

片仔癀 (600436.SH)

业绩短期承压，毛利率有望修复

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	10,788	9,001	8,967	10,396	12,185
增长率 yoy (%)	7.3	-16.6	-0.4	15.9	17.2
归母净利润 (百万元)	2,977	2,159	1,913	2,562	3,392
增长率 yoy (%)	6.4	-27.5	-11.4	33.9	32.4
ROE (%)	20.2	14.2	12.0	14.5	16.8
EPS 最新摊薄 (元)	4.93	3.58	3.17	4.25	5.62
P/E (倍)	28.6	39.5	44.5	33.3	25.1
P/B (倍)	6.0	5.9	5.5	4.9	4.3

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

2025 年及 2026 年一季度业绩承压，我们认为主要系市场需求放缓、天然牛黄价格居高不下等因素综合影响。

2025 年公司实现营收 90.01 亿元(同比-16.56%)，归母净利润 21.59 亿元 (同比-27.49%)，扣非归母净利润 20.00 亿元(同比-34.25%)；单 Q4 实现营收 15.59 亿元 (同比-33.30%)，归母净利润 0.29 亿元 (同比-89.91%)，扣非归母净利润 1.09 亿元 (同比-66.57%)。

分产品看，肝病用药/心脑血管用药/其他用药/医药流通/化妆品业/其他分别实现营收 42.68/1.15/0.58/37.55/5.67/2.06 亿元，同比 -19.63%/-59.42%/-15.00%/-8.05%/-24.64%/-19.87%。肝病用药/心脑血管用药/其他用药分别实现销售量 526.98/50.07/866.42 万盒，同比+25.81%/-39.65%/-11.74%。

2026 年一季度公司实现营收 27.41 亿元(同比-12.74%)，归母净利润 7.43 亿元 (同比-25.64%)，扣非归母净利润 7.26 亿元(同比-27.73%)。分产品看，肝病用药/心脑血管用药/其他用药/医药流通/化妆品业/其他分别实现营收 16.10//0.29/0.12/9.03/1.25/0.54 亿元，同比 -12.18%/+30.78%/-36.74%/-10.95%/-36.38%/+7.28%。截至 2026 年一季度末公司应收账款与应收票据的周转天数为 28.70 天，同比+3.20 天，和同行业相比仍处于较低水平。我们预计在公司强大的品牌品种力与营销体系带动下，叠加天然牛黄价格回落，2026 年业绩有望逐季度修复。

2025 年及 2026 年一季度毛利率均同比下滑，中期有望持续修复。 2025 年和 2026Q1 公司综合毛利率分别为 36.43%/42.18%，同比-6.31/-2.87pct，我们认为主要系天然牛黄价格居高不下所致。中药材天地网数据显示，2026 年 4 月底天然牛黄市场价格为 50 万元/公斤 (安国药市，下同)，相比 2025 年 7 月的 170 万元/公斤下降了 71%。我们预计公司毛利率压力有望在 2026 年陆续改善，主要系 (1) 国内天然牛黄价格回落明显：考虑到国内天然牛黄价格已从 2025 年 7 月的 170 万元/公斤下降至 50 万元/公斤，前期公司购买的高价天然牛黄库存陆续出清，新购买的低价天然牛黄将明显改善公司毛利率；(2) 进口牛黄加持：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》，未来随着海外相对低价牛黄的进入，公司成本压力有望逐步缓解。

品牌优势独特。 公司具有悠久的历史和深厚的文化底蕴，彰显其独特的品牌优势。

买入 (首次评级)

股票信息

行业	医药
2026 年 05 月 07 日收盘价(元)	141.19
总市值 (百万元)	85,182.36
流通市值 (百万元)	85,182.36
总股本 (百万股)	603.32
流通股本 (百万股)	603.32
近 3 月日均成交额(百万元)	334.08

作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

相关研究

片仔癀品牌蝉联“2025 胡润医疗健康品牌价值榜”榜首；2022-2024 连续三年居“胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜”榜首；以品牌价值 437.39 亿元荣获“2024 年中华老字号品牌榜”第一名；片仔癀品牌入选国家工信部公布的首批中国消费名品“历史经典”名单、2025 年 GYBrand 全球品牌“中国最具价值品牌 500 强”“中国可持续品牌 100”“中国品牌国际化标杆 100”“2025 健康中国品牌价值榜”“值得向世界推荐的中国品牌”；片仔癀荣获“2025 肝胆用药”西普金奖、片仔癀牌安宫牛黄丸摘得“2025 脑血管用药”西普金奖。公司以良好的品牌形象赢得了社会各界的广泛赞誉和认可，为“守正创新,行稳致远”战略的持续推进和终端活力的提升创造了有利的条件。“片仔癀”在海内外享有很高的知名度和美誉度，多年来位居我国中成药单品种出口创汇前列，被誉为海上丝绸之路上的“中国符号”。

