部营收年复合增速为 20.0%，显著高于申万中药行业整体 5%左右的年复合增速。

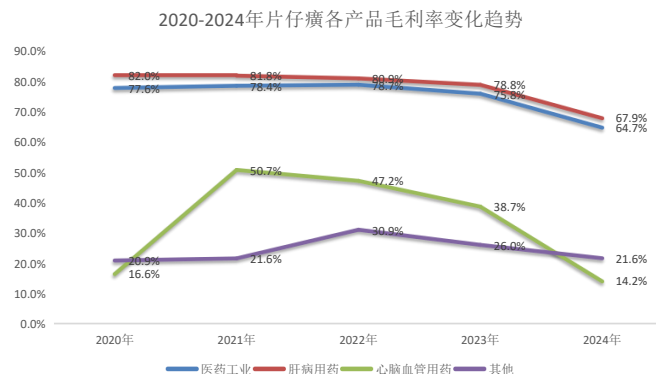
受上游原料涨价影响，2024 年医药工业业务毛利率下滑较大。从 2021 年以来，上游中药材原料价格涨幅较大，尤其是天然牛黄和天然麝香短期涨幅较大影响（天然牛黄价格涨幅 153%左右，天然麝香涨幅 33%左右），公司医药工业分部毛利率逐年下滑，从 2021 年的 78.4%下降到 2024 年的 64.7%，下降幅度约 13.7pct；其中肝病用药（片仔癀）由于终端提价，抵消原材料涨价带来的部分压力，毛利率下降幅度相对平缓，从 2021 年的 81.8%，下降到 2024 年的 75.8%，下降幅度约 13.9pct；心血管用药（安宫牛黄丸）毛利率下降幅度较大，从 2021 年的 50.7%，下降到 2024 年的 14.2%，降幅达 36.5pct。其他药品毛利率稳定在 25%左右。

图9： 2020-2024 年片仔癀医药工业营收稳健增长



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图10： 2020-2024 年片仔癀各产品毛利率变化趋势

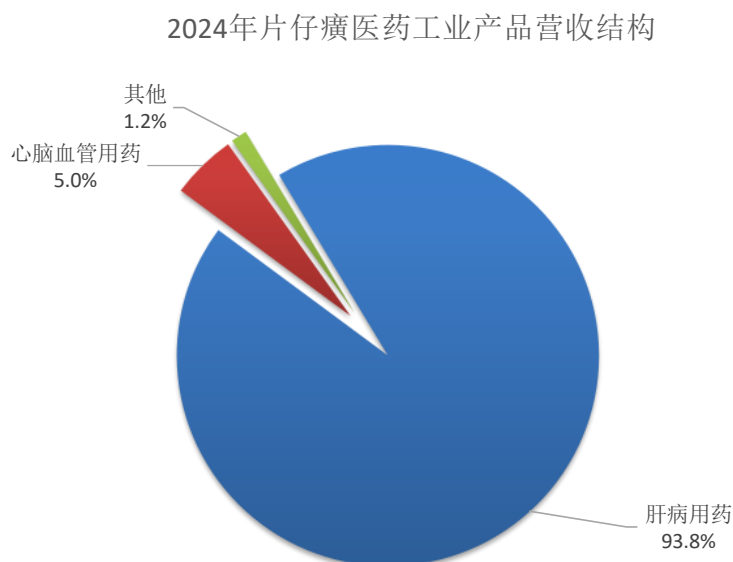


资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

片仔癀系列和安宫牛黄丸系列贡献医药工业接近 99%营收。公司医药工业药品涵

盖了肝病用药、心脑血管用药、感冒用药、皮肤科用药等众多领域，其中肝病用药主要是片仔癀系列产品，是公司营收规模最大的细分品种，2024 年营收 53.1 亿元，占医药工业比例约 93.8%；心脑血管用药主要是片仔癀牌安宫牛黄丸，2024 年营收 2.8 亿元，占比约 5.0%，均创历史新高；片仔癀系列和安宫牛黄丸系列贡献医药工业达 98.8% 营收，其他类药品合计仅占比 1.2%。

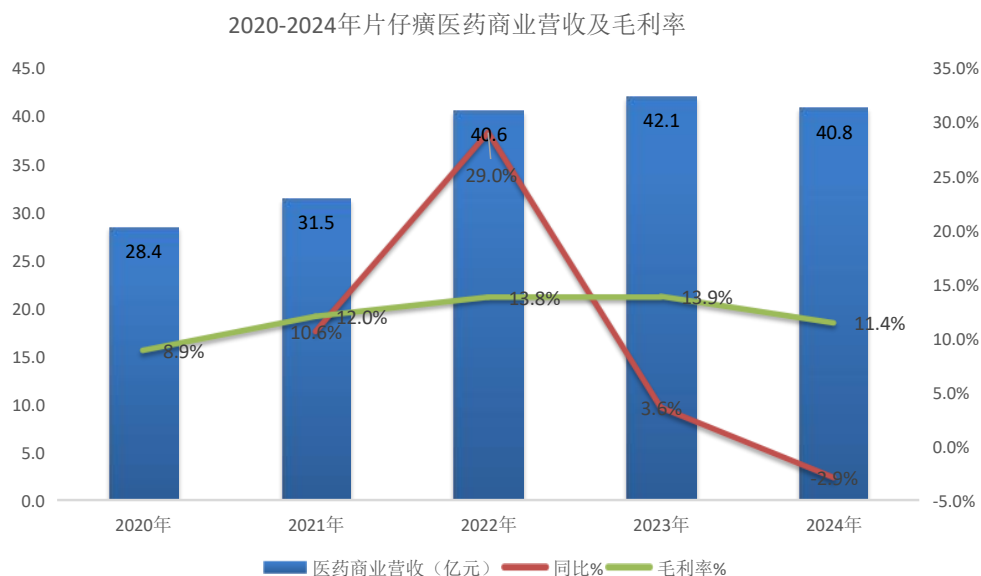
图11： 2024 年片仔癀医药工业产品营收结构



资料来源：公司 2024 年报，诚通证券研究所

医药商业分部：营收稳健增长，运营毛利率效率持续提升。商业分部营收稳健增长，营收从2020年的28.4亿元增长到2023年的42.1亿元，2020-2023年复合增速13.9%，2024年商业分部营收略有下滑，营收40.8亿元，同比下降2.9%。公司商业毛利率持续提升，从2020年的8.9%，稳步提升到2023年13.9%历史较好水平，2024年为11.4%，毛利率持续提升反映规模效应和运营效率提升良好。

