

2025 年 09 月 03 日

方盛制药(603998.SH)

投资评级：买入（维持）

——25H1 业绩符合预期，创新中药驱动公司长期增长

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年中报，2025 上半年实现营业收入 8.34 亿元，同比下滑 8.35%，归母净利润 1.69 亿元，同比增长 23.67%，扣非归母净利润 1.41 亿元，同比增长 27.79%。单二季度实现收入 4.16 亿元，同比下滑 11.81%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 21.50%，扣非归母净利润 0.71 亿元，同比增长 24.35%。
- **25H1 业绩符合预期，持续聚焦制药工业主业。**25H1 工业板块实现收入 7.68 亿元（同比-8.2%），医疗服务及其他实现收入 3622 万元（同比-22.10%），下降主因重庆筱熊猫药业和湖南方盛锐新分别于 2024 年 4 月、6 月后出表所致。**分治疗领域来看：**1）心脑血管疾病用药：收入 2.76 亿元（同比+16.05%），毛利率 81.61%，主因依折麦布片销量上升；2）骨骼肌肉系统用药：收入 1.92 亿元（同比-0.50%），毛利率 81.73%，藤黄健骨片集采导致价降量升；3）儿童用药：收入 8239 万元（同比-12.41%），小儿荆杏止咳颗粒销量下降约 30%，但蒙脱石散增长较快；4）呼吸系统用药：收入 5702 万元（同比-61.03%）；5）妇科用药：收入 3277 万元（同比-23.77%）；6）抗感染用药：收入 3595 万元（同比+7.80%）。
- **创新中药逐步成为公司新的利润增长点。**公司持续丰富中药创新药产品矩阵，目前已获批 3 款中药创新药，1）养血祛风止痛颗粒：已于 2025 年 6 月获批上市，成为国内首个治疗频发性紧张型头痛的中药创新药，并通过 2025 年国家医保目录初步形式审查，有望通过国谈纳入国家医保，考虑到偏头痛市场的庞大空间，我们看好该药后续放量潜力；2）玄七健骨片：已累计覆盖超过 1500 多家公立医疗机构，其中等级医院超 900 家，25H1 销量同比增长超 70%；3）小儿荆杏止咳颗粒：已累计覆盖超过 1800 多家公立医疗机构，其中等级医院超 1200 家。
- **研发投入持续加码，创新管线为长期增长注入新动能。**公司持续加大研发投入，25H1 研发费用 6809 万元（同比+10.98%），研发费用率达 8.16%。公司中药创新药在研项目梯队明确，包括处于 III 期临床的健胃祛痛丸和小儿荆杏止咳颗粒成人适应症，处于 II 期临床的蛭龙通络片，已拿到 IND 批件的香苓解热颗粒、紫英颗粒等。此外，公司近期以 8000 万元受让中国药科大学及中国医学科学院药物研究所的新一代 JAK 小分子抑制 IMM-H024 的专利权，该药物聚焦于自身免疫性疾病，靶点机制明确，前期研究显示出良好的安全性和药效优势，具备规避非选择性抑制引发的机会性感染及造血系统副作用风险的潜力，进一步丰富公司化药新药布局。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.42 亿元、3.94 亿元、4.55 亿元，同比增长 34%、15%、15%，当前股价对应 PE 分别为 15X、13X、11X，考虑到公司聚焦主业，创新驱动经营业绩持续增长，维持“买入”评级。
- **风险提示。**医药行业政策风险，产品销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，研发进展不及预期的风险。

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

孙洁玲

SAC: S1350524120004

sunjieling@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 03 日

收盘价(元)	11.37
一年内最高/最低(元)	13.58/8.47
总市值(百万元)	4,992.36
流通市值(百万元)	4,992.36
总股本(百万股)	439.08
资产负债率(%)	43.90
每股净资产(元/股)	3.73

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,629	1,777	1,749	1,890	2,124
同比增长率(%)	-9.12%	9.15%	-1.60%	8.04%	12.42%
归母净利润(百万元)	187	255	342	394	455
同比增长率(%)	-34.64%	36.61%	34.17%	14.96%	15.47%
每股收益(元/股)	0.43	0.58	0.78	0.90	1.04
ROE(%)	12.81%	15.73%	19.40%	20.41%	21.47%
市盈率(P/E)	26.72	19.56	14.58	12.68	10.98

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	308	175	189	259
应收票据及账款	285	239	258	290
预付账款	63	80	86	97
其他应收款	38	71	77	86
存货	376	325	343	379
其他流动资产	67	35	37	42
流动资产总计	1,138	924	991	1,153
长期股权投资	239	234	230	225
固定资产	847	943	1,056	1,036
在建工程	262	156	25	25
无形资产	282	300	326	320
长期待摊费用	14	17	10	10
其他非流动资产	485	542	503	493
非流动资产合计	2,129	2,193	2,149	2,110
资产总计	3,267	3,117	3,140	3,262
短期借款	531	242	105	0
应付票据及账款	244	213	225	248
其他流动负债	523	590	626	692
流动负债合计	1,299	1,045	955	940
长期借款	166	138	100	62
其他非流动负债	68	68	68	68
非流动负债合计	233	205	167	130
负债合计	1,532	1,250	1,122	1,070
股本	439	439	439	439
资本公积	190	190	190	190
留存收益	994	1,136	1,300	1,488
归属母公司权益	1,623	1,765	1,928	2,117
少数股东权益	112	101	89	75
股东权益合计	1,735	1,866	2,018	2,193
负债和股东权益合计	3,267	3,117	3,140	3,262

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	250	261	302	361
折旧与摊销	85	109	129	125
财务费用	12	23	13	5
投资损失	-39	-67	-67	-67
营运资金变动	-148	116	-5	-3
其他经营现金流	34	51	88	88
经营性现金净流量	195	493	459	510
投资性现金净流量	41	-85	-27	-27
筹资性现金净流量	-122	-541	-419	-413
现金流量净额	114	-134	14	70

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,777	1,749	1,890	2,124
营业成本	500	513	542	597
税金及附加	31	30	32	36
销售费用	703	588	633	712
管理费用	146	136	151	166
研发费用	139	140	151	170
财务费用	12	23	13	5
资产减值损失	-21	-8	-9	-10
信用减值损失	-5	-10	-11	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	39	67	67	67
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	4	4	4
其他收益	26	10	20	20
营业利润	285	382	439	507
营业外收入	1	3	3	3
营业外支出	1	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	286	382	440	508
所得税	36	50	58	67
净利润	250	332	382	441
少数股东损益	-5	-10	-12	-14
归属母公司股东净利润	255	342	394	455
EPS(元)	0.58	0.78	0.90	1.04

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	9.15%	-1.60%	8.04%	12.42%
营业利润增长率	45.25%	33.77%	14.99%	15.49%
归母净利润增长率	36.61%	34.17%	14.96%	15.47%
经营现金流增长率	122.70%	152.71%	-6.73%	10.91%
盈利能力				
毛利率	71.85%	70.66%	71.33%	71.88%
净利率	14.06%	18.98%	20.19%	20.74%
ROE	15.73%	19.40%	20.41%	21.47%
ROA	7.81%	10.99%	12.54%	13.93%
估值倍数				
P/E	19.56	14.58	12.68	10.98
P/S	2.81	2.85	2.64	2.35
P/B	3.08	2.83	2.59	2.36
股息率	2.73%	4.01%	4.61%	5.33%
EV/EBITDA	14	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。