下载日志已记录，仅供内部参考

华兴证券

2026 年 9 月 4 日

医药: 超配

证券研究报告 / 业绩点评报告

片仔癀 (600436 CH, 买入, 目标价: RMB157.35)

买入 | 持有 | 卖出

目标价: RMB157.35	当前股价: RMB122.90
股价上行/下行空间	+28%
52 周最高/最低价 (RMB)	207.10/105.98
市值 (US$mn)	11,030
当前发行数量(百万股)	603
三个月平均日交易额 (US$mn)	121
流通盘占比 (%)	100
主要股东 (%)	
漳州市九龙江集团有限公司	52
王富济	5
香港中央结算有限公司	2

按 2026 年 9 月 2 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)	157.35	275.64	-43%
2026E EPS (RMB)	3.30	6.06	-46%
2027E EPS (RMB)	3.42	7.31	-53%
2028E EPS (RMB)	4.15	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	9,398 (-18%)	10,124 (-29%)
EPS (RMB)	3.89 (-15%)	4.33 (-21%)

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。

1H26 业绩承压，渠道调整与研发管线持续推进

- **1H26，公司收入及利润承压，医药制造与医药流通收入均有所下滑。**
- **公司持续推进渠道下沉、终端价格管理及研发管线布局，核心品种仍然具备长期品牌力。**
- **维持买入评级，下调 DCF 目标价至 157.35 元（WACC：7.3%）。**

1H26 业绩承压，盈利预测下调：根据公司 2026 年半年报，公司实现营业收入 45.73 亿元，同比下降 15.0%；归母净利润 10.93 亿元，同比下降 24.2%；基本每股收益 1.81 元，同比下降 24.3%。由于医药行业政策调整、市场竞争环境变化等不利因素影响了公司医药制造、医药流通业务发展，我们下调公司 2026E/27E 收入预测至 76.79 亿元/71.56 亿元，较此前预测下调 27.8%/35.1%；下调 2026E/27E 归母净利润预测至 19.89 亿元/20.62 亿元，较此前预测下调 45.50%/53.20%。本次报告中，我们引入 2028E 业绩预测。

医药制造与流通短期承压，渠道调整持续推进：根据公司 2026 年半年报，1H26 公司医药制造收入 24.52 亿元，同比下降 17.9%；医药流通收入 17 亿元，同比下降 14.0%。其中，1H26，肝病用药收入 23.48 亿元，同比下降 18.9%，毛利率同比提升 1.3 个百分点至 62.8%。根据公司 2026 年半年报，公司继续强化渠道管理与服务质量，线上终端价格稳步回升。根据公司 2026 年半年报，截至 2026 年 6 月末，公司共有国药堂 618 家，上半年新增 76 家。我们预计 2026E-28E 肝病用药收入为 35.87 亿元/33.77 亿元/36.73 亿元。

大健康及研发管线布局持续推进：根据公司 2026 年半年报，公司围绕“大医药、大健康、大产业”发展战略推进业务布局。根据公司 2026 年半年报，复方片仔癀含片销量同比增长 47.0%，感冒灵出口量同比增长 4.6%；名医馆累计诊疗服务 71,588 人，同比增长 14.3%，医疗收入同比增长 33.4%。根据公司 2026 年半年报，研发方面，公司共有 19 个在研新药项目，其中 10 个项目处于关键临床研究阶段，6 个项目取得阶段性进展。

维持买入评级，将 DCF 目标价下调至 157.35 元（之前为 275.64 元）：根据模型调整，我们的目标价对应公司 2026 年 48x P/E 估值。考虑到片仔癀核心品种品牌力、渠道下沉推进及研发管线布局，我们认为公司长期价值仍具支撑，因此维持“买入”评级。

风险提示：1）原材料供应及价格波动；2）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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	10,788	9,001	7,679	7,156	7,354
毛利润 (RMBmn)	4,610	3,279	2,867	2,806	3,184
归母净利润 (RMBmn)	2,977	2,159	1,989	2,062	2,500
每股收益 (RMB)	4.93	3.58	3.30	3.42	4.15
市盈率 (x)	45.3	55.1	37.2	35.9	29.6