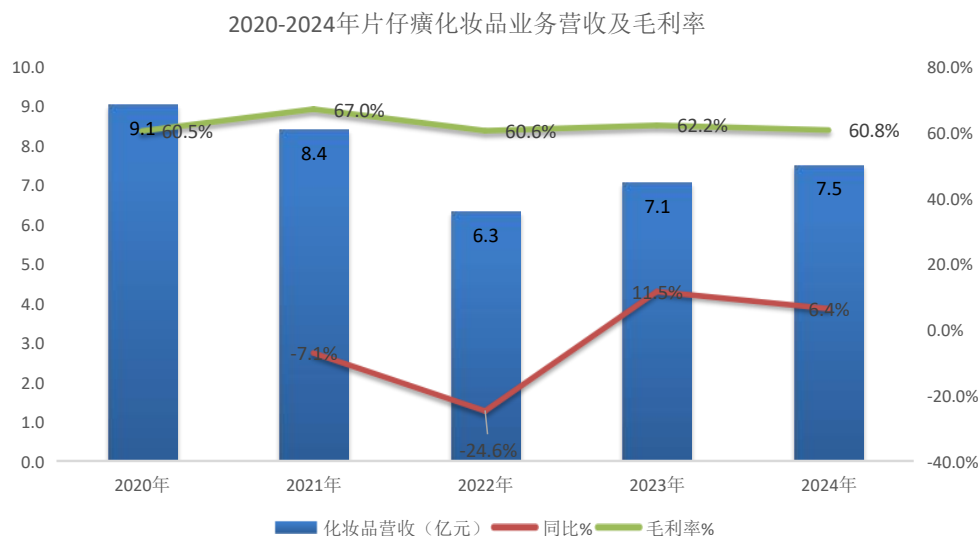
图12： 片仔癀医药商业经营毛利率持续提升



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

化妆品业务：营收恢复性增长，毛利率稳定在较高水平。化妆品业务主要由控股子公司片仔癀化妆品股份有限公司运营，拥有“片仔癀”及“皇后”等多个品牌。公司化妆品业务受疫情影响，2020-2022 年营收连续下滑，从 2020 年的 9.1 亿元下滑到 2022 年的 6.3 亿元；2023 年开始恢复性增长，同比增长 11.5%，2024 年增长 6.4%。2020-2024 年，化妆品业务毛利率稳定在 61% 左右。

图13： 2022 年后片仔癀化妆品业务经营恢复性增长



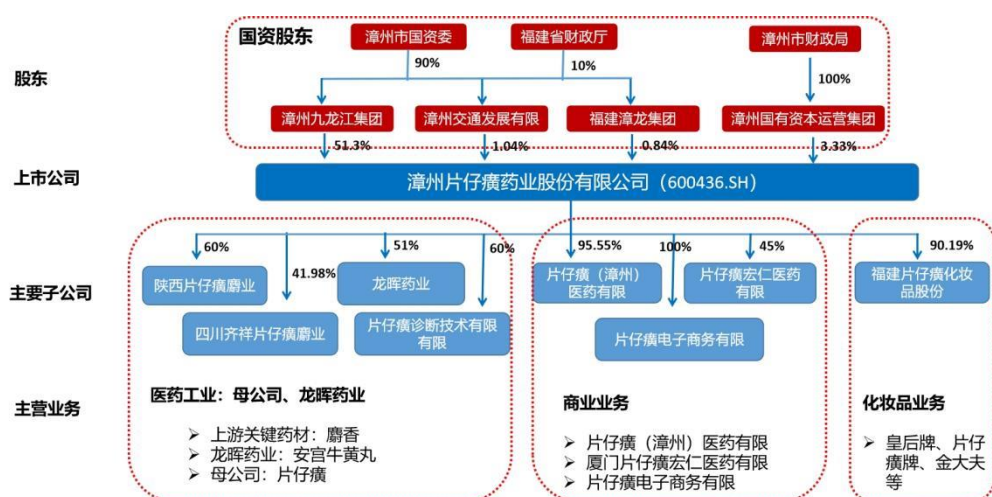
资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

1.4、股权结构：国资绝对控股，子公司专业化分工

国资绝对控股。公司股东构成相对简单，大股东漳州九龙江集团持股公司 51.3% 股份，为绝对控股大股东，另外漳州国有资本运营集团、漳州交通发展有限和福建漳龙集团等其他国资分别持股 3.33%、1.04% 和 0.84%，国资累计持股上市公司比例 56.51%；另外中国证券金融股份有限公司持股 1.87%，国资股东牢牢掌控公司绝对多数股份比例；其他公众股东为个人、香港中央结算、内地公募基金和私募机构等股东。

子公司专业化分工运营。片仔癀对不同业务板块，形成专业化分工和定位，有利于各公司专注核心业务领域，提高运营效率和专业水平。上游关键中药材麝香，成立陕西片仔癀麝业和四川齐祥片仔癀麝业有限，开展林麝养殖取香，保障上游核心麝香原材料供应。母公司生产片仔癀系列和其他药品品种，龙晖药业主力产品为安宫牛黄丸。下游销售由片仔癀（漳州）医药有限和厦门片仔癀宏仁医药有限等公司开展，努力拓展延伸“配送、维护、推广”的医药配送产业链上下游；化妆品业务已经股份制改制，成立福建片仔癀化妆品股份，未来推动分拆上市。

图14： 片仔癀（600436.SH）股权结构及业务架构



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、片仔癀的两个平衡：终端产品的量价平衡、核心原料的供需平衡

2.1、原料供需失衡持续涨价，是主产品提价的主要驱动力

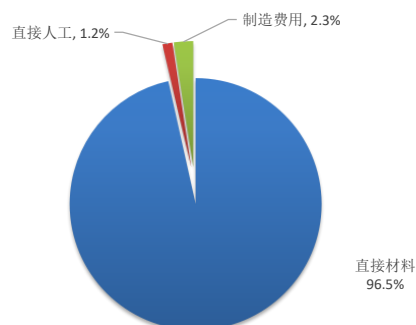
天然麝香、天然牛黄原料在公司主产品中成本构成中占比较大。片仔癀是公司独家产品，主要成分包括麝香、牛黄、蛇胆和三七等，根据片仔癀（海外版）披露的主要原料组成信息，麝香占3%，牛黄5%，田七85%和蛇胆7%，除麝香、蛇胆需获得国家林业部门行政许可，严格按国家有关规定组织采购外，其余中药材通过市场渠道进行采购，采购价格随行就市。据2024年公司披露肝病用药（片仔癀）成本构成，直接材料占96.5%，直接人工和制造费用合计仅占成本构成的3.5%左右，其中天然麝香和天然牛黄在片仔癀原料成本中占比几乎99%以上，按2024年肝病用药毛利率67.9%，出厂价600元/粒测算，两种贵细原料成本测算接近190元（3g/丸规格）。

公司另一主产品安宫牛黄丸主要成分中也含天然牛黄、麝香等原料，2024年成本构成中，直接材料占比96.3%，直接人工和制造费用占比分别为1.5%和2.2%。

在两种主产品中，上游原料成本占比均为96%以上，原料价格涨跌对两类主产品毛利率影响较大。

图15： 2024 公司肝病用药（片仔癀）成本结构分析

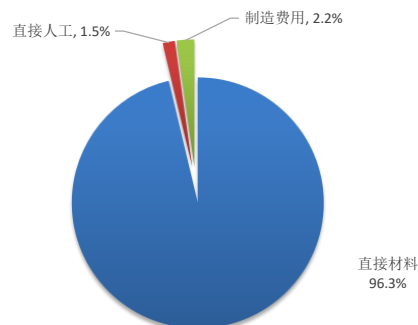
2024年肝病用药（片仔癀）成本构成



资料来源：公司 2024 年报，诚通证券研究所

图16： 2024 年心脑血管用药（安宫）成本结构分析

2024年心脑血管用药（安宫牛黄丸）成本构成

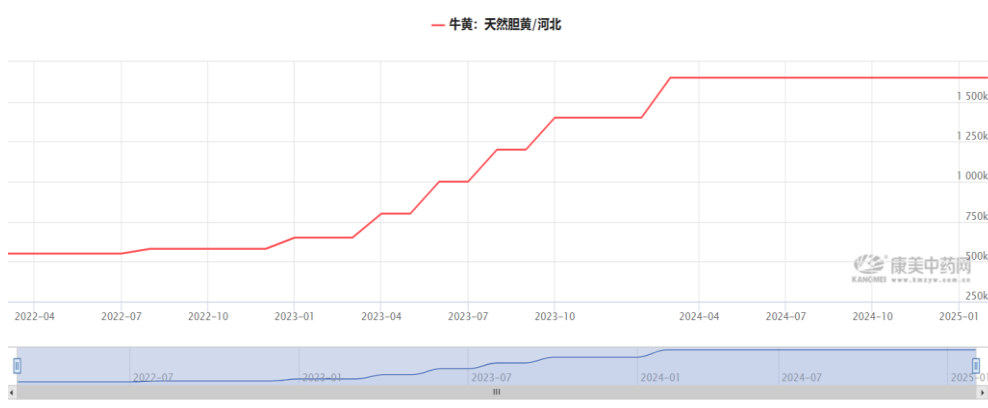


资料来源：公司 2024 年报，诚通证券研究所

上游原料天然麝香、牛黄持续涨价。我国天然麝香市场供应除原有麝香库存满足制药需求外，近年来在陕西凤县、四川阿坝州开展林麝养殖取香，但是仍然难以满足国内对天然麝香的市场需求。天然麝香由国家林业局统购统销，药企配额入药使用，缺乏透明市场报价，但 2024 年初亳州中药材市场天然麝香零星报价已经达 65-70 万元/kg 左右，人工麝香市场价格也长期维持在 50000 元/kg 左右。

天然牛黄为牛科动物病理产物，通常在 5 岁以上老牛体内自然形成，发现概率 1%-2%，来源稀缺。国内每年天然牛黄的产出量远不能满足传统中成药生产的需求量，长期处于供需关系紧张状态，导致价格不断走高。尤其是 2023-2024 年，天然牛黄价格持续快速上涨，根据康美中药网市场报价，天然牛黄在 2023 年 1 月的市场价格为 65 万元/公斤，此后持续快速上涨到 2024 年 3 月的 165 万元，并一直稳定在此高价位。

图17： 2022-2024 年天然牛黄（胆黄）价格走势

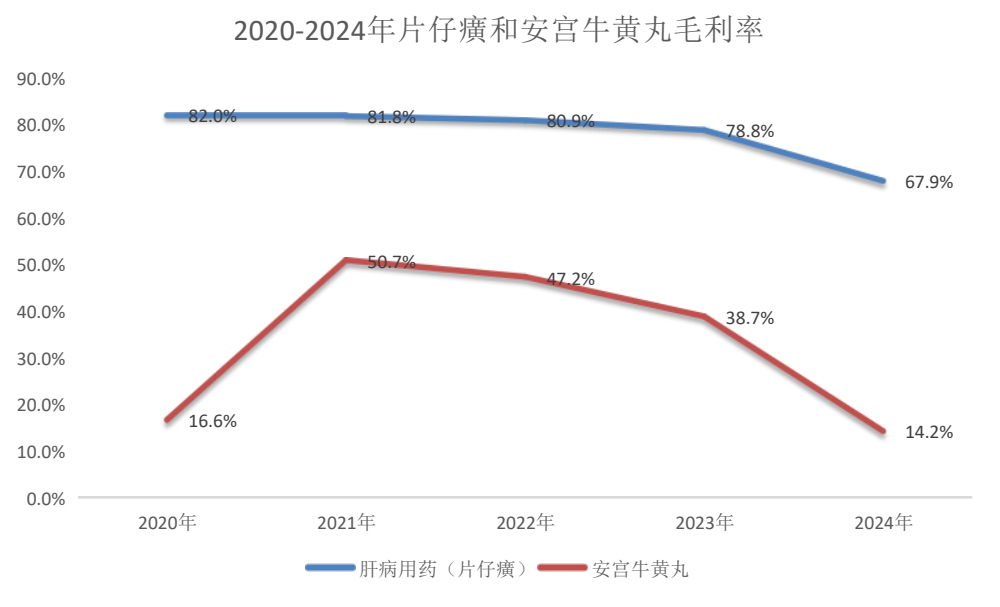


资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

主产品肝病用药（片仔癀）和安宫牛黄丸毛利率持续承压。公司两款主产品主要成分均包含天然牛黄和天然麝香，随着牛黄和麝香原料持续涨价，公司两款产品毛利率承压。片仔癀通过产品提价转移成本上升压力，2020-2024 年累计提价两次，分别为 60 元和 170 元/粒，片仔癀 3g 锭剂主产品国内终端市场零售价从 530 元/粒提价到目前 760 元/粒，两次累计提价幅度 43.4%，公司以片仔癀为主的肝病用药毛利率从 2020 年

的 82.0%逐年下滑至 2024 年为 67.9%，5 年累计下滑约 14.1pct。安宫牛黄丸天然牛黄含量高于片仔癀，受 2022 年以来天然牛黄市场价格涨幅巨大影响，安宫牛黄丸毛利率从 2021 年的 50.7%持续下滑到 2024 年的 14.2%，4 年累计下滑 36.5pct。

图18： 2020-2024 年片仔癀和安宫牛黄丸产品毛利率趋势



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

2.2、片仔癀提价与终端销量平衡：提价是否会平抑终端需求

自 2003 年公司上市以来，片仔癀系列内销和外销终端价格累计提价超 20 次。内销出厂价从 2004 年的 125 元/粒，逐渐提价到目前的 600 元/粒左右，累计提价幅度 4 倍左右，内销终端零售价达到 760 元/粒。2017 年以前，内外销产品提价频率较高，基本保持每年提价，其中 2005 年、2007 年、2011 年和 2012 年等多个年份内销提价次数两次；2020 年，时隔三年再次提价，内销市场零售价从 530 元，提价到 590 元，出厂价随之提升 40 元/粒；2023 年 5 月，内销出厂和终端零售价大幅提价 170 元，目前终端零售价为 760 元/粒，外销出口价也基本相应提升。

表 1：片仔癀系列历年内销、外销出厂价&零售价提价统计一览

年份	内销出厂价（元/粒）	内销提价幅度（元）	内销零售价（元/粒）	内销零售价提价幅度（元）	外销出厂价（美元/粒）	外销提价幅度（美元）
2000 年	93.2					
2001 年	100.6					
2002 年	102.6					
2004 年	125					
2005 年 2 次	130	5				
2006 年	140	10			14.5	
2007 年 2 次	180	40			16.5	2
2008 年					20.5	4
2010 年	200	20			24.0	3.5

2011 年 2 次	260	60			30.0	6
2012 年 2 次	320	60			36.0	6
2013 年	320				42.0	6
2014 年	320				45.0	3
2015 年	320		460		45.0	
2016 年	360	40	500	40	45.0	
2017 年	390	30	530	30	48.0	3
2020 年	430	40	590	60 (时隔三年)	53.8	5.8
2023 年	600	170	760	170 (最大幅度)	88.8	35 (最大幅度)

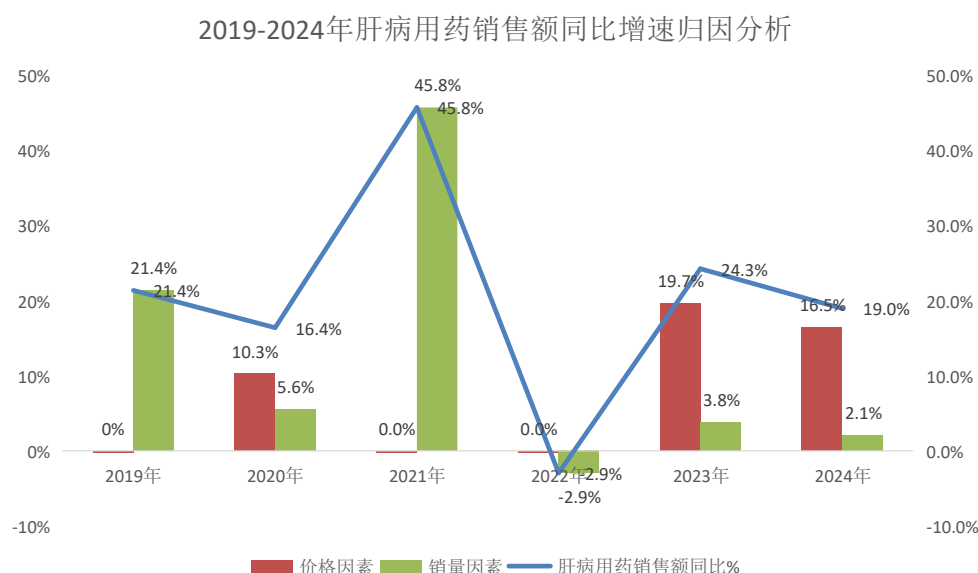
资料来源：片仔癀历年产品价格调整公告，片仔癀 IPO 招股说明书，诚通证券研究所

2019-2024 年，公司肝病用药销售额保持较快增长，从 2019 年的 21.8 亿元，增长到 2024 年的 53.1 亿元，年复合增速高达 19.5%。

我们对肝病用药营收增速进行价格和销量归因分析。2019 年-2024 年期间，2019 年、2021 年和 2022 年均未调整出厂价和终端市场价格，销售金额增速基本来自销量增长推动；2020 年和 2023 年两次提价，2024 年提价后价格完全落地，价格因素和销量因素共同影响营收增速。

2020 年肝病用药销售额同比增长 16.4%，其中价格因素贡献 10.3%（2020 年 1 月出厂价提升 40 元，从 390 元提价到 430 元，幅度 10.3%），销量因素贡献 5.6%；2023 年肝病用药销售额同比增长 24.3%，考虑到 5 月份提价因素，年化平均出厂价约 515 元/粒，其中价格因素贡献 19.7%（年初出厂价 430 元，年末出厂价约 600 元，年化均价 515 元左右，幅度 19.7%），销量因素贡献 3.8%，2024 年全年出厂均价 600 元/粒，相对 2023 年均价同比提升 16.5%，销量因素贡献 2.1%。

图19： 2019-2024 年肝病用药销售额同比增速归因分析



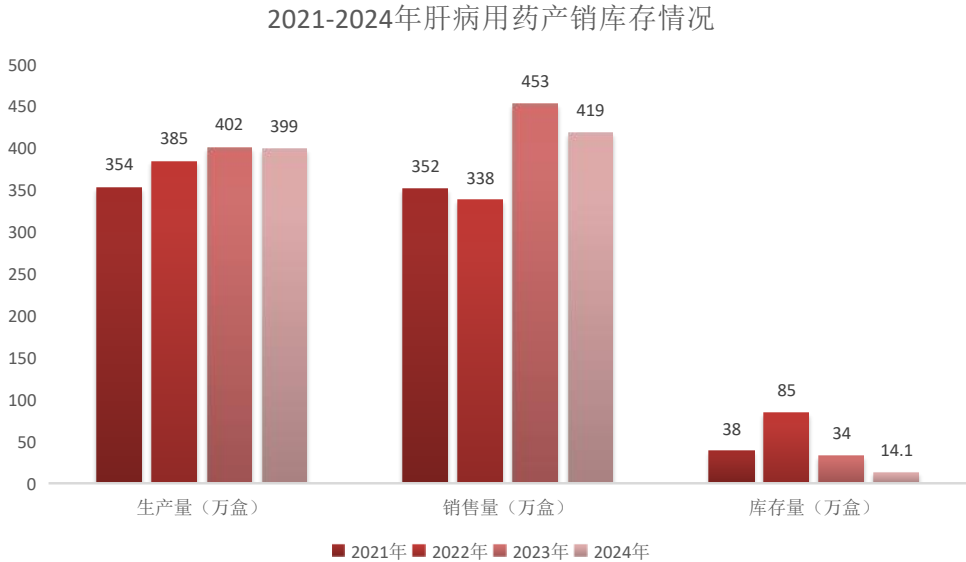
资料来源：公司 2019-2023 年报，2020 年-2023 年产品价格调整公告，诚通证券研究所

从产销库存方面看，2021-2024 年公司肝病用药产销两旺，库存水平持续维持低位水平。2021-2024 年三年产量合计 1540 万盒，销量 1563 万盒，销量略大于产量；2023 年 5 月大幅提价后，2023 年-2024 年连续两年销大于产，库存水平持续下降，2024

年末库存仅 14.1 万盒，不足 2024 年 1 个月市场平均销量。

由此可见，2019 年以来，公司对主产品片仔癀系列进行两次大幅提价，并未对产品销量带来明显影响，库存水平持续走低。

图20： 2021-2024 年肝病用药产销库存情况



资料来源：公司 2021-2024 年报，诚通证券研究所

2.3、原料的供需平衡：核心原料是否支持片仔癀产销持续放量

公司主产品片仔癀主要原料包含天然麝香和天然牛黄。天然牛黄原料通过市场询价采购，采购价格随行就市；天然麝香则需要通过国家林业局行政许可，严格按国家有关规定组织采购。

我国对天然麝香入药使用实行严格配额审批管理，公司片仔癀为首批获准天然麝香入药使用中药产品。从 2005 年起，为了保障药材供应，国家开始对天然麝香进行严格管理并实行配额制，对库存天然麝香实施标准化封装、调控年度消耗量、仅限中医药使用、专用标识等规范原料入药的管理措施。2005 年 7 月，国家林草局首批批准使用天然麝香的企业包括片仔癀、北京同仁堂、上海/苏州雷允上和厦门中药厂 5 家企业共 4 款中药产品；此后经过 6 次增补，截至目前获得天然麝香使用资格的企业共计 16 家共 27 款药品（分厂名），除此外使用麝香的企业均以人工麝香代替，并须在药物主要成分中标明“人工麝香”。天然麝香入药使用准入制管理、生产配额制管理，为公司及相关企业产品带来深厚的准入壁垒。

表 2：国家林草局批准生产、销售含天然麝香成分中成药的企业及其产品名称

批准时间	获准企业	获准药品
2016 年 7 月	北京同仁堂股份有限公司	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸
	山西广誉远国药有限公司	西黄丸
	黑龙江龙晖药业有限公司	安宫牛黄丸、西黄丸
	南京同仁堂药业有限公司	安宫牛黄丸、牛黄清心丸

2015 年 4 月	九寨沟天然药业集团有限公司	小金丸、五味麝香丸、万应锭、牛黄醒消丸，麝香壮骨膏、壮骨麝香止痛膏、大活络丸、西黄丸
2014 年 1 月	山西广誉远国药有限公司	安宫牛黄丸、牛黄清心丸
2013 年 1 月	天津中新药业达仁堂制药厂	安宫牛黄丸
	成都永康制药有限公司	小金丸
2007 年 12 月	北京同仁堂科技发展股份有限公司	西黄丸
2005 年 12 月	无锡山禾药业股份有限公司	醒脑静注射液
	福建麝珠明眼药股份有限公司	麝珠明滴眼液
2005 年 7 月	北京同仁堂集团公司	安宫牛黄丸
	上海雷允上药业有限公司	六神丸
	苏州雷允上药业有限公司	六神丸
	厦门中药厂有限公司	八宝丹
	漳州片仔癀药业股份有限公司	片仔癀

资料来源：国家林草局，诚通证券研究所

随着肝病用药销量提升，公司对天然麝香和天然牛黄原料需求持续提升。2024 年公司肝病用药销售额 53.1 亿元，片仔癀锭剂和胶囊剂成分含量一致，按片仔癀锭剂 600 元/粒出厂价计算，折合销售片仔癀锭剂（3g 规格）885 万粒左右，每粒片仔癀锭剂（3g/粒）含天然麝香 3%和天然牛黄 5%，分别折合 0.09g 麝香和 0.15g 牛黄，我们推算消耗天然麝香在 796.5kg 左右，天然牛黄约 1327.5kg。

公司天然麝香供应来自两方面，一是原有麝香库存（包括每年国家库存配额和公司库存），二是林麝养殖活体取香，林麝养殖活体取香是保障天然麝香长期可持续供应的关键，政策鼓励中医药企业开展林麝养殖，以缓解天然麝香长期供不应求的矛盾。

全国林麝养殖规模不断扩大，但麝香依然供需缺口巨大。目前，陕西宝鸡市凤县是全国最大的林麝养殖基地和中药麝香主产区，2024 年凤县人工养殖林麝超 4.2 万头，年产麝香 180 公斤。由于林麝养殖存栏限制，全国年产量约 200kg 左右，而我国天然麝香需求量每年约 1000kg 左右，供需缺口依然依赖原有麝香库存支持。

随着天然麝香资源的日益紧缺，公司提前储备战略库存，同时积极部署养麝事业，推行“公司+基地+科研+养殖户”的林麝人工养殖产业化模式，开展林麝人工养殖。2007 年，公司先后在陕西宝鸡设立陕西片仔癀麝业，持股 60%，注册资本 4400 万元，另外在四川阿坝州设立四川齐祥麝业，注册资本 1700 万元，公司持股 43.34%，是较早开展林麝养殖探索的企业，也从主产地源头掌控天然麝香原料供应。公司通过建立林麝标准化养殖基地，加快林麝养殖产业化进程，在陕西省太白县、宁陕县以及西藏边坝县等地共建林麝产业扶贫示范基地，积极发展农户养麝，向农户提供林麝种源调配、疾病诊疗、基地共建等服务，带动了当地林麝养殖产业的发展。促进濒危动物林麝种群的保护和麝香原料的可持续开发利用，为未来麝香原料的长期稳定供应提供一定的保障。

另外，公司着力搭建原料保障科研合作平台，组建高水平专家团队，先后成立“片仔癀-西北农林科技大学麝类生物学联合实验室”“片仔癀-北京林业大学麝类生物学联合实验室”“北京林业大学·片仔癀·边坝县政府”高原麝联合研究中心，提高产学研合作效能。陕西林麝基地先后荣获“优质道地药材示范基地”、“优质道地中药材十佳规范化种植（养殖）基地”、“2023 年中药材品牌示范基地”等荣誉，并建立

国内首个林麝精细化管理及全程溯源系统和农户养殖 APP，加快带动全国林麝养殖产业化进程，促进濒危动物林麝种群的保护和麝香原料的可持续开发利用，为未来公司麝香原料的长期稳定供应提供保障。

公司原材料库存主要是天然麝香和牛黄，2019 年-2022 年占比在原料库存 92%左右，原料库存维持在 13-14 亿元间，2023 年后公司大幅度增加麝香、牛黄等天然原料战略储备，2024 年末原料库存增加到 32.1 亿元，我们按 2019-2022 年麝香+牛黄的原料占比测算，2024 年末麝香+牛黄的原料大幅上升到 29.5 亿元左右，同比 2022 年增长 118%，有力保障了公司主产品片仔癀和安宫牛黄丸产品的生产。

图21： 2019-2024 年公司麝香+牛黄原料战略库存持续增加



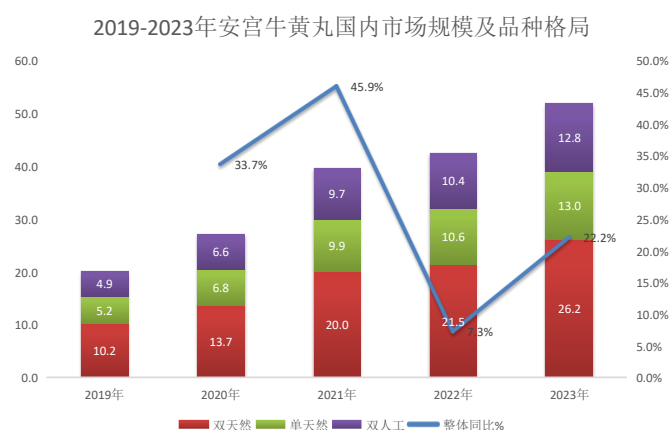
资料来源：公司 2019-2024 年报，诚通证券研究所 备注：2023-2024 年麝香+牛黄库存占比为根据 2019-2022 年均值推算数据。

3、安宫牛黄丸开辟心脑血管用药第二成长曲线

3.1、安宫牛黄丸市场规模超 60 亿元，销售渠道以零售市场为主

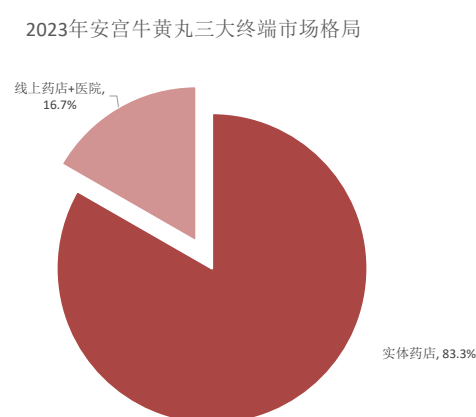
安宫牛黄丸市场规模超 60 亿元，销售渠道以零售市场为主。据米内网数据，2023 年，国内安宫牛黄丸三大终端（实体药店、网上药店和医院）市场规模超 60 亿元，其中线下实体药店销售规模突破 50 亿元，占整体市场的 83.3%，线下实体药店是安宫牛黄丸的主要销售渠道。分牛黄和麝香原料来源，双天然安宫牛黄丸市场占比过半，单天然产品和人工产品占比均在 25%左右，双天然和单天然产品合计销售占比 75%左右。

图22： 2019-2023 年安宫牛黄丸零售市场规模及增速



资料来源：中康 CHIS 数据，观研天下，诚通证券研究所

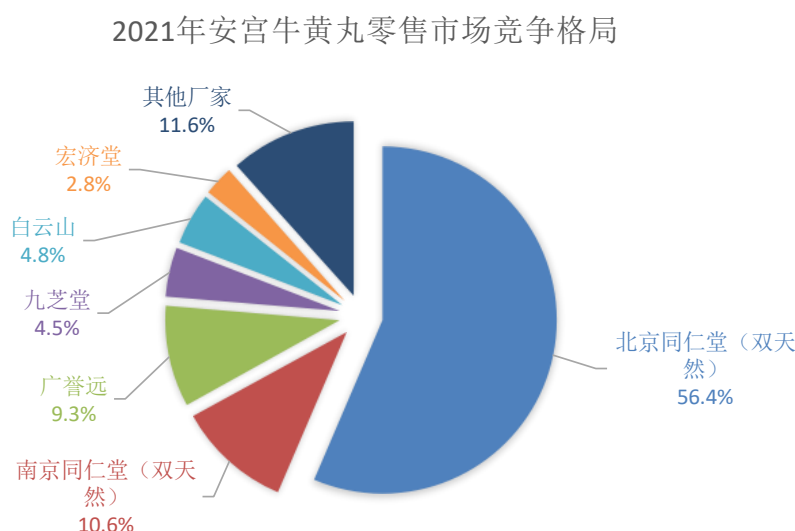
图23： 2023 年安宫牛黄丸三大终端市场格局



资料来源：米内网，诚通证券研究所

安宫牛黄丸国内市场呈现“一超多强”的竞争格局。国内拥有安宫牛黄丸生产批文的企业超过 120 家，但国家林业部门批准的双天然安宫牛黄丸产品仅五家，包括北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、片仔癀龙晖药业和达仁堂。目前我国安宫牛黄丸主要品牌有北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、宏济堂、黑龙江龙晖药业（片仔癀）、中一药业（白云山）、九芝堂、达仁堂、胡庆余堂等；据中康 CHIS 数据，2017-2021 年，同仁堂安宫牛黄丸（双天然）长期占据主要市场份额，2021 年市占率在 56.4%，远超其他竞品，安宫牛黄丸市场呈现一超（北京同仁堂）多强（南京同仁堂、广誉远、片仔癀等）格局。

图24： 安宫牛黄丸零售渠道呈现“一超多强”市场格局



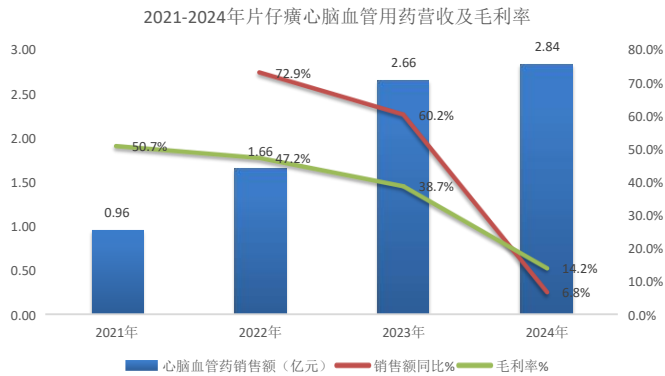
资料来源：中康 CHIS 系统，诚通证券研究所

3.2、片仔癀龙晖药业安宫牛黄丸销售快速放量

公司心脑血管用药主要是安宫牛黄丸系列，旗下龙晖药业拥有安宫牛黄丸双天然（天然麝香、天然牛黄）和单天然（天然麝香、体培牛黄）产品系列，近年来销售额持续快速放量，从 2021 年的 0.96 亿元快速增长到 2024 年的 2.84 亿元，2021-2024 年营收年复合增速达 43.6%。

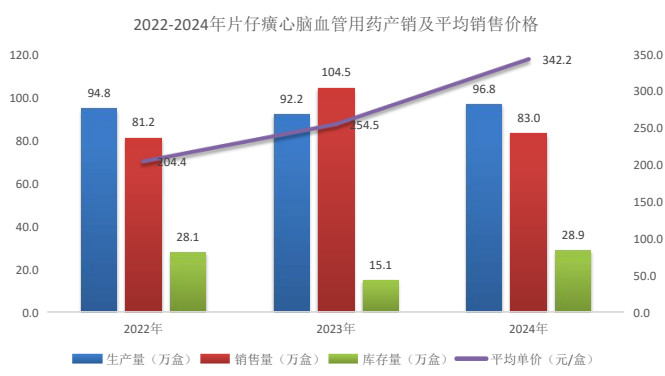
2022-2024 年，心脑血管用药年均产量维持在 95 万盒左右，三年累计生产 283.8 万盒，销量不同年度略有波动，三年累计销量 268.7 万盒，产销基本平衡。平均销售单价逐年提升，从 2022 年的 204.4 元/盒，提升到 2024 年的 342.2 元/盒，反映上游原料成本上升带来的提价幅度；但受上游麝香和牛黄原料涨价影响，心脑血管用药（安宫牛黄丸）毛利率持续承压，2024 年毛利率仅 14.2%，同比 2023 年 38.7% 下滑约 24.5pct。

图25： 2021-2024 年心脑血管用药药销售额快速放量



资料来源：公司 2021-2024 年报，诚通证券研究所

图26： 2022-2024 年心脑血管用药产销及平均单价



资料来源：公司 2022-2024 年报，诚通证券研究所

3.3、牛黄进口政策落地，有望缓解天然牛黄供应和价格压力

公司两大主力产品片仔癀和安宫牛黄丸主要原料均包含牛黄（胆黄），牛黄是对公司产品毛利率影响较大的原料之一。天然牛黄是牛科动物（主要是黄牛或水牛）胆囊、胆管或肝管中形成的病理产物，是中国四大名贵珍稀动物药材之一，始载于《神农本草经》，在我国药用已有 2000 多年的历史。

目前，市面上主要的牛黄原材料可分为四种，分别为天然牛黄、培植牛黄、体外培育牛黄和人工牛黄。天然牛黄是牛科病理产物，牛胆道发炎或者是患有胆汁排除障碍，胆汁中的胆固醇、钙盐和胆色素沉淀并凝结自然形成，发现概率 1%-2%，资源极其稀缺，可替代性低。培植牛黄通过人工手术方法将异物核置入牛胆囊内，并植入致病微生物，模拟胆黄体内天然形成过程而成。体培牛黄区别于培植牛黄，是利用牛新鲜胆汁在体外加入晶核和其他材料培育而成。培植牛黄和体培牛黄性状接近天然牛黄，人工牛黄为纯化学合成物质，其中胆红素、去氧胆酸等含量与天然牛黄有一定差距，CFDA 规定临床急重症用药品种中的牛黄不得使用人工牛黄替代。

表 3：四种不同来源牛黄性状、指标等对比

分类	天然牛黄/胆黄	体内培植牛黄	体培牛黄（体外）	人工牛黄
形成来源	牛科动物自然形成病理产物，发现概率 1%-2%，来源稀缺。	牛科动物活体胆囊置入晶核和微生物，体内培植	牛科动物新鲜胆汁作为母液，加入去氧胆酸、胆酸、复合胆红素等体外结晶而成	牛胆粉、胆酸、猪去氧胆酸、牛磺酸、胆红素、胆固醇、微量元素等加工而成
生产周期	自然形成，一般 5 岁以上老牛	较长，半年到一年	一周	——
质量检测指标	胆酸≥4.0%，胆红素≥25.0%	胆酸≥7-13%，胆红素≥35.0%	胆酸≥6.0%，胆红素≥35.0%	胆酸≥13.0%，胆红素≥0.63%
功能主治	清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒。用于热病神昏，中	同天然牛黄	同天然牛黄	清热解毒，化痰定惊。用于痰热谵狂，神昏不语，小儿

