

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

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

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
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

心脑血管业务增速亮眼，扣非归母净利率持续提升

2026 年 04 月 29 日

事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营业收入 17.46 亿元 (同比-1.75%)，归母净利润 3.06 亿元 (同比+20.05%)，扣非归母净利润 2.48 亿元 (同比+28.69%)。2026Q1 公司实现营业收入 4.63 亿元 (同比+10.69%)，实现归母净利润 0.88 亿元 (同比+0.15%)，扣非归母净利润 0.86 亿元 (同比+21.19%)，经营现金流净额 0.80 亿元 (同比+265.71%)。

点评:

- **25 年心脑血管业务收入增长超 19%，25 年扣非归母净利率达 14.23%:**
 - ①**从收入上看**，25 年心脑血管用药收入约为 6.33 亿元 (同比+19.36%)，骨科用药收入约 3.94 亿元 (同比+2.5%)，儿童用药收入约 1.62 亿元 (同比-11.35%)，呼吸用药收入 1.12 亿元 (同比-47.33%)，抗感染用药收入 0.72 亿元 (同比-6.33%)，妇科用药收入 0.61 亿元 (同比-25.38%)。其中，心脑血管用药业务收入增长亮眼，主要得益于依折麦布片和厄贝沙坦氢氯噻嗪片增速较快，25 年依折麦布片销量增长 60.86%，而厄贝沙坦氢氯噻嗪片增长 49.44%。呼吸系统用药收入同比下降主要系受流感和呼吸道疾病发病率降低、市场高基数效应以及行业结构性调整的影响，行业感冒呼吸类药品销售情况整体呈现下滑趋势。
 - ②**从利润上看**，2025 年公司扣非归母净利率提升 3.37 个百分点 (达 14.23%)。其中，25 年公司毛利率提升 0.12 个百分点 (达 71.97%)，销售费用率下降 4.99 个百分点 (达 34.56%)。我们认为，随着公司仿制药业务规模效应逐步呈现，叠加中药创新药品种逐步放量，以及子公司逐步减亏，公司盈利能力仍存提升空间。
- **26Q1 心脑血管用药保持快速增长，26Q1 毛利率提升 4.83 个百分点:**
 - ①**从收入上看**，26Q1 心脑血管用药收入约为 1.9 亿元 (同比+48.27%)，骨科用药收入约 1.07 亿元 (同比+20.68%)，儿童用药收入约 0.37 亿元 (同比-13.03%)，呼吸用药收入 0.3 亿元 (同比-34.77%)，抗感染用药收入 0.12 亿元 (同比-50.58%)，妇科用药收入 0.13 亿元 (同比-14.35%)。其中，心脑血管疾病用药收入上升 48.27%，主要系依折麦布片、血塞通片/分散片、银杏叶分散片、益心酮分散片等产品销售增长良好所致。
 - ②**从利润上看**，26Q1 扣非归母净利率提升 1.61 个百分点 (达 18.55%)，主要得益于 26Q1 毛利率提升 4.83 个百分点 (达 75.33%)。从业务类别上看，26Q1 心脑血管用药毛利率提升 2.03 个百分点 (达 85.97%)，骨科用药毛利率提升 5.28 个百分点 (达 85.01%)，而儿童用药毛利率提升 5.83 个百分点 (达 64.26%)。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 19.2 亿元、21.53 亿元、23.85 亿元，同比增速分别约为 9.9%、12.1%、10.8%，实现归母净利润分别为 3.67 亿元、4.4 亿元、5.22 亿元，同比分别增长约 19.7%、19.8%、18.7%，对应当前股价 PE 分别约为 13 倍、11

倍、9 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,777	1,746	1,920	2,153	2,385
增长率 YoY %	9.1%	-1.7%	9.9%	12.1%	10.8%
归属母公司净利润 (百万元)	255	306	367	440	522
增长率 YoY%	36.6%	20.0%	19.7%	19.8%	18.7%
毛利率%	71.8%	72.0%	73.3%	74.4%	75.2%
净资产收益率ROE%	15.7%	17.9%	19.1%	20.2%	21.1%
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.70	0.84	1.00	1.19
市盈率 P/E(倍)	18.62	15.51	12.95	10.81	9.10
市净率 P/B(倍)	2.93	2.78	2.47	2.19	1.92

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	1,138	1,014	1,216	1,523	1,935	
货币资金	308	276	435	676	1,023	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	250	249	272	305	338	
预付账款	63	53	56	61	65	
存货	376	339	350	371	392	
其他	140	97	103	110	116	
非流动资产	2,129	2,042	2,001	2,001	1,942	
长期股权投资	239	155	155	155	155	
固定资产(合计)	829	1,035	1,031	1,019	998	
无形资产	282	251	237	223	209	
其他	779	601	577	603	580	
资产总计	3,267	3,056	3,216	3,524	3,876	
流动负债	1,299	1,150	1,107	1,168	1,228	
短期借款	531	344	344	344	344	
应付票据	63	40	43	46	49	
应付账款	182	131	137	147	158	
其他	523	636	584	631	678	
非流动负债	233	103	101	101	101	
长期借款	147	0	0	0	0	
其他	87	103	101	101	101	
负债合计	1,532	1,253	1,208	1,269	1,330	
少数股东权益	112	91	88	83	78	
归属母公司股东权益	1,623	1,712	1,921	2,171	2,469	
负债和股东权益	3,267	3,056	3,216	3,524	3,876	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	1,777	1,746	1,920	2,153	2,385	
同比(%)	9.1%	-1.7%	9.9%	12.1%	10.8%	
归属母公司净利润	255	306	367	440	522	
同比(%)	36.6%	20.0%	19.7%	19.8%	18.7%	
毛利率(%)	71.8%	72.0%	73.3%	74.4%	75.2%	
ROE%	15.7%	17.9%	19.1%	20.2%	21.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.70	0.84	1.00	1.19	
P/E	18.62	15.51	12.95	10.81	9.10	
P/B	2.93	2.78	2.47	2.19	1.92	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	1,777	1,746	1,920	2,153	2,385	
营业成本	500	490	512	552	591	
营业税金及附加	31	35	36	41	45	
销售费用	703	604	653	723	787	
管理费用	146	153	159	174	186	
研发费用	139	154	165	185	205	
财务费用	12	11	12	12	11	
减值损失合计	-26	-9	-6	-6	-6	
投资净收益	39	2	5	5	5	
其他	27	66	40	40	40	
营业利润	285	358	421	504	598	
营业外收支	1	-5	-1	-1	-1	
利润总额	286	353	420	503	597	
所得税	36	51	57	68	81	
净利润	250	303	363	435	517	
少数股东损益	-5	-4	-4	-4	-5	
归属母公司净利润	255	306	367	440	522	
EBITDA	350	409	543	635	737	
EPS(当年)(元)	0.59	0.70	0.84	1.00	1.19	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	195	385	410	534	624	
净利润	250	303	363	435	517	
折旧摊销	85	88	111	120	129	
财务费用	14	12	8	8	8	
投资损失	-39	-2	-5	-5	-5	
营运资金变动	-144	28	-53	-11	-11	
其它	29	-44	-13	-13	-13	
投资活动现金流	41	82	-46	-96	-46	
资本支出	-66	-100	-41	-91	-41	
长期投资	44	104	0	0	0	
其他	63	77	-5	-5	-5	
筹资活动现金流	-122	-494	-206	-197	-232	
吸收投资	4	23	0	0	0	
借款	216	-334	0	0	0	
支付利息或股息	114	-28	159	241	346	

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。

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。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

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。