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

人在草木间

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

下载日志已记录，仅供内部参考

财务分析

图表 1：片仔癀- 1H26 核心财务数据分析

百万元	2025A	2024A	YoY%	2025E	差异%	1H26	1H25	YoY%
营收	9,001	10,788	-17%	10,550	-15%	4,573	5,379	-15%
销售费用	401	518	-23%	453	-12%	279	219	27%
管理费用	359	341	5%	291	24%	159	156	2%
研发费用	252	270	-6%	264	-4%	131	120	9%
毛利	3,279	4,610	-29%	4,518	-27%	1,821	2,173	-16%
归母净利润	2,159	2,977	-27%	3,070	-30%	1,093	1,442	-24%
EPS（元）	3.58	4.93	-27%	5.09	-30%	1.81	2.39	-24%
毛利率	36%	43%	-6.3ppts	43%	-6.4ppts	40%	40%	-0.6ppts
销售费用率	4%	5%	-0.3ppts	4%	0.2ppts	6%	4%	2.0ppts
管理费用率	4%	3%	0.8ppts	3%	1.2ppts	3%	3%	0.6ppts
研发费用率	3%	2%	0.3ppts	2%	0.3ppts	3%	2%	0.6ppts
净利率	24%	28%	-3.6ppts	29%	-5.1ppts	24%	27%	-2.9ppts

资料来源：公司公告、华兴证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

预测调整

根据 2026 年半年报，公司实现营业收入 45.73 亿元，同比下降 15.0%；归母净利润 10.93 亿元，同比下降 24.2%。根据 2026 年半年报，毛利率 39.9%，同比下降 0.6 个百分点。根据 2026 年半年报，公司销售费用同比增长 27.5%，管理费用同比增长 1.8%，研发费用同比增长 8.5%。

根据 1H26 业绩及最新经营情况，我们下调公司 2026E/27E 盈利预测，预计收入 76.79/71.56 亿元，较原预测下调 27.8%/35.1%；归母净利润 19.89/20.62 亿元，较原预测下调 45.5%/53.2%；对应 EPS 3.30/3.42 元，较原预测下调 45.5%/53.2%。本次报告中，我们引入 2028E 预测，预计 2028E 收入/归母净利润为 73.54/25.00 亿元。

分业务来看，我们预计公司医药制造业收入 2026E/27E 分别为 37.43/35.33 亿元，较原预测下调 43.4%/51.9%，主要反映核心产品短期销售承压及终端市场变化；其中肝病用药收入预计为 35.87/33.77 亿元，较原预测下调 44.5%/53.0%。医药流通业收入预计为 31.92/28.73 亿元，较原预测调整 0.9%/3.2%；化妆品业务收入预计为 5.38/5.38 亿元，较原预测下调 11.3%/15.6%。

整体而言，我们下调盈利预测主要反映医药制造收入下滑、毛利率阶段性承压及销售费用投入增加。考虑到公司核心品种品牌力、渠道结构调整及研发管线布局仍在推进，我们认为公司中长期价值仍具支撑。

图表 2：片仔癀– 核心财务指标调整

百万元	新			旧			变化(%)		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营收	7,679	7,156	7,354	10,636	11,033	N/A	-28%	-35%	N/A
毛利	2,867	2,806	3,184	4,979	5,689	N/A	-42%	-51%	N/A
归母净利润	1,989	2,062	2,500	3,652	4,410	N/A	-46%	-53%	N/A
销售费用	304	247	217	404	364	N/A	-25%	-32%	N/A
管理费用	276	228	205	251	216	N/A	10%	6%	N/A
研发费用	215	201	147	266	276	N/A	-19%	-27%	N/A
EPS（元）	3.30	3.42	4.15	6.06	7.31	N/A	-46%	-53%	N/A

资料来源：华兴证券预测

图表 3：片仔癀- 2026E-28E 年分部营收预测更新

百万元	新			旧			变化(%)		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
肝病用药	3,587	3,377	3,673	6,458	7,184	N/A	-44%	-53%	N/A
其他药品	156	156	164	159	159	N/A	-2%	-2%	N/A
医药制造业合计	3,743	3,533	3,837	6,617	7,343	N/A	-43%	-52%	N/A
医药流通业合计	3,192	2,873	2,729	3,163	2,783	N/A	1%	3%	N/A
医药行业合计	6,935	6,406	6,566	9,779	10,126	N/A	-29%	-37%	N/A
化妆品业	538	538	565	607	638	N/A	-11%	-16%	N/A
其他	156	156	154	250	269	N/A	-37%	-42%	N/A

下载日志已记录，仅供内部参考

合计	7,679	7,156	7,354	10,636	11,033	N/A	-28%	-35%	N/A

资料来源：华兴证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

估值

维持买入评级，下调 DCF 目标价至 157.35 元

我们采用两阶段 DCF 估值，第一阶段为 2026 年至 2032 年，第二阶段为永续增长年份。假设永续增长率 6.0%，WACC 为 7.3%保持不变。根据 2026 年半年度报告，结合最新盈利预测，我们将 DCF 目标价下调至 157.35 元（前值 275.64 元）。

我们最新目标价对应 2026 年 P/E 约 48x，较 9 月 2 日收盘价 122.90 元有 28%的上升空间。根据 2026 年半年度报告，公司持续推进“大医药、大健康、大产业”发展战略，强化渠道管理及终端服务质量，线上终端价格稳步回升，同时推进国药堂、名医馆及研发管线布局。考虑到片仔癀核心品种品牌力及中长期业务布局，我们认为公司估值仍有支撑，维持买入评级。

图表 4：片仔癀 – DCF 估值表

百万元，除每股外	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
税前利润	3,369	3,539	2,538	2,339	2,424	2,940	3,434	4,303	5,094	6,033	7,156
财务费用	8	4	-20	-18	30	54	82	110	151	191	242
EBIT	3,377	3,543	2,518	2,321	2,454	2,994	3,516	4,413	5,245	6,224	7,397
EBIT*(1-t)	2,859	3,000	2,123	1,958	2,077	2,537	2,982	3,744	4,453	5,286	6,285
固定资产折旧	72	80	100	60	61	62	63	64	65	66	68
无形资产摊销	30	15	21	39	43	47	52	57	63	69	76
营运资本变动	-634	-1,691	-1,994	1,050	545	454	153	571	0	159	-25
资本开支	-142	-1,068	-340	-112	-120	-131	-144	-161	-179	-200	-223
自由现金流	2,185	336	-90	2,995	2,606	2,969	3,106	4,274	4,401	5,381	6,180
贴现因子				-	1	2	3	4	5	6	7
自由现金流现值				2,995	2,429	2,579	2,516	3,227	3,098	3,530	3,779

估值简介	2026年底
自由现金流现值（2026E-33E）	24,153
永续现金流现值	68,206
企业价值	**92,359**
（-）净负债	-3,043
（-）少数股东权益	533
股权价值	**94,869**
总股本（百万）	603
目标价（元）	**157.35**
最新收盘价	122.90
上行/(下行)空间 %	28%
2026E EPS	3.30
2026年目标价对应P/E	48

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%**
永续增长率	6.0%

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%	135.88	130.22	125.18	120.66	116.58
5.75%	153.33	145.48	138.63	132.62	127.28
6.00%	178.86	167.21	157.35	148.91	141.59
6.25%	219.78	200.63	185.17	172.43	161.73
6.50%	296.05	258.66	230.84	209.31	192.16

注：最新收盘价为 9 月 2 日。

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	EPS（元）				P/E（倍）			
			2026/9/2	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
华润三九*	000999	CH	RMB24.14	2.06	2.42	2.72	3.29	12	10	9	7
同仁堂*	600085	CH	RMB23.84	0.87	1.05	1.13	1.31	27	23	21	18
东阿阿胶*	000423	CH	RMB47.42	2.70	3.16	3.70	4.40	18	15	13	11
云南白药*	000538	CH	RMB50.60	2.89	3.38	3.70	4.36	18	15	14	12
以岭药业	002603	CH	RMB15.75	0.77	0.91	1.05	1.21	20	17	15	13
A股可比公司平均值								**19**	**16**	**14**	**12**
片仔癀*	600436	CH	RMB122.90	3.58	3.30	3.42	4.15	34	37	36	30

注：带“*”公司为华兴证券预测，其他可比公司 EPS 采用 Wind 一致预测。最新收盘价为 9 月 2 日。

资料来源：Wind、华兴证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
医药制造	4,441	3,743	3,533	3,837
医药流通	3,755	3,192	2,873	2,729
日用品、化妆品	567	538	538	565
其他收入	238	206	212	223
营业收入	**9,001**	**7,679**	**7,156**	**7,354**
营业成本	(5,723)	(4,812)	(4,350)	(4,171)
毛利润	**3,279**	**2,867**	**2,806**	**3,184**
管理及销售费用	(1,012)	(795)	(676)	(570)
其中：研发支出	(252)	(215)	(201)	(147)
其中：市场营销支出	(401)	(304)	(247)	(217)
其中：管理支出	(359)	(276)	(228)	(205)
息税前利润	**2,518**	**2,321**	**2,454**	**2,994**
息税折旧及摊销前利润	**2,647**	**2,435**	**2,575**	**3,122**
利息收入	14	13	33	57
利息支出	(32)	(31)	(3)	(3)
税前利润	**2,538**	**2,339**	**2,424**	**2,940**
所得税	395	364	377	457
净利润	**2,159**	**1,989**	**2,062**	**2,500**
基本每股收益 (RMB)	**3.58**	**3.30**	**3.42**	**4.15**

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**10,669**	**7,688**	**9,412**	**11,586**
货币资金	1,256	3,140	5,450	8,092
应收账款	753	458	382	147
存货	6,679	2,110	1,623	1,390
其他流动资产	1,981	1,980	1,958	1,957
非流动资产	**6,891**	**7,672**	**7,952**	**8,243**
固定资产	529	930	890	850
无形资产	267	330	364	400
商誉	0	0	0	0
其他	5,141	5,146	5,152	5,158
资产	**17,560**	**15,360**	**17,364**	**19,829**
流动负债	**2,125**	**1,194**	**1,153**	**1,139**
短期借款	838	0	0	0
预收账款	2	3	3	3
应付账款	451	372	339	328
长期借款	56	56	56	56
非流动负债	238	238	238	238
负债	**2,472**	**1,542**	**1,500**	**1,486**
股份	603	603	603	603
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	12,709	16,642	18,704	21,204
归属于母公司所有者权益	**15,088**	**18,947**	**20,993**	**23,472**
少数股东权益	549	533	517	496
负债及所有者权益	**17,560**	**15,360**	**17,364**	**19,829**

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**2,159**	**1,989**	**2,062**	**2,500**
折旧摊销	129	114	121	128
利息（收入）/支出	33	18	(30)	(54)
其他非现金科目	15	0	0	0
其他	(265)	(316)	(296)	(307)
营运资本变动	(1,994)	1,050	545	454
经营活动产生的现金流量	**77**	**2,855**	**2,402**	**2,722**
资本支出	340	112	120	131
收购及投资	(226)	0	0	0
处置固定资产及投资	(309)	(112)	(120)	(131)
其他	2,274	0	0	0
投资活动产生的现金流量	**1,738**	**(112)**	**(120)**	**(131)**
股利支出	1,969	0	0	0
债务筹集（偿还）	(56)	0	0	0
发行（回购）股份	0	(3)	0	0
其他	(49)	13	33	57
筹资活动产生的现金流量	**(2,075)**	**(859)**	**28**	**51**
现金及现金等价物净增加额	**(262)**	**1,884**	**2,310**	**2,642**
自由现金流	**2,969**	**3,106**	**4,274**	**4,401**

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
片仔癀药品营收（百万元）	4,268	3,587	3,377	3,673
化妆品营收（百万元）	567	538	538	565
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	174	156	156	164

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	(16.6)	(14.7)	(6.8)	2.8
毛利润	(28.9)	(12.6)	(2.1)	13.4
息税折旧及摊销前利润	(27.4)	(8.0)	5.8	21.2
净利润	(27.5)	(7.8)	3.7	21.3
稀释每股调整收益	(27.4)	(7.8)	3.6	21.3
盈利率 (%)				
毛利率	36.4	37.3	39.2	43.3
息税折旧摊销前利润率	29.4	31.7	36.0	42.5
息税前利润率	28.0	30.2	34.3	40.7
净利率	24.0	25.9	28.8	34.0
净资产收益率	14.3	10.5	9.8	10.7
总资产收益率	12.3	13.0	11.9	12.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	5.0	6.4	8.2	10.2
速动比率	1.9	4.7	6.8	9.0
估值比率 (x)				
市盈率	55.1	37.2	35.9	29.6
市净率	7.9	3.9	3.5	3.2
市销率	8.2	9.7	10.4	10.1

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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。本报告清晰准确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。

本报告所载的意见、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%。