2026 年 10 月 30 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

片 仔 癀（600436）医药生物

当前价：128.59 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

前三季度业绩承压

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，2026 年前三季度实现营业总收入 63.5 亿元，同比-14.7%；归母净利润 12.9 亿元，同比-39.5%；扣非归母净利润 13.1 亿元，同比-31.0%。2026Q3 单季度实现营业总收入 17.8 亿元，同比-13.9%；归母净利润 1.9 亿元，同比-71.7%；扣非归母净利润 2.5 亿元，同比-42.7%。

- **收入端仍处修复期，核心肝病用药承压是当前最大矛盾，全年需重点观察动销与产品结构变化。**公司 2026 年前三季度肝病用药类收入 31.03 亿元、同比变化-20.03%，但毛利率同比增长 1.40pp。公司 2026 年前三季度心血管用药类收入 0.94 亿元、同比变化+0.62%，毛利率同比增长 1.83pp。肝病用药作为公司主力单品，需求修复仍需时间。公司在境外和华南地区的主营业务收入同比变化分别为-34.93%和-23.83%，主营业务在收入占比最大的华东地区同比-16.68%，面临承压态势。

- **渠道改革与第二曲线布局方向明确，但短期更应看执行兑现，长期逻辑尚待业绩验证。**公司围绕“百城千店”“北方突破”“线上线下融合”持续推进全域渠道建设，截至 2026 年 6 月底累计开设国药堂 618 家、签约名医 246 名，名医馆上半年接诊量同比增长 14.27%、医疗收入同比增长 33.44%，线上兴趣电商同比增长 333%，显示公司正从单一产品销售向“产品+服务+场景”综合生态转型。同时，公司推进 19 个在研新药项目，涵盖中药创新药、化药创新药、经典名方和生物药，长期产品储备持续丰富。但考虑到新店爬坡、系列产品体量有限及研发商业化周期较长，第二曲线仍然需要时间验证。

- **盈利预测：**预计 2026-2028 年公司 EPS 为 2.62、2.89、3.32 元。关注公司核心单品肝病用药业务的修复情况。

- **风险提示：**费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、成本上涨等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9001.41	8001.72	8245.63	8794.61
增长率	-16.56%	-11.11%	3.05%	6.66%
归属母公司净利润（百万元）	2158.63	1579.75	1742.09	2001.14
增长率	-27.49%	-26.82%	10.28%	14.87%
每股收益 EPS（元）	3.58	2.62	2.89	3.32
净资产收益率 ROE	14.21%	10.43%	10.91%	11.82%
PE	36	49	45	39
PB	5.14	5.09	4.83	4.56

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

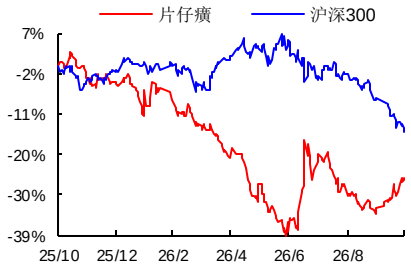
分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通 A 股(亿股)	6.03
52 周内股价区间(元)	108.0-182.23
总市值(亿元)	775.81
总资产(亿元)	185.14
每股净资产(元)	24.22

相关研究

1. 片仔癀（600436）：收入短期承压，焦虑症药Ⅲ期入组储备潜力 (2025-10-23)

盈利预测

关键假设：

假设 1：医药业务主要包括以片仔癀为代表的公司核心业务肝病用药，医药业务短期承压，但公司产品竞争格局较好，且国家今年出台了一系列支持中药行业发展的政策，我们预计 2026-2028 年医药行业收入增速-12.0%/3.0%/7.0%，毛利率 35.0%/35.5%/36.0%。

假设 2：化妆品通过“产品+科研+营销+渠道”四位一体模式，着力打造珍珠霜、珍珠膏、美白祛斑膏和雪肌系列等多款大单品，今年公司化妆品业务略有承压，考虑到公司具备老字号品牌效应，我们预计 2027-2028 年化妆品业务收入将恢复增长，假设 26-28 年增速-3%/5%/5%，毛利率 57%/58%/60%。

假设 3：因公司的其他业务板块基数较小且占比较低，我们根据 2026 前三季度的趋势进行假设，预计 2026-2028 年其他业务收入增速和毛利率不变。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
医药行业	收入	81.97	72.13	74.30	79.50
	增速	-15.91%	-12.00%	3.00%	7.00%
	毛利率	35.62%	35.00%	35.50%	36.00%
化妆品、护肤品	收入	5.67	5.50	5.77	6.06
	增速	-24.64%	-3.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	57.54%	57.00%	58.00%	60.00%
其他	收入	2.06	2.06	2.06	2.06
	增速	-19.87%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	13.01%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	收入	0.32	0.32	0.32	0.32
	增速	1.26%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	19.44%	19.00%	19.00%	19.00%
合计	收入	90.01	80.01	82.45	87.94
	增速	-16.56%	-11.11%	3.05%	6.66%
	毛利率	36.43%	35.86%	36.42%	37.03%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9001.41	8001.72	8245.63	8794.61
营业成本	5722.50	5132.61	5242.18	5537.90
营业税金及附加	49.35	49.78	49.56	52.70
销售费用	400.98	520.11	494.74	439.73
管理费用	359.20	320.07	329.83	334.20
财务费用	20.23	14.44	13.09	13.03
资产减值损失	-9.37	-9.62	-10.19	-9.73
投资收益	353.52	200.00	200.00	200.00
公允价值变动损益	-9.76	-3.46	-7.39	-6.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2545.86	1870.86	2069.04	2369.91
其他非经营损益	-8.03	0.00	-8.44	-5.69
利润总额	2537.83	1870.86	2060.59	2364.22
所得税	394.55	280.63	309.09	354.63
净利润	2143.28	1590.23	1751.51	2009.58
少数股东损益	-15.35	10.48	9.42	8.44
归属母公司股东净利润	2158.63	1579.75	1742.09	2001.14

