

25 年 H1 业绩符合预期， 看好全年保持经营韧性

核心观点

25 年 H1 公司实现收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 53.79 亿元、14.42 亿元和 14.53 亿元，分别同比增长-4.81%、-16.22% 和-17.04%，业绩符合快报预期。展望下半年，公司将：1) 多元赛道拓新局，产品结构进一步优化；2) 持续加强品牌渠道建设，推动核心片仔癀系列产品增长；3) 优化战略储备体系，同时推进精益管理，经营效率有望提升；4) 持续加强研发布局，不断丰富研发管线；整体来看，我们看好 25 年公司在内外部环境压力下保持经营韧性。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

25 年 H1 公司实现收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 53.79 亿元、14.42 亿元和 14.53 亿元，分别同比增长-4.81%、-16.22%和-17.04%，业绩符合快报预期。

根据公司 25 年 H1 利润分配预案，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 14.00 元，现金分红总金额 8.45 亿元，占公司 2025 年半年度归母净利润 58.56%。

简评

25 年 H1 业绩符合预期，看好全年保持经营韧性

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,058	10,788	11,030	11,329	11,693
YOY(%)	15.7	7.3	2.2	2.7	3.2
净利润(百万元)	2,797	2,977	3,053	3,236	3,444
YOY(%)	13.1	6.4	2.6	6.0	6.4
毛利率(%)	46.8	42.7	43.5	44.5	45.4
净利率(%)	27.8	27.6	27.7	28.6	29.5
ROE(%)	20.9	20.9	18.9	17.9	17.1
EPS(摊薄/元)	4.64	4.93	5.06	5.36	5.71
P/E(倍)	44.5	41.8	40.7	38.4	36.1
P/B(倍)	9.3	8.7	7.7	6.9	6.2

资料来源: iFinD, 中信建投证券

片仔癀 (600436. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期: 2025 年 9 月 5 日

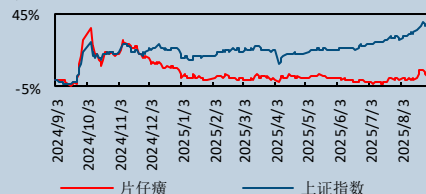
当前股价: 206.12 元

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
2.69/-5.69	1.01/-14.24	-1.18/-36.93
12 月最高/最低价 (元)		272.80/193.50
总股本 (万股)		60,331.72
流通 A 股 (万股)		60,331.72
总市值 (亿元)		1,243.56
流通市值 (亿元)		1,243.56
近 3 月日均成交量 (万)		272.59
主要股东		
漳州市九龙江集团有限公司		50.97%

股价表现



2025 年 H1 公司实现营业收入 53.79 亿元，同比下滑 4.81%，收入端承压主要受到商业板块、化妆品业务增速放缓等影响；实现归母净利润 14.42 亿元，同比下降 16.22%，实现扣非归母净利润 14.53 亿元，同比下降 17.04%，利润端下滑主要由于核心工业板块受到原材料价格波动等影响毛利率短期承压；其中 Q2 单季实现营业收入 22.37 亿元，同比下滑 9.79%，收入端在内外部环境压力下持续承压；实现归母净利润 4.43 亿元，同比下降 40.76%，实现扣非归母净利润 4.48 亿元，同比下降 41.30%；利润端下滑较多主要受到关键原材料价格持续处于历史高位运行、费用投放节奏变化等影响。