渠道优势明显。公司持续巩固和深化片仔癀核心地位，聚力打造片仔癀系列药品、化妆品和保健品的爆款产品。渠道布局方面，至 2025 年底，公司科学布局 500 多家片仔癀国医馆、片仔癀国药堂；加大线上线下平台的精细化服务，确保对消费者的用药服务；聚焦拓展主流连锁渠道，通过全资子公司福建片仔癀健康科技有限公司，与多家头部知名连锁建立了全品类战略合作伙伴关系，实现终端门店覆盖超过 10 万家。公司的销售渠道已全面覆盖线上与线下，产品线从核心单品至全系列产品，在全国各省主要地区构建起布局完善、协同高效的营销网络。

给予“买入”评级。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 19.13/25.62/33.92 亿元,同比-11.4%/+33.9%/+32.4%,EPS 为 3.17/4.25/5.62 元,对应 PE44.5x/33.3x/25.1x。考虑到公司具备强品牌力与高产品壁垒，毛利率有望修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：天然牛黄价格高企、消费复苏不及预期、市场竞争加剧、渠道调整受阻

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	11329	10669	11278	12477	14604
现金	1488	1256	1788	2871	3486
应收票据及应收账款	862	806	866	920	1090
其他应收款	64	68	60	88	86
预付账款	251	235	253	311	351
存货	4967	6679	5651	6143	7190
其他流动资产	3696	1625	2660	2143	2401
非流动资产	6211	6891	7346	8024	8376
长期股权投资	412	848	883	924	974
固定资产	1010	537	664	1050	1162
无形资产	273	267	279	288	295
其他非流动资产	4516	5238	5521	5763	5946
资产总计	17540	17560	18624	20501	22981
流动负债	2374	2125	2207	2257	2345
短期借款	893	838	894	917	906
应付票据及应付账款	482	549	524	552	584
其他流动负债	999	738	789	788	854
非流动负债	327	347	333	329	318
长期借款	58	56	53	43	35
其他非流动负债	269	291	280	286	283
负债合计	2701	2472	2540	2585	2663
少数股东权益	567	549	568	593	619
股本	603	603	603	603	603
资本公积	1095	1095	1095	1095	1095
留存收益	12497	12709	13869	15421	17472
归属母公司股东权益	14272	14539	15515	17322	19699
负债和股东权益	17540	17560	18624	20501	22981

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1314	77	1804	2449	1911
净利润	2996	2143	1933	2587	3418
折旧摊销	65	88	60	78	96
财务费用	-4	20	14	6	-2
投资损失	-146	-354	-144	-169	-188
营运资金变动	-1691	-1994	-33	-102	-1429
其他经营现金流	94	173	-27	48	16
投资活动现金流	1324	1738	-351	-601	-259
资本支出	1068	340	389	762	375
长期投资	-248	-226	-35	-40	-51
其他投资现金流	2641	2304	73	201	166
筹资活动现金流	-2241	-2075	-921	-764	-1037
短期借款	-97	-55	55	24	-11
长期借款	23	-2	-3	-10	-8
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2166	-2018	-974	-778	-1017
现金净增加额	406	-262	532	1083	615

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10788	9001	8967	10396	12185
营业成本	6178	5723	5549	5897	6333
营业税金及附加	69	49	53	59	71
销售费用	518	401	560	790	1048
管理费用	341	359	368	426	500
研发费用	270	252	269	312	366
财务费用	-4	20	14	6	-2
资产和信用减值损失	-15	-31	-19	-22	-24
其他收益	28	33	30	32	31
公允价值变动收益	-9	-10	-3	-7	-7
投资净收益	146	354	144	169	188
资产处置收益	5	3	3	4	3
营业利润	3572	2546	2308	3080	4061
营业外收入	3	4	3	3	3
营业外支出	36	12	25	24	21
利润总额	3539	2538	2286	3059	4043
所得税	543	395	353	472	626
净利润	2996	2143	1933	2587	3418
少数股东损益	19	-15	20	25	26
归属母公司净利润	2977	2159	1913	2562	3392
EBITDA	3604	2644	2360	3144	4138
EPS (元/股)	4.93	3.58	3.17	4.25	5.62

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	7.3	-16.6	-0.4	15.9	17.2
营业利润 (%)	5.3	-28.7	-9.3	33.5	31.8
归属母公司净利润 (%)	6.4	-27.5	-11.4	33.9	32.4
获利能力					
毛利率 (%)	42.7	36.4	38.1	43.3	48.0
净利率 (%)	27.8	23.8	21.6	24.9	28.1
ROE (%)	20.2	14.2	12.0	14.5	16.8
ROIC (%)	19.5	13.8	11.7	14.1	16.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.4	14.1	13.6	12.6	11.6
净负债比率 (%)	-2.6	-1.4	-4.5	-10.0	-11.9
流动比率	4.8	5.0	5.1	5.5	6.2
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	12.8	11.7	11.5	12.5	13.0
应付账款周转率	13.1	12.9	12.5	13.0	13.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.93	3.58	3.17	4.25	5.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.18	0.13	2.99	4.06	3.17
每股净资产 (最新摊薄)	23.66	24.10	25.70	28.68	32.60
估值比率					
P/E	28.6	39.5	44.5	33.3	25.1
P/B	6.0	5.9	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	23.7	32.3	36.0	26.7	20.1

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686