

马应龙 (600993.SH)

买入 (维持评级)

2024 年年报业绩点评：药线渠道调整见成效，大健康领域持续拓展

投资要点：

➤ 事件：公司发布 2024 年年报。

2024 年公司实现营收 37.3 亿 (同比+18.9%)，归母净利 5.3 亿元 (同比+19.1%)，扣非净利 5.1 亿元 (同比+45%)；实现毛利率 46.6% (同比+4.6pct)，销售净利率 14.7% (同比+0.3pct)。

2024Q4 公司实现营收 9.4 亿元 (同比+35.6%)，归母净利 7059 万元 (同比+183.8%)，扣非净利 6189 万元 (同比+884.2%)。

➤ 药线渠道调整见成效，经营能力持续改善。

分行业看，1) 药线渠道调整持续深化，医药工业实现营收 21.6 亿元 (同比+17.8%)，毛利率 71.4% (同比+6.87pct)；药线渠道整体经营能力提升明显，推动母公司营收同比增长超 19.9%，其中治痔药品同比增长 23.2%。2) 筑牢基底，强加布局，医药商业实现营收 12.5 亿元 (同比+14.8%)，毛利率 8.7% (同比+2.55pct)；直营医院积极顺应 DRG 改革，优化调整医疗项目结构；累计签约百家肛肠共建诊疗中心。3) 药品零售线上业务调整，医药物流供应结构优化，医疗服务实现营收 4.5 亿元 (同比+30.2%)，毛利率 11.9% (同比-1.8pct)；24 年医药物流销售规模同比增长，实现扭亏为盈。

分产品看，1) 治痔药品 15.9 亿元 (同比+23.2%)，毛利率 74% (同比+2.89pct)；其中麝香痔疮膏销售量同比+25.9%，麝香痔疮栓销售量同比+17%。2) 其他产品 5.7 亿元 (同比+5%)，毛利率 64.3% (同比+15.3pct)；其中卫生湿巾系列年销售规模破亿元，美妆系列产品营收同比增长 30%；大健康整体规模实现同比增长，利润持续增厚。

➤ 深化核心优势，聚焦肛肠、眼科、皮肤等战略重点领域。

多项在研项目取得进展。肛肠类中药一类创新药虎麝止血止痛膏 (暂定) 获得临床批件，复方聚乙二醇电解质散 (III) 获得药品注册证书，自主专利菌种获得保藏证书、正积极推进相关产品开发；眼科类用药地夸磷索钠滴眼液、盐酸莫西沙星滴眼液获得药品注册证书；皮肤类主导品种龙珠软膏成功获得中华中医药学会临床应用专家共识，将进一步为医生在临床使用提供参考依据。与此同时完成 60 个大健康产品的自主研发，涵盖特妆、医疗器械等，为后续大健康业务市场拓展奠定坚实基础。

➤ 盈利预测与投资建议

据年报业绩情况调整盈利预测，我们预测 2025/2026/2027 年公司营收分别为 42.1/47.3/52.7 亿元 (前值 25/26 年为 41.7/46.5 亿元)，增速为 13/12/11%；净利润分别为 6.8/7.6/8.4 亿元 (前值 25/26 年为 6.8/7.8 亿元)，增速为 29%/12%/10%，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险；行业竞争加剧风险；产品价格波动风险；成本上涨风险。

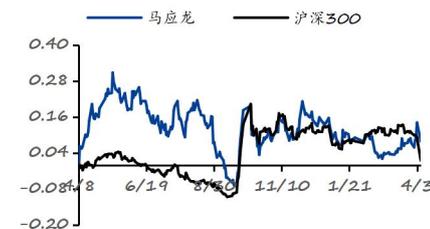
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,137	3,728	4,213	4,730	5,272
增长率	-11%	19%	13%	12%	11%
净利润 (百万元)	443	528	681	760	835
增长率	-7%	19%	29%	12%	10%
EPS (元/股)	1.03	1.23	1.58	1.76	1.94
市盈率 (P/E)	25.6	21.5	16.7	14.9	13.6
市净率 (P/B)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-04-07
收盘价:	24.88 元
总股本/流通股本(百万股)	431.05/430.31
流通 A 股市值(百万元)	10,706.04
每股净资产(元)	9.43
资产负债率(%)	18.92
一年内最高/最低价(元)	31.18/21.33