持续推进品牌渠道建设，聚焦核心多元赛道拓新局

2025 年 H1，公司聚焦“抓生产、去库存、促销售、转作风”四大核心领域精准施策，积极推进品牌及渠道建设，多元赛道拓新局，分板块来看：

1) 医药工业：2025 年 H1 实现收入 29.85 亿元，同比增长 3.15%，在内外部压力下基本保持平稳增长；毛利率为 59.95%，同比减少 7.60 个百分点，盈利能力持续承压主要受到原材料价格波动影响；其中肝病用药实现收入 28.96 亿元，同比增长 9.70%，毛利率 61.50%，同比减少 10.89 个百分点，盈利能力下降主要由于片仔癀系列的原材料价格居高不下；心脑血管用药实现收入 0.60 亿元，同比下滑 71.04%，毛利率 8.94%，同比减少 6.17 个百分点，收入、利润两端持续承压。公司积极聚焦战略单品片仔癀锭剂，2025 年稳居天猫、京东平台肝胆用药一中成药板块榜首；同时系列产品表现亮眼，上半年销售额突破 1 亿元大关，同比增长 14.67%。**2) 化妆品业：**2025 年 H1 实现收入 3.20 亿元，同比下滑 17.01%，毛利率为 61.45%，同比减少 3.08 个百分点，在去年同期高基数基础上有所承压，明星产品皇后牌珍珠膏上半年销售额同比增长超 60%。**3) 医药商业：**2025 年 H1 实现收入 19.77 亿元，同比下滑 12.82%，毛利率为 8.78%，同比减少 4.90 个百分点，收入、利润两端在外部环境因素影响下持续承压。

研发管线持续推进，战略布局北方市场

公司持续加强研发布局，不断丰富研发管线，新药开发获实质性突破。25 年 H1，公司积极推进 2 个新药立项及 18 个在研新药及经典名方的研发项目，其中包括 5 个中药 1.1 类、1 个中药 1.2 类以及 4 个化药 1 类进入临床研究阶段：中药 1.1 类 PZH1219（养巢颗粒）获临床许可，PZH1215（芪术糖肾颗粒）完成 IIa 期受试者入组；化药 1 类 PZH2111 片（实体肿瘤）完成 I 期受试者入组。除此之外，公司全面提升品牌影响力，战略性布局北方市场，于 2024 年底在北京投资建设的北方总部已进入初期运营阶段，有望提升在北方市场的品牌辐射能力与产品营销效率、加强人才梯队建设，同时实现与北方区域优势资源的对接协同，彰显长期战略价值。

展望 25 年：多元赛道拓新局，看好全年保持经营韧性

展望 25 年，**1) 多元赛道拓新局：**随着公司充分发挥品牌及产业链资源优势，持续聚焦中成药、化药创新药、大单品、医药商业、日化美妆等五个方面，同时积极拓展保健食品赛道，产品结构有望进一步优化；**2) 持续加强品牌渠道建设：**公司将进一步填补传统医药渠道空白市场、不断创新片仔癀新领域应用场景，持续推动合作商在连锁药店铺设专柜，并引导合作商聚焦中医馆、医美、牙科以及高端养老院、疗养院等新渠道持续扩展，同时加强重点区域建设，品牌影响力及产品覆盖率有望进一步提升，有望推动核心片仔癀系列产品保持增长；**3) 全面推进精益管理：**优化战略储备体系，同时推进降本增效，经营效率有望提升；**4) 持续加强研发布局：**不断丰富研发管线，新药开发有望持续取得积极进展。整体来看，我们看好 25 年公司在内外部环境压力下保持经营韧性。

原材料价格波动影响毛利率，控费效果明显

2025 年 H1，公司综合毛利率为 40.41%，同比减少 4.33 个百分点，主要关键原材料价格持续处于历史高位运行，成本压力显著增大；销售费用率为 4.06%，同比减少 0.35 个百分点，管理费用率为 2.90%，同比减少 0.41 个百分点，研发费用率为 2.24%，同比减少 0.18 个百分点，控费效果理想。经营活动产生的现金流量净额同比下降 1.56%，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 110.30 亿元、113.29 亿元和 116.93 亿元，归母净利润分别为 30.53 亿元、32.36 亿元和 34.44 亿元，分别同比增长 2.6%、6.0%和 6.4%，折合 EPS 分别为 5.06 元/股、5.36 元/股和 5.71 元/股，对应 P/E 分别为 40.7x、38.4x 和 36.1x，维持“买入”评级。

风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2) 药品降价风险，公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3) 原材料及动力成本涨价风险：中药种植周期较长，公司所需原料价格波动将会导致成本上升，进而影响公司整体利润；4) 中药政策环境不稳定：目前中药相关大环境并未完全稳定，日后若有相关政策出台可能导致市场较为混乱进而影响公司经营状况；5) 8 月 14 日，公司就关联交易事项发出监管工作函，8 月 24 日，公司就关联交易目的、标的资产经营情况进行回复，但交易方案仍待另行磋商确认，关联交易暂缓执行，现阶段对公司实际影响有限。

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。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

研究助理

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
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 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2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 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