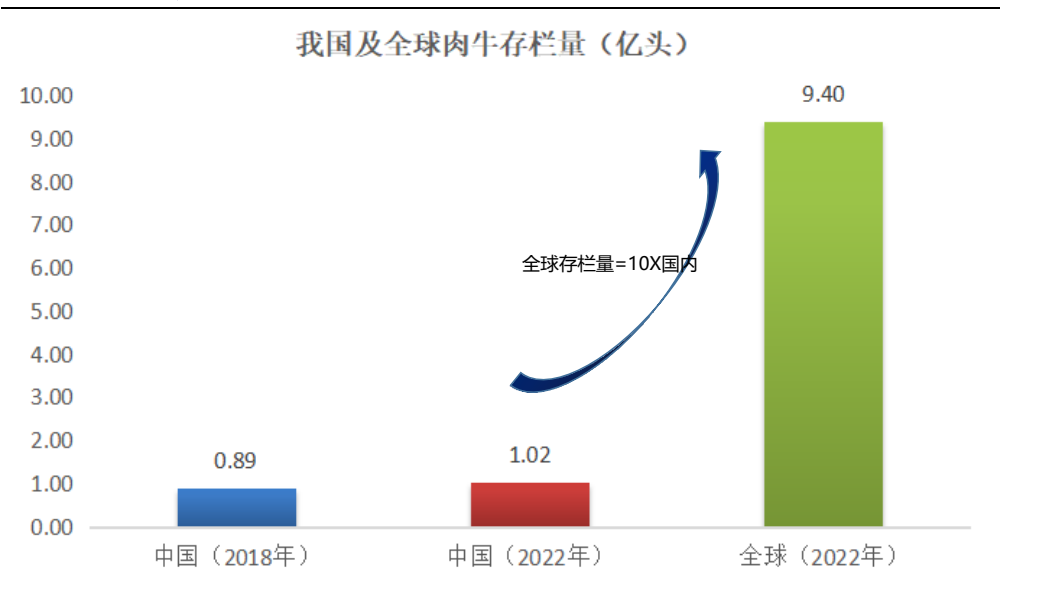
	风痰迷，惊痫抽搐，癫痫发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痛肿疗疮			急惊风，咽喉肿痛，口舌生疮，痛肿疗疮
价格（元/公斤）	1650000	NA	120000	800
代表产品	同仁堂、广誉远、片仔癀等双天然安宫牛黄丸	九芝堂安宫牛黄丸等单天然产品		人工牛黄甲硝唑、六神丸、牛黄清心丸、牛黄解毒片等

资料来源：华经产业研究院，诚通证券研究所

2025 年 4 月 18 日，国家药监局、海关总署正式发布《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告》文件，公告对来自于不存在疯牛病疫情禁令国家（地区），且符合中国海关检疫要求和药品质量检验要求的牛黄，允许其试点用于中成药生产。本次政策试点时限为 2 年，试点区域包括北京等 12 个省（区、市）。到期后根据试点工作情况，牛黄进口使用相关工作逐步在全国范围内推开。牛黄进口申请人应为试点区域内处方含牛黄中成药品种的药品上市许可持有人，且进口的牛黄只限自用，不得销售。

据华经产业研究院数据，2022 年全球（含我国）肉牛存栏量约 9.4 亿头，我国约 1.02 亿头，全球肉牛存栏量是国内近十倍，牛黄进口试点政策的推进将明显有利于缓解国内天然牛黄的供应紧张问题，有利于使用天然牛黄为中药材原料的品牌中药改善盈利水平。

图27： 2023 年我国及全球肉牛存栏量比较



资料来源：国家统计局，华经产业研究院，诚通证券研究所

4、 盈利预测及投资评级

4.1、 关键假设及盈利预测

公司业务分部包括医药工业、医药商业、化妆品及其他业务，其中医药工业产品线按治疗领域分肝病用药、心血管用药和其他药品，我们分别给予营收增速和毛利率假设，如下：

1) **肝病用药**：以片仔癀为代表的肝病用药为公司核心独家产品，我们分别假设 2025-2027 年，肝病用药年提价 9%（2019-2024 年片仔癀出厂价年复合提价 9% 左右），销量年均提升 3%（2023-2024 年销量年均 3% 左右），则肝病用药营收年均增速为 12.3%。2025-2027 年毛利率分别为 68%、70% 和 72%，毛利率逐年小幅提升，反映牛黄进口试点后，牛黄原料成本压力缓解和产品提价。

2) **心脑血管类**：心脑血管类是公司第二大产品线，主要是安宫牛黄丸。我们分别假设 2025-2027 年心脑血管类销量分别增长 10%、8% 和 6%，出厂价年均提价 5%，则心脑血管类产品营收年增长 15.5%、13.4% 和 11.3%，毛利率保持稳定回升，分别为 16.0%、20.0% 和 25.0%。

3) **其他产品类**：假设 2025-2027 年其他药品营收年增长 5%，毛利率维持稳定在 22%。

4) **医药商业**：假设 2025-2027 年商业营收年增长 5%，毛利率维持稳定在 12%（近四年平均毛利率为 12.7%）。

5) **化妆品业务**：假设 2025-2027 年化妆品业务营收年增长 10%（2023-2024 年均增长 9% 左右），参考近三年平均毛利率，假设毛利率稳定保持 61%。

6) **其他业务**：保守假设 2025-2027 年其他业务营收年增长 5%，毛利率稳定保持 10%（2024 年为 9.9%）。

表 4：片仔癀主营业务关键假设及营收拆分

单位：亿元	单位	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
总营收	亿元	86.94	100.58	107.88	117.84	128.80	140.83
同比	%	8.4%	15.7%	7.3%	9.2%	9.3%	9.3%
毛利率	%	45.6%	46.8%	42.7%	43.9%	45.8%	47.9%
分业务分部							
一、医药工业（母公司）		38.13	48.02	56.63	63.65	71.48	80.20
同比	亿元	-4.0%	25.9%	17.9%	12.4%	12.3%	12.2%
毛利率	%	78.7%	75.8%	64.7%	64.8%	66.8%	69.0%
分细分产品							
1、肝病用药（片仔癀）	亿元	35.92	44.63	53.10	59.62	66.93	75.14
肝病同比	%	-2.9%	24.2%	19.0%	12.3%	12.3%	12.3%
肝病药毛利率	%	80.90%	78.8%	67.9%	68.0%	70.0%	72.0%
折合片仔癀锭剂销量	万粒	835.3	866.6	885.0	911.6	938.9	967.1
销量同比	%	-2.9%	3.7%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
片仔癀锭剂平均出厂价	（元/粒）	430	515	600	654	713	777
出厂价同比	%	0.0%	19.8%	16.5%	9.0%	9.0%	9.0%
2、心血管用药（安宫牛黄丸）	亿元	1.66	2.66	2.84	3.28	3.72	4.14
营收同比	%	72.9%	60.2%	6.8%	15.5%	13.4%	11.3%
心血管药毛利率	%	47.2%	38.7%	14.2%	16.0%	20.0%	25.0%
心脑血管用药销量	万盒	81.18	104.49	82.97	91.27	98.57	104.48

销量同比	%		28.7%	-20.6%	10%	8%	6%
心脑血管用药平均出厂价	(元/盒)	204.5	254.6	342.3	359.4	377.4	396.2
出厂价同比	%		24.5%	34.5%	5.0%	5.0%	5.0%
3、其他药品	亿元	0.55	0.73	0.69	0.76	0.83	0.92
其他同比	%	-68.6%	32.7%	-5.5%	10%	10%	10%
其他毛利率	%	30.2%	26.2%	21.6%	22%	22%	22%
二、化妆品业务	亿元	6.34	7.07	7.52	8.27	9.10	10.01
同比	%	-24.6%	11.5%	6.4%	10%	10%	10%
毛利率	%	60.6%	62.2%	60.8%	61.0%	61.0%	61.0%
三、医药商业	亿元	40.59	42.05	40.84	42.88	45.03	47.28
同比	%	29.0%	3.6%	-2.9%	5%	5%	5%
毛利率	%	13.8%	13.9%	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%
四、其他修正	亿元	1.88	3.44	2.89	3.03	3.19	3.35
同比	%	198.4%	83.0%	-16.0%	5%	5%	5%
毛利率	%	12.5%	12.4%	9.9%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

综上，我们预测公司 2025-2027 年，营业收入分别为 117.8/128.8/140.8 亿元，分别同比增 9.2%/9.3%/9.3%；归母净利润分别为 31.6/37.2/43.2 亿元，分别同比增 6.3%/17.7%/16.2%；每股 EPS 分别为 5.25/6.17/7.17 元；毛利率分别为 43.9%/45.8%/47.9%。

4.2、估值及投资评级

公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业同仁堂、云南白药和达仁堂进行估值比较，可比公司业务模式类似，均含医药工业和医药商业分部。

据 Wind 一致预期，可比公司（同仁堂、云南白药和达仁堂）平均 PE（2025E）倍数为 25X，片仔癀 PE（2025E）为 40 倍，公司估值高于可比公司均值；公司十年长周期 PE（TTM）估值中枢为 64X，波动区间为 41X-86X，当前处于估值波动区间下沿，十年长期 PE（TTM）估值历史分位值仅 6.5%，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 5：可比公司估值比较

股票代码	公司简称	当前股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600085.SH	同仁堂	37.1	509.4	1.11	1.29	1.50	1.73	33.5	28.8	24.8	21.4
000538.SZ	云南白药	57.2	1,019.9	2.66	2.91	3.18	3.50	21.5	19.7	18.0	16.3
600329.SH	达仁堂	30.2	205.1	2.89	1.12	1.27	1.43	10.4	26.9	23.8	21.1

	平均							21.8	25.1	22.2	19.6
600436.SH	片仔癀	208.53	1,258.10	4.93	5.25	6.17	7.17	42.4	39.8	33.9	29.1

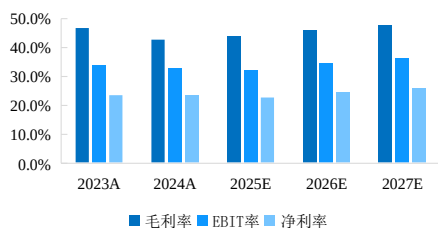
资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：股价数据截至 2025.05.15；同仁堂、云南白药、达仁堂 2025-2027 年 EPS 为 Wind 一致预期，片仔癀为本报告财务模型预测数据。

5、风险提示

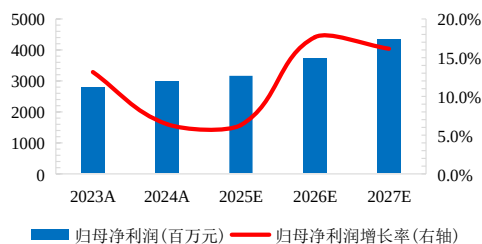
- 1、牛黄、麝香等天然贵细原料价格继续大幅上涨带来较大成本压力；
- 2、药品生产质量风险，导致品牌形象受损；
- 3、主产品片仔癀、安宫牛黄丸提价，导致市场需求大幅下滑风险。
- 4、牛黄进口政策落地效果不及预期，天然贵细药材无法支持进一步生产扩张。

附：财务预测摘要

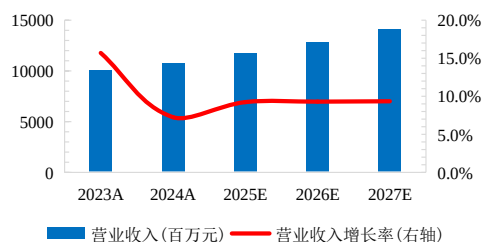
1、毛利率、EBIT 率、净利率



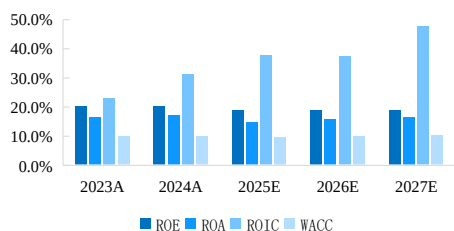
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10058	10788	11784	12879	14083
营业成本	5355	6178	6612	6974	7338
折旧和摊销	94	65	113	123	121
营业税费	81	69	93	99	106
销售费用	783	518	773	795	891
管理费用	367	341	401	422	471
财务费用	-8	-4	-2	-9	-59
公允价值变动损益	8	-9	-0	-5	-2
投资收益	126	146	136	141	138
营业利润	3394	3572	3791	4457	5171
利润总额	3369	3539	3762	4426	5141
少数股东损益	54	19	20	23	27
归属母公司净利润	2797	2977	3165	3723	4325

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	17080	17540	21514	23448	26250
流动资产	15100	11329	15168	16942	19584
货币资金	1159	1488	5841	6384	9459
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	912	780	1068	951	1257
应收票据	57	83	70	97	85
其他应收款	57	64	68	76	81
存货	3379	4967	3965	5457	4456
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	194	412	605	804	1001
固定资产	325	1010	1060	1112	1147
无形资产	291	273	233	193	153
总负债	3160	2701	4589	3772	3284
无息负债	1901	1439	1961	1566	2089
有息负债	1258	1262	2628	2205	1195
股东权益	13920	14839	16925	19676	22966
股本	603	603	603	603	603
公积金	1095	1095	1095	1095	1095
未分配利润	9996	10606	10715	10779	10890
少数股东权益	544	567	587	610	637

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2207	1314	4194	2095	5230
净利润	2851	2996	3185	3747	4352
折旧摊销	94	65	113	123	121
净营运资金增加	3383	-3679	-1037	1626	-956
其他	-4122	1932	1933	-3401	1713
投资活动产生现金流	-2774	1324	-109	-143	-142
净资本支出	142	1068	-58	-39	-35
长期投资变化	3	-248	-193	-198	-196
其他资产变化	-2629	2145	-360	-381	-374
融资活动现金流	-769	-2241	-1140	-998	-1015
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	380	-459	1888	-817	-488
无息负债变化	330	-463	523	-395	523
净现金流	-1334	406	2945	953	4073

资料来源：Wind，诚通证券研究所

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.7	7.3	9.2	9.3	9.3
净利润增长率	13.0	5.1	6.3	17.7	16.2
EBITDA 增长率	14.3	3.8	7.6	17.1	14.6
EBIT 增长率	13.6	4.8	6.4	17.4	15.0
估值指标					
PE	59.1	46.3	39.8	33.9	29.2
PB	11.2	9.7	7.7	6.6	5.6
EV/EBITDA	36.3	34.9	31.6	26.8	22.6
EV/EBIT	37.3	35.5	32.6	27.5	23.1
EV/NOPLAT	44.1	41.9	38.5	32.5	27.3
EV/Sales	12.6	11.7	10.5	9.5	8.4
EV/IC	8.7	8.1	6.5	5.8	5.0
盈利能力 (%)					
毛利率	46.8	42.7	43.9	45.8	47.9
EBITDA 率	34.7	33.6	33.1	35.5	37.2
EBIT 率	33.8	33.0	32.2	34.5	36.3
税前净利润率	33.7	33.1	32.2	34.6	36.7
税后净利润率 (归属母公司)	23.5	23.4	22.7	24.5	26.0
ROA	16.7	17.1	14.8	16.0	16.6
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.5	20.2	18.8	19.0	18.9
经营性 ROIC	23.0	31.3	37.7	37.4	47.9
偿债能力					
流动比率	5.2	4.8	3.5	4.9	6.5
速动比率	0.8	1.0	1.6	2.2	3.6
归属母公司权益/有息债务	10.6	11.3	6.2	8.6	18.7
有形资产/有息债务	12.3	9.8	6.2	8.2	17.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	4.64	4.93	5.25	6.17	7.17
每股红利	2.32	1.82	1.65	1.76	1.89
每股经营现金流	-1.05	10.93	6.95	3.47	8.67
每股自由现金流(FCFF)	-0.90	9.76	7.32	3.82	9.02
每股净资产	22.17	23.66	27.08	31.60	37.01
每股销售收入	16.67	17.88	19.53	21.35	23.34

资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师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注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>