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	张俊(S0210524040002)
	zj30486@hfzq.com.cn
分析师:	刘佳琦(S0210523090003)
	LJQ3653@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、马应龙三季报点评：治痔类产品为基，三季度业绩稳健增长——2024.11.04
- 2、马应龙 24 年中报点评：扣非归母净利润高速增长，治痔类产品表现亮眼——2024.08.26
- 3、马应龙 24 年一季报点评：扣非归母净利润高速增长，24 年重回上升通道——2024.04.20

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,015	3,355	3,859	4,446	营业收入	3,728	4,213	4,730	5,272
应收票据及账款	288	335	384	419	营业成本	1,992	2,259	2,534	2,809
预付账款	39	62	64	68	税金及附加	26	31	43	53
存货	278	343	849	546	销售费用	937	969	1,078	1,191
合同资产	0	0	0	0	管理费用	114	135	151	169
其他流动资产	356	470	456	496	研发费用	67	84	99	116
流动资产合计	3,975	4,565	5,613	5,976	财务费用	-58	-74	-74	-75
长期股权投资	134	134	134	134	信用减值损失	-7	-7	-7	-7
固定资产	313	318	328	343	资产减值损失	-10	-10	-10	-10
在建工程	358	358	358	358	公允价值变动收益	-7	-13	-5	-8
无形资产	93	112	135	146	投资收益	14	48	51	38
商誉	25	25	25	25	其他收益	28	28	28	28
其他非流动资产	285	285	285	284	营业利润	667	856	955	1,049
非流动资产合计	1,207	1,231	1,265	1,290	营业外收入	0	1	0	0
资产合计	5,182	5,797	6,877	7,265	营业外支出	9	9	9	9
短期借款	32	203	593	254	利润总额	658	848	946	1,040
应付票据及账款	338	308	383	433	所得税	110	141	157	173
预收款项	2	1	1	1	净利润	548	707	789	867
合同负债	87	113	128	141	少数股东损益	20	26	29	32
其他应付款	68	68	68	68	归属母公司净利润	528	681	760	835
其他流动负债	278	289	298	307	EPS (按最新股本摊薄)	1.23	1.58	1.76	1.94
流动负债合计	804	982	1,471	1,203					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	176	176	176	176					
非流动负债合计	176	176	176	176					
负债合计	981	1,158	1,647	1,380					
归属母公司所有者权益	4,066	4,477	5,040	5,663					
少数股东权益	135	161	190	222					
所有者权益合计	4,201	4,639	5,231	5,886					
负债和股东权益	5,182	5,797	6,877	7,265					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	498	404	280	1,117
现金收益	548	685	770	851
存货影响	-4	-65	-506	302
经营性应收影响	17	-61	-42	-28
经营性应付影响	39	-31	75	50
其他影响	-101	-124	-18	-58
投资活动现金流	-264	-42	-42	-54
资本支出	-221	-76	-88	-85
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-44	34	46	31
融资活动现金流	-275	-22	266	-476
借款增加	-21	171	389	-339
股利及利息支付	-187	-197	-200	-197
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-67	4	77	60

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	18.9%	13.0%	12.3%	11.5%
EBIT 增长率	24.9%	29.0%	12.7%	10.7%
归母公司净利润增长率	19.1%	29.0%	11.5%	9.9%
获利能力				
毛利率	46.6%	46.4%	46.4%	46.7%
净利率	14.7%	16.8%	16.7%	16.5%
ROE	12.6%	14.7%	14.5%	14.2%
ROIC	15.4%	17.1%	15.9%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	18.9%	20.0%	23.9%	19.0%
流动比率	4.9	4.6	3.8	5.0
速动比率	4.6	4.3	3.2	4.5
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	24	24	25	25
存货周转天数	50	49	85	89
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.58	1.76	1.94
每股经营现金流	1.16	0.94	0.65	2.59
每股净资产	9.43	10.39	11.69	13.14
估值比率				
P/E	21	17	15	14
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	6	5	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn