

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

方盛制药(603998)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

24H1 依折麦布片收入增速亮眼, 两大
中药新药品种正放量增长
集采影响出清&创新药上量, “338” 战
略驱动业绩高增长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

单 Q3 扣非归母净利润增速超 36%, 中药创新药研产销路线已打通

2025 年 10 月 31 日

事件: 公司发布 2025 年三季报, 2025Q1-3 公司实现营业收入 12.53 亿元 (同比-7.02%), 归母净利润 2.68 亿元 (同比+17.6%), 扣非归母净利润 2.13 亿元 (同比+30.54%)。其中, 2025Q3 单季度公司实现营业收入 4.19 亿元 (同比-4.26%), 实现归母净利润 0.99 亿元 (同比+8.49%), 扣非归母净利润 0.71 亿元 (同比+36.37%)。

点评:

- **心脑血管用药收入单 Q3 增速超 10%, 利润增速优于收入: ①从收入上看, 2025Q3 单季度收入达 4.19 亿元, 同比增速为-4.26%, 环比增速为 0.7%。**其中, 心脑血管用药收入约为 1.58 亿元 (同比+10.16%), 骨科用药收入约 1.06 亿元 (同比+0.73%), 儿科用药收入约 0.29 亿元 (同比-29.69%), 呼吸用药收入 0.17 亿元 (同比-54.18%), 抗感染用药收入 0.14 亿元 (同比-34.83%), 妇科用药收入 0.16 亿元 (同比-24.59%)。心脑血管用药业务收入实现稳健增长, 主要得益于血塞通片/分散片、依折麦布片销量同比稳步上升; 儿童用药收入下降主要系小儿荆杏止咳颗粒销量有所下降; 呼吸用药收入下降主要系强力枇杷露/膏(蜜炼)销量有所下降。②从利润上看, 2025Q3 单季度归母净利润 0.99 亿元 (同比+8.49%), 扣非归母净利润 0.71 亿元 (同比+36.37%)。我们认为, 利润端增速优于收入增速主要系跟期间费用率下降相关, 25Q3 单季度毛利率下降 0.04 个百分点 (25Q3 为 73.22%), 销售费用率下降 4.77 个百分点 (25Q3 为 33.44%), 管理费用率下降 0.95 个百分点 (25Q3 为 8.42%), 净利率提升 2.63 个百分点 (25Q3 为 23.59%)。
- **中药创新药研产销路线全链条打通, 养血祛风止痛颗粒逐步布局商业化: ①在中药创新药商业化方面, 公司已成功实现小儿荆杏止咳颗粒和玄七健骨片两款中药创新药的上市及商业化突破。**以小儿荆杏止咳颗粒为例, 截至 25Q3 小儿荆杏止咳颗粒新增覆盖公立医疗机构超过 320 家, 累计覆盖近 2000 家, 其中等级医院超过 1200 家。②在研发储备方面, 截至 2025Q3, 公司中药创新药妇科止血消痛颗粒获得国家药监局核准签发的《药物临床试验批准通知书》; 中药创新药蛭龙通络片已完成 II 期临床研究并取得研究报告; 化药仿制药瑞卢戈利片也于 2025 年 10 月 15 日获批临床试验; 小儿荆杏止咳颗粒新增成人适应症的 II 期临床试验已完成, III 期临床研究正在有序推进。③2025 年 6 月养血祛风止痛颗粒收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》。养血祛风止痛颗粒是公司继小儿荆杏止咳颗粒、玄七健骨片之后的第三个中药创新药, 也是国内首个获批治疗频发性紧张型头痛的中药创新药, 填补了该疾病中成药治疗领域的空白。目前, 养血祛风止痛颗粒已经通过国家医保局 2025 年基本医保目录调整初步形式审查, 若后续能通过谈判成功纳入国家基本医保目录, 则有望成为公司新的利润增长点。截至 2025Q3, 养血祛风止痛颗粒还未正式进院上市销售。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 17.4 亿元、19.53 亿元、22.17 亿元，同比增速分别约为-2.1%、12.3%、13.5%，实现归母净利润分别为 3.18 亿元、3.79 亿元、4.77 亿元，同比分别增长约 24.6%、19.3%、25.8%，对应当前股价 PE 分别约为 17 倍、14 倍、11 倍。
- **风险因素：**集采降幅超预期，终端开拓不及预期，新药销售不及预期，研发进展不及预期，原材料价格上升风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,629	1,777	1,740	1,953	2,217
增长率 YoY %	-9.1%	9.1%	-2.1%	12.3%	13.5%
归属母公司净利润 (百万元)	187	255	318	379	477
增长率 YoY%	-34.6%	36.6%	24.6%	19.3%	25.8%
毛利率%	68.1%	71.8%	70.5%	71.5%	72.4%
净资产收益率ROE%	12.8%	15.7%	18.4%	19.9%	22.4%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.58	0.72	0.86	1.09
市盈率 P/E(倍)	28.63	20.95	16.82	14.10	11.21
市净率 P/B(倍)	3.67	3.30	3.09	2.80	2.51

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	921	1,138	1,056	1,324	1,666
货币资金	209	308	270	483	756
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	210	250	246	261	281
预付账款	105	63	51	56	61
存货	328	376	356	385	422
其他	69	140	133	139	147
非流动资产	2,160	2,129	2,172	2,149	2,114
长期股权投资	258	239	239	239	239
固定资产(合计)	813	829	872	856	833
无形资产	268	282	271	270	268
其他	822	779	789	783	773
资产总计	3,081	3,267	3,228	3,473	3,780
流动负债	1,248	1,299	1,241	1,307	1,390
短期借款	309	531	431	431	431
应付票据	132	63	57	62	68
应付账款	114	182	128	139	153
其他	693	523	624	674	737
非流动负债	244	233	147	153	159
长期借款	153	147	47	47	47
其他	91	87	101	107	113
负债合计	1,492	1,532	1,388	1,460	1,549
少数股东权益	131	112	109	105	100
归属母公司股东权益	1,458	1,623	1,731	1,908	2,130
负债和股东权益	3,081	3,267	3,228	3,473	3,780

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,629	1,777	1,740	1,953	2,217
同比(%)	-9.1%	9.1%	-2.1%	12.3%	13.5%
归属母公司净利润	187	255	318	379	477
同比(%)	-34.6%	36.6%	24.6%	19.3%	25.8%
毛利率(%)	68.1%	71.8%	70.5%	71.5%	72.4%
ROE%	12.8%	15.7%	18.4%	19.9%	22.4%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.58	0.72	0.86	1.09
P/E	28.63	20.95	16.82	14.10	11.21
P/B	3.67	3.30	3.09	2.80	2.51

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,629	1,777	1,740	1,953	2,217
营业成本	520	500	514	557	612
营业税金及附加	29	31	33	37	42
销售费用	658	703	584	605	665
管理费用	149	146	143	156	173
研发费用	108	139	153	172	195
财务费用	11	12	13	7	0
减值损失合计	-2	-21	-2	-1	-1
投资净收益	-4	39	0	0	0
其他	48	22	65	15	15
营业利润	196	285	363	433	544
营业外收支	7	1	-1	-1	-1
利润总额	203	286	362	432	543
所得税	24	36	47	56	71
净利润	180	250	315	375	472
少数股东损益	-7	-5	-3	-4	-5
归属母公司净利润	187	255	318	379	477
EBITDA	283	350	492	566	684
EPS(当年)(元)	0.43	0.59	0.72	0.86	1.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	88	195	427	526	638
净利润	180	250	315	375	472
折旧摊销	82	85	117	128	141
财务费用	12	14	13	11	11
投资损失	4	-39	0	0	0
营运资金变动	-172	-144	25	5	7
其它	-17	29	-43	7	7
投资活动现金流	-197	41	-119	-106	-106
资本支出	-210	-66	-91	-101	-101
长期投资	6	44	-38	0	0
其他	7	63	10	-5	-5
筹资活动现金流	-92	-122	-347	-207	-259
吸收投资	23	4	0	0	0
借款	-46	216	-200	0	0
支付利息或股息	-201	114	-38	213	273

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。