

片仔癀(600436)

报告日期: 2025 年 10 月 20 日

业绩短期承压, 2025Q4 起有望缓慢向好

——片仔癀 2025 年三季报点评

投资要点

- **事件:** 片仔癀发布 2025 年三季报, 前三季度实现营收 74.42 亿元(同比-11.93%), 归母净利润 21.29 亿元(同比-20.74%), 扣非归母净利润 18.91 亿元(同比-30.38%); 单三季度实现营收 20.64 亿元(同比-26.28%), 归母净利润 6.87 亿元(同比-28.82%), 扣非归母净利润 4.38 亿元(同比-54.60%), 业绩短期承压。
- **肝病用药短期受渠道与毛利率影响。** 2025 年前三季度肝病用药(主要为片仔癀锭剂/胶囊)营收为 38.80 亿元(同比-9.41%), 毛利率为 61.11% (同比-9.68 pct), 主要系天然牛黄前期涨价幅度较大。渠道方面, 根据高德地图数据显示, 7-8 月片仔癀体验馆/国药堂数量净减少 24 家, 虽然截至 8 月底店铺数仍同比增加 10.98%, 但考虑到 2024Q3 铺设药店数量增加较多, 仍然在铺货层面显示出短期压力。
- **肝病用药的增长有望自 2025Q4 缓慢向好。** 渠道方面, 高德地图数据显示 2025 年 9 月片仔癀体验馆/国药堂净增加 33 家, 全国达到 518 家, 店铺数同比+24.22%, 有望拉动 2025Q4 的发货。毛利率方面, 中药材天地网数据显示天然牛黄市场价格经过连续两次降价, 于 2025 年 10 月起已回落至 140 万元/公斤, 相比 7 月以前的 170 万元/公斤已下降 17.65%。2025Q1-Q3 单季度肝病用药的毛利率下滑幅度在逐季度收窄, 我们预计 2025Q4 毛利率压力有望进一步改善。
- **报表质量短期承压, 期待后续改善。** 截止 2025Q3 公司应收账款及票据为 10.10 亿元, 处在上市以来高位; 应收账款与票据周转天数达到 33.96 天, 也在 2021 年以来高位。预计该指标变化与短期渠道调整有关, 期待后续改善。
- **维持“买入”评级。** 考虑到 2025 年 9 月片仔癀体验馆/国药堂数量净增加明显, 且天然牛黄价格持续回落, 我们预计自 2025Q4 起公司肝病用药收入与毛利率压力均有望开始缓解。我们测算公司 2025~2027 年归母净利润为 25.29/26.79/28.81 亿元, 同比-15.04%/+5.93%/+7.53%, 对应 PE 为 46.83x/44.21x/41.12x。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	10787.86	9810.49	10618.65	11311.31
(+/-) (%)	7.25%	-9.06%	8.24%	6.52%
归母净利润	2977.00	2529.36	2679.25	2880.96
(+/-) (%)	6.42%	-15.04%	5.93%	7.53%
每股收益(元)	4.93	4.19	4.44	4.78
P/E	39.79	46.83	44.21	41.12

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

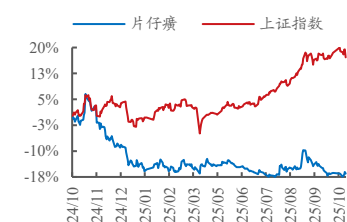
分析师: 吴天昊
执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 196.34
总市值(百万元)	118,455.30
总股本(百万股)	603.32

股票走势图



相关报告

- 《产品销售强劲, 毛利率短期承压》 2025.04.30
- 《业绩略超市场预期》 2024.10.20
- 《成本上升下业绩韧性仍在》 2024.08.22

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,329	12,300	13,160	13,561
现金	1,488	1,499	1,796	1,866
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	862	961	948	999
其它应收款	64	58	63	67
预付账款	251	360	364	360
存货	4,967	5,542	5,914	5,990
其他	3,696	3,881	4,075	4,279
非流动资产	6,211	6,737	7,227	8,133
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	4,425	4,558	5,042
资产总计	17,540	19,037	20,387	21,694
流动负债	2,374	2,525	2,561	2,519
短期借款	893	951	945	930
应付款项	482	462	464	444
预收账款	6	6	5	6
其他	994	1,106	1,148	1,139
非流动负债	327	318	315	320
长期借款	58	58	58	58
其他	269	260	257	262
负债合计	2,701	2,843	2,876	2,839
少数股东权益	567	599	624	656
归属母公司股东	14,272	15,594	16,886	18,198
负债和股东权益	17,540	19,037	20,387	21,694

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,314	1,194	1,827	1,968
净利润	2,996	2,561	2,705	2,913
折旧摊销	65	109	134	156
财务费用	(4)	26	25	20
投资损失	(146)	(415)	(379)	(286)
营运资金变动	5,291	(318)	(159)	(298)
其它	(6,887)	(770)	(499)	(539)
投资活动现金流	1,324	(7)	(113)	(293)
资本支出	(843)	(346)	(446)	(545)
长期投资	(221)	(40)	(37)	(22)
其他	2,388	380	370	274
筹资活动现金流	(2,241)	(1,177)	(1,418)	(1,604)
短期借款	(97)	58	(7)	(15)
长期借款	23	0	0	0
其他	(2,166)	(1,235)	(1,411)	(1,589)
现金净增加额	398	11	297	70

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,788	9,810	10,619	11,311
营业成本	6,178	6,157	6,720	7,047
营业税金及附加	69	74	78	80
营业费用	518	373	372	362
管理费用	341	314	340	362
研发费用	270	255	265	271
财务费用	(4)	26	25	20
资产减值损失	15	13	14	15
公允价值变动损益	(9)	0	0	(3)
投资净收益	146	415	379	286
其他经营收益	32	28	30	29
营业利润	3,572	3,041	3,213	3,465
营业外收支	(33)	(29)	(31)	(30)
利润总额	3,539	3,012	3,182	3,435
所得税	543	450	478	522
净利润	2,996	2,561	2,705	2,913
少数股东损益	19	32	25	32
归属母公司净利润	2,977	2,529	2,679	2,881
EBITDA	3,629	3,150	3,345	3,616
EPS（最新摊薄）	4.93	4.19	4.44	4.78

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.25%	-9.06%	8.24%	6.52%
营业利润	5.26%	-14.88%	5.68%	7.82%
归属母公司净利润	6.42%	-15.04%	5.93%	7.53%
获利能力				
毛利率	42.74%	37.24%	36.72%	37.70%
净利率	27.77%	26.11%	25.47%	25.75%
ROE	20.70%	16.30%	15.90%	15.84%
ROIC	19.46%	15.36%	15.05%	15.09%
偿债能力				
资产负债率	15.40%	14.94%	14.11%	13.09%
净负债比率	36.79%	36.74%	36.16%	36.15%
流动比率	4.77	4.87	5.14	5.38
速动比率	2.68	2.68	2.83	3.01
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.54	0.54	0.54
应收账款周转率	12.76	11.66	11.76	12.14
应付账款周转率	13.12	14.74	16.73	17.82
每股指标(元)				
每股收益	4.93	4.19	4.44	4.78
每股经营现金	2.18	1.98	3.03	3.26
每股净资产	23.66	25.85	27.99	30.16
估值比率				
P/E	39.79	46.83	44.21	41.12
P/B	8.30	7.60	7.01	6.51
EV/EBITDA	35.74	37.71	35.43	32.77

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>