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2143.28	1590.23	1751.51	2009.58
折旧与摊销	88.48	178.87	288.03	368.99
财务费用	20.23	14.44	13.09	13.03
资产减值损失	-9.37	-9.62	-10.19	-9.73
经营营运资本变动	219.01	732.62	-207.06	-460.79
其他	-2384.61	-221.69	-173.71	-178.10
经营活动现金流净额	77.03	2284.85	1661.66	1742.99
资本支出	-462.74	-800.00	-900.00	-850.00
其他	2201.01	196.54	192.61	193.13
投资活动现金流净额	1738.26	-603.46	-707.39	-656.87
短期借款	-54.66	-38.13	0.00	0.00
长期借款	-2.07	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.22	0.00	0.00	0.00
支付股利	-1791.85	-1299.28	-950.85	-1048.56
其他	-226.34	113.08	86.91	36.97
筹资活动现金流净额	-2074.70	-1224.32	-863.94	-1011.59
现金流量净额	-261.67	457.07	90.34	74.52

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1255.93	1713.00	1803.34	1877.86
应收和预付款项	1108.92	961.84	985.05	1055.48
存货	6678.98	5988.36	6116.48	6462.70
其他流动资产	1624.89	1421.91	1465.25	1562.80
长期股权投资	848.09	848.09	848.09	848.09
投资性房地产	9.37	9.37	9.37	9.37
固定资产和在建工程	1777.49	2314.62	2792.60	3139.62
无形资产和开发支出	267.49	354.54	491.59	628.64
其他非流动资产	3988.88	3985.82	3982.77	3979.71
资产总计	17560.04	17597.55	18494.53	19564.27
短期借款	838.13	800.00	800.00	800.00
应付和预收款项	729.02	680.92	672.49	718.39
长期借款	56.08	56.08	56.08	56.08
其他负债	848.73	813.69	918.44	981.25
负债合计	2471.96	2350.70	2447.02	2555.73
股本	603.32	603.32	603.32	603.32
资本公积	1094.97	1094.97	1094.97	1094.97
留存收益	12709.03	12989.50	13780.74	14733.32
归属母公司股东权益	14539.50	14687.79	15479.03	16431.61
少数股东权益	548.58	559.07	568.48	576.92
股东权益合计	15088.08	15246.85	16047.51	17008.54
负债和股东权益合计	17560.04	17597.55	18494.53	19564.27

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-16.56%	-11.11%	3.05%	6.66%
营业利润增长率	-28.73%	-26.51%	10.59%	14.54%
净利润增长率	-28.45%	-25.80%	10.14%	14.73%
EBITDA 增长率	-26.93%	-22.24%	14.82%	16.11%
获利能力				
毛利率	36.43%	35.86%	36.42%	37.03%
三费率	8.67%	10.68%	10.16%	8.95%
净利率	23.81%	19.87%	21.24%	22.85%
ROE	14.21%	10.43%	10.91%	11.82%
ROA	12.21%	9.04%	9.47%	10.27%
ROIC	19.99%	15.10%	16.47%	17.48%
EBITDA/销售收入	29.49%	25.80%	28.74%	31.29%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.46	0.46	0.46
固定资产周转率	11.78	7.08	4.00	3.38
应收账款周转率	11.14	10.72	11.90	12.06
存货周转率	0.98	0.81	0.86	0.88
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.02%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	14.08%	13.36%	13.23%	13.06%
带息债务/总负债	36.17%	36.42%	34.98%	33.50%
流动比率	5.02	5.92	6.10	6.23
速动比率	1.88	2.41	2.50	2.56
股利支付率	83.01%	82.25%	54.58%	52.40%
每股指标				
每股收益	3.58	2.62	2.89	3.32
每股净资产	25.01	25.27	26.60	28.19
每股经营现金	0.13	3.79	2.75	2.89
每股股利	2.97	2.15	1.58	1.74

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	2654.57	2064.17	2370.15	2751.93
PE	35.94	49.11	44.53	38.77
PB	5.14	5.09	4.83	4.56
PS	8.62	9.70	9.41	8.82
EV/EBITDA	27.60	35.24	30.65	26.37
股息率	2.31%	1.67%	1.23%	1.35%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn