

片仔癀 (600436 CH, 买入, 目标价: RMB275.64)

买入

持有

卖出

目标价: RMB275.64

当前股价: RMB201.47

股价上行/下行空间

+37%

52 周最高/最低价 (RMB)

284.34/189.90

市值 (US\$mn)

17,079

当前发行数量(百万股)

603

三个月平均日交易额 (US\$mn)

84

流通盘占比 (%)

100

主要股东 (%)

漳州市九龙江集团有限公司

51

王富济

4

香港中央结算有限公司

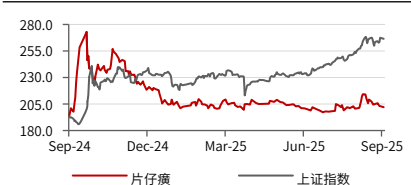
3

按 2025 年 9 月 16 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	275.64	271.91	1%
2025E EPS (RMB)	5.09	6.25	-19%
2026E EPS (RMB)	6.06	7.28	-17%
2027E EPS (RMB)	7.31	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	11,487 (-8%)	12,627 (-16%)
EPS (RMB)	5.19 (-2%)	5.88 (+3%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

渠道升级显效，费用优化助力盈利修复

- 考虑到核心产品片仔癀的渠道优势，我们预计 2025E-26E 肝病用药销售收入同比增速为 10%/11%。
- 1H25，整体费用率改善，部分抵消了行业不利影响。
- 重申买入评级，上调 DCF 目标价至 275.64 元。

1H25 业绩承压：根据 1H25 报告，公司实现营业收入 53.79 亿元，同比下降 4.81%；实现净利润 14.48 亿元，同比下降 17.18%；净利润 14.42 亿元，同比下降 16.22%；基本每股收益 2.39 元，同比下降 16.14%。根据 1H25 报告，公司销售费用为 2.20 亿元，同比下降 12.36%；管理费用为 2.66 亿元，同比增长 10.83%；研发费用为 1.20 亿元，同比增长 3.65%。1H25，公司依靠费用端优化的持续推进，部分抵消了行业不利影响。整体来看，虽然公司短期盈利承压，但核心品种片仔癀仍保持稳健增长，叠加渠道结构优化有望支撑公司业绩中长期稳健发展。

医药制造增长放缓，原料成本推高毛利压力：根据 1H25 报告，公司核心产品肝病用药实现营业收入 28.96 亿元，同比增长 9.70%；毛利率 61.50%，较上年同期下降 10.89 个百分点，主要系原材料价格上涨及成本上升所致。根据 1H25 报告，公司锚定片仔癀锭剂这一战略单品精耕细作，2025 年该产品稳居天猫、京东平台肝胆用药-中成药板块榜首；系列产品表现亮眼，1H25 销售额突破 1 亿元大关，同比增长 14.67%。考虑到核心产品片仔癀的渠道优势，我们预计 2025E-26E 肝病用药销售收入同比增速为 10%/11%。

渠道结构优化与终端动销：根据 1H25 报告，公司“持续巩固和深化片仔癀核心地位”，2024 年来积极践行“名医入漳”战略，布局名医馆、片仔癀国药堂，截至 2025 年 6 月覆盖近 400 家，并继续加大设立力度。公司加大自营线上线下精细化服务，拓展主流连锁渠道，与多家头部连锁建立全品类战略合作伙伴关系，实现终端门店覆盖超 10 万家，在重点省市“形成较为完善的市场布局”。医药流通业以“优化升级、提质增效、创新驱动”为导向，“优化产品、客户、供应商结构，重塑服务价值链，由‘配送、维护’向‘专业营销’升级”，推动公司高质量发展。整体来看，公司通过渠道网络升级和终端动销提升，为后续盈利能力恢复奠定坚实基础。

重申买入评级，上调 DCF 目标价至 275.64 元：结合渠道优化与核心品种销售保持稳健，我们上调 DCF 目标价至 275.64 元，当前股价对应约 37%上行空间，体现公司中长期成长逻辑稳健及盈利修复预期，投资价值持续凸显。

风险提示：1) 原材料供应及价格波动；3) 产品安全性导致问题；3) 政策不确定性。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	10,058	10,788	10,550	10,636	11,033
毛利润 (RMBmn)	4,703	4,610	4,518	4,979	5,689
归母净利润 (RMBmn)	2,797	2,977	3,070	3,652	4,410
每股收益 (RMB)	4.64	4.93	5.09	6.06	7.31
市盈率 (x)	60.4	45.3	39.6	33.2	27.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得，华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

财务分析

图表 1：片仔癀- 1H25 核心财务数据分析

百万元	2024A	2023A	YoY%	2024E	差异%	1H25	1H24	YoY%
营收	10,788	10,058	7%	11,336	-5%	5,379	5,651	-5%
销售费用	518	783	-34%	680	-24%	219	249	-12%
管理费用	341	367	-7%	368	-7%	156	141	11%
研发费用	270	232	16%	227	19%	120	116	4%
毛利	4,610	4,703	-2%	5,031	-8%	2,173	2,528	-14%
归母净利润	2,977	2,797	6%	3,151	-6%	1,442	1,721	-16%
EPS (元)	4.93	4.64	6%	5.23	-6%	2.39	2.85	-16%
毛利率	43%	47%	-4.0ppts	44%	-1.6ppts	40%	45%	-4.3ppts
销售费用率	5%	8%	-3.0ppts	6%	-1.2ppts	4%	4%	-0.3 ppts
管理费用率	3%	4%	-0.5ppts	3%	-0.1ppts	3%	2%	0.4 ppts
研发费用率	2%	2%	0.2ppts	2%	0.5ppts	2%	2%	0.2 ppts
净利率	28%	28%	-0.2ppts	28%	-0.2ppts	27%	30%	-3.7 ppts

资料来源：公司公告、华兴证券预测

预测调整

根据 1H25 中报，公司实现营业收入 53.79 亿元，同比下降 4.81%；归母净利润 14.42 亿元，同比下降 16.22%；毛利率 40.46%，同比下降 4.3 个百分点。根据 1H25 中报，公司销售费用同比下降 12.36%，管理费用同比增长 10.83%，研发费用同比增长 3.65%。其中片仔癀用于慢乙肝合并肝纤维化的临床研究已获批开展。

根据 1H25 中报业绩，我们下调公司 2025E/26E 盈利预测，预计收入 105.5/106.4 亿元，较原预测下调 16%/23%；归母净利润 30.7/36.5 亿元，较原预测下调 18%/17%；对应 EPS 5.09/6.06 元，较原预测下调 18%/17%。

分业务来看，我们预计公司医药制造业收入 2025E/26E 分别为 60.9/66.2 亿元，同比调整 1%/-2%，核心产品片仔癀锭剂销售保持增长；医药流通业收入预计 35.9/32.2 亿元，同比调整-31%/-44%，主要受渠道结构调整和去库存影响。公司在 1H25 中报中表示医药商业将采取“优化产品、客户、供应商结构，重塑服务价值链，由‘配送、维护’为主导的经营模式向‘专业营销’经营模式升级”。公司化妆品业务 2025E/26E 收入预计 6.39/6.07 亿元，同比调整-27%/-38%，1H25 皇后牌珍珠膏销售额同比增长超 60%，成为增长亮点。

整体而言，我们下调盈利预测主要反映流通业务承压及毛利率下行压力，但考虑到公司在核心品种的品牌力、渠道结构优化以及创新药管线布局，预计中长期成长逻辑不改，盈利能力有望逐步修复。

图表 2：片仔癀-核心财务指标调整

百万元	新			旧			变化(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	10,550	10,636	11,033	12,542	13,769	N/A	-16%	-23%	N/A
毛利	4,518	4,979	5,689	5,708	6,384	N/A	-21%	-22%	N/A
归母净利润	3,070	3,652	4,410	3,765	4,391	N/A	-18%	-17%	N/A
销售费用	453	404	364	690	688	N/A	-34%	-41%	N/A
管理费用	291	251	216	357	337	N/A	-19%	-26%	N/A
研发费用	264	266	276	251	275	N/A	5%	-3%	N/A
EPS (元)	5.09	6.06	7.31	6.25	7.28	N/A	-18%	-17%	N/A

资料来源：华兴证券预测

图表 3：片仔癀-2025E-27E 年分部营收预测更新

百万元	新			旧			变化(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
肝病用药	5,909	6,458	7,184	5,370	5,827	N/A	10%	11%	N/A
其他药品	177	159	159	669	891	N/A	-74%	-82%	N/A
医药制造业小计	6,085	6,617	7,343	6,039	6,718	N/A	1%	-2%	N/A
医药流通业小计	3,594	3,163	2,783	5,222	5,640	N/A	-31%	-44%	N/A
医药行业小计	9,679	9,779	10,126	11,262	12,358	N/A	-14%	-21%	N/A
化妆品业	639	607	638	878	976	N/A	-27%	-38%	N/A
合计	10,550	10,636	11,033	12,542	13,769	N/A	-16%	-23%	N/A

资料来源：华兴证券预测

估值

重申买入评级，上调 DCF 目标价至 275.64 元

我们采用两阶段 DCF 估值，第一阶段为 2025 年至 2030 年，第二阶段为永续增长年份。假设永续增长率 6.0%，WACC 预测 7.3% 保持不变。根据 2025 年半年度报告，结合最新盈利预测，我们将 DCF 目标价上调至 275.64 元（前值 271.91 元）。

我们最新目标价对应 2025 年 P/E 约 54x，高于可比公司平均水平。根据 2025 年半年度报告，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，销售费用率同比下降至 4.1%，公司医药商业板块向“专业营销”模式升级，叠加片仔癀核心品种价格上行及安宫牛黄丸销售扩张，有望驱动盈利持续改善，维持“买入”评级。

图表 4：片仔癀 - DCF 估值表

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	1,979	2,869	2,978	3,369	3,539	3,650	4,341	5,242	6,299	7,536	8,461
财务费用	60	84	62	8	4	5	147	268	401	562	742
EBIT	2,039	2,953	3,040	3,377	3,543	3,655	4,488	5,509	6,700	8,098	9,204
EBIT*(1-t)	1,749	2,548	2,585	2,859	3,000	3,094	3,822	4,705	5,733	6,941	7,905
固定资产折旧	32	67	68	72	80	59	61	62	63	65	66
无形资产摊销	58	67	12	30	15	35	39	43	47	52	57
营运资本变动	-257	-2,118	4,263	-634	-1,691	1,881	787	513	610	283	639
资本开支	-419	-92	-175	-142	-1,068	-112	-121	-132	-144	-158	-175
自由现金流	1,163	472	6,754	2,185	336	4,958	4,588	5,191	6,310	7,183	8,491
贴现因子						-	1	2	3	4	5
自由现金流现值						4,958	4,276	4,510	5,110	5,423	5,976

估值简介	2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	30,255
永续现金流现值	131,193
企业价值	161,448
(-) 净负债	-5,322
(-) 少数股东权益	586
股权价值	166,184
总股本 (百万)	603
目标价 (元)	275.64
最新收盘价	201.47
上行/下行空间 %	37%

WACC 计算	
无风险利率	2.8%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	0.72
权益成本	7.8%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	13.0%
WACC	7.3%

目标价 (元) 敏感性分析对应永续增长率和 WACC	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%
5.50%	234.05	223.30	213.75	205.20	197.50
5.75%	267.60	252.65	239.63	228.20	218.08
6.00%	316.71	294.44	275.64	259.55	245.62
6.25%	395.43	358.73	329.15	304.78	284.36
6.50%	542.12	470.36	416.99	375.73	342.88

2025E EPS	5.09
2025年目标价对应 P/E	54

永续增长率	6.0%
-------	------

资料来源：Wind、华兴证券预测

图表 5：片仔癀 - 可比公司估值分析

公司	代码	收盘价	市值	EPS (元)				P/E (倍)			
		2025/9/16	(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华润三九*	000999	CH	RMB29.10	48,430	2.62	2.36	2.38	2.55	11	12	12
同仁堂*	600085	CH	RMB35.08	48,111	1.12	1.35	1.71	2.09	31	26	21
东阿阿胶*	000423	CH	RMB47.71	30,724	2.42	2.86	3.45	4.14	20	17	14
云南白药*	000538	CH	RMB58.69	104,718	2.66	3.02	3.40	3.73	22	19	17
以岭药业	002603	CH	RMB17.07	28,519	-0.43	0.76	0.87	0.99	N/A	22	20
A股可比公司平均值									21	19	17
片仔癀*	600436	CH	RMB201.47	121,550	4.93	5.09	6.06	7.31	41	40	33

注：带“*”公司为华兴证券预测，其他可比公司 EPS 采用 Wind 一致性预测。

资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

- **原材料供应及价格波动：**中药材作为公司产品的原材料和营运成本最大的构成，用于生产片仔癀的高价原料（如药材和动物药用组织）的产量、质量和价格极易受天气和自然灾害等因素影响，进而影响公司产品的供应和盈利。
- **产品安全性导致问题：**国家对中药材以及中药饮片和中成药的质量要求及管控持续提升，政策持续出台，同时产品安全问题一经曝光将会损害消费者对公司的信任度，产品安全性问题会受到监管部门及公众的双重关注。
- **政策不确定性：**带量采购及医保目录谈判纳入可能导致公司产品降价，但其影响取决于价格降幅和销量增幅。如果由于集采中选或纳入医保而导致价格降幅超出预期，且销量提升无法抵消降价影响，长期来看公司业绩将面临下滑压力。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
医药制造	5,663	6,085	6,617	7,343
医药流通	4,084	3,594	3,163	2,783
日用品、化妆品	752	639	607	638
其他收入	289	231	250	270
营业收入	10,788	10,550	10,636	11,033
营业成本	(6,178)	(6,031)	(5,657)	(5,344)
毛利润	4,610	4,518	4,979	5,689
管理及销售费用	(1,128)	(1,008)	(920)	(855)
其中：研发支出	(270)	(264)	(266)	(276)
其中：市场营销支出	(518)	(453)	(404)	(364)
其中：管理支出	(341)	(291)	(251)	(216)
息税前利润	3,543	3,655	4,488	5,509
息税折旧及摊销前利润	3,640	3,762	4,602	5,631
利息收入	37	41	151	271
利息支出	(38)	(36)	(4)	(4)
税前利润	3,539	3,650	4,341	5,242
所得税	543	560	666	805
净利润	2,977	3,070	3,652	4,410
基本每股收益 (RMB)	4.93	5.09	6.06	7.31

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,327	13,466	16,964	21,221
货币资金	1,488	5,423	9,740	14,536
应收账款	780	715	635	588
存货	4,967	3,207	2,481	1,994
其他流动资产	4,092	4,120	4,108	4,103
非流动资产	6,211	6,349	6,489	6,637
固定资产	1,000	972	943	914
无形资产	273	300	330	364
商誉	0	0	0	0
其他	4,380	4,377	4,382	4,388
资产	17,538	19,814	23,453	27,858
流动负债	2,374	1,566	1,534	1,508
短期借款	893	0	0	0
预收账款	6	5	5	5
应付账款	436	463	438	417
长期借款	58	58	58	58
非流动负债	269	269	269	269
负债	2,701	1,893	1,861	1,835
股份	603	603	603	603
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	12,497	15,564	19,213	23,618
归属于母公司所有者权益	14,839	17,922	21,593	26,024
少数股东权益	567	586	608	633
负债及所有者权益	17,538	19,814	23,453	27,858

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,977	3,070	3,652	4,410
折旧摊销	97	108	114	121
利息（收入）/支出	30	(5)	(147)	(268)
其他非现金科目	20	0	0	0
其他	(117)	(113)	(111)	(111)
营运资本变动	(1,691)	1,881	787	513
经营活动产生的现金流量	1,316	4,941	4,295	4,666
资本支出	1,068	112	121	132
收购及投资	(248)	0	0	0
处置固定资产及投资	(1,030)	(112)	(121)	(132)
其他	2,602	0	0	0
投资活动产生的现金流量	1,324	(112)	(121)	(132)
股利支出	2,098	3	3	4
债务筹集（偿还）	(69)	0	0	0
发行（回购）股份	5	(3)	0	0
其他	(40)	41	151	271
筹资活动产生的现金流量	(2,241)	(893)	143	262
现金及现金等价物净增加额	408	3,935	4,317	4,796
自由现金流	336	4,958	4,588	5,191

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
片仔癀药品营收（百万元）	5,310	5,909	6,458	7,184
化妆品营收（百万元）	752	639	607	638
片仔癀出厂价（元/粒）	416	416	420	433
心脑血管和其他药品营收（百万元）	353	177	159	159

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	7.3	(2.2)	0.8	3.7
毛利润	(2.0)	(2.0)	10.2	14.3
息税折旧及摊销前利润	3.8	3.4	22.3	22.3
净利润	6.4	3.1	18.9	20.7
稀释每股调整收益	6.3	3.2	19.1	20.6
盈利率 (%)				
毛利率	42.7	42.8	46.8	51.6
息税折旧摊销前利润率	33.7	35.7	43.3	51.0
息税前利润率	32.8	34.6	42.2	49.9
净利率	27.6	29.1	34.3	40.0
净资产收益率	20.1	17.1	16.9	16.9
总资产收益率	17.0	15.5	15.6	15.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	4.8	8.6	11.1	14.1
速动比率	2.7	6.6	9.4	12.8
估值比率 (x)				
市盈率	45.3	39.6	33.2	27.6
市净率	9.1	6.8	5.6	4.7
市销率	11.3	11.5	11.4	11.0

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。