

马应龙（600993.SH）

业绩超预期&分红提升，治痔类产品增长较好

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,137	3,728	4,246	4,741	5,239
增长率 yoy（%）	-11.2	18.9	13.9	11.7	10.5
归母净利润（百万元）	443	528	620	717	825
增长率 yoy（%）	-7.4	19.1	17.5	15.6	14.9
ROE（%）	11.7	13.1	13.9	14.3	14.7
EPS 最新摊薄（元）	1.03	1.23	1.44	1.66	1.91
P/E（倍）	25.6	21.5	18.3	15.8	13.8
P/B（倍）	3.0	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：1)公司发布 2024 年年度报告，2024 年实现营收 37.3 亿元，同比+18.9%；实现归母净利润 5.3 亿元，同比+19.1%；实现扣非归母净利润 5.1 亿元，同比+45.0%。24Q4 公司营收 9.4 亿元，同比+35.6%；归母净利润 0.7 亿元，同比+183.8%。2)公司发布 2024 年年度利润分配方案，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.62 元（含税），合计拟派发现金红利 2.7 亿元（含税），占本年度归母净利润的比例为 50.61%。

各业务均实现双位数以上增长，核心治痔类药品营收同比+23.2%。2024 年公司医药工业、医药商业、医疗服务分别实现营收 21.6 亿元、12.5 亿元、4.5 亿元，同比分别增长 17.8%、14.8%、30.2%，其中内部抵消收入 1.8 亿元。具体医药工业板块，治痔类药品、皮肤类药品、眼科类药品、其他药品及大健康产品分别实现营收 15.9 亿元、1.3 亿元、0.4 亿元、4.0 亿元，同比分别增长 23.2%、10.3%、15.3%、2.5%。大单品麝香痔疮膏、痔疮栓销售量分别同比增长 25.9%、17.0%，其他如龙珠软膏、马应龙八宝眼膏销售量亦同比双位数增长，大健康产品中，卫生湿巾年销售规模破亿元。

持续深化与特约经销商合作，动态优化特约分销商、配送商网络布局，基层市场拓展提升第三终端覆盖率。报告期内公司集中资源加大头部连锁拓展及合作力度，百万级、千万级产出的连锁数量持续增加，头部连锁产出贡献占比同比提升，在零售终端销售实现持续增长。另外新设广阔渠道，加大基层市场拓展力度，选取区域试点，完善商业渠道建设，加强区域纯销网络构建，推动膏、栓及二线品种在第三终端的覆盖，报告期内试点地区主要品种终端覆盖率实现同比提升。

毛利率提升明显，加大销售费用投放拓展市场。2024 年公司毛利率水平 46.6%，同比提升 4.6pct，其中工业、商业毛利率分别同比提升 6.9pct、2.6pct；销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别变动 2.3pct、-0.4pct、-0.4pct，销售费用增长主要系基层市场拓展、业务宣传等投入增加；净利率 14.7%，同比提升 0.3pct。2024Q4 公司毛利率水平为 42.9%，同比提升 6.2pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别变动 0.4pct、-0.8pct、-1.3pct，得益于收入较快增长，期间费用率改善明显。

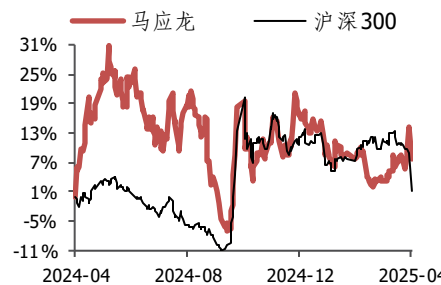
投资建议：公司以肛肠及下消化道领域为核心定位，打造肛肠健康方案提供商，

增持（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 4 月 7 日收盘价（元）	24.88
总市值（百万元）	10,724.62
流通市值（百万元）	10,706.04
总股本（百万股）	431.05
流通股本（百万股）	430.31
近 3 月日均成交额（百万元）	152.84

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号：S1070523080001

邮箱：luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《业绩符合预期，营收、利润双增长》2024-11-11
- 《治痔产品及大健康表现较好，医药商业修复增长》2024-08-28
- 《渠道优化扰动业绩，经营现金流改善》2024-04-18

大力发展大健康产业。在肛肠品类，品牌积淀深厚，构建肛肠细分市场优势地位，作为行业龙头有望享受高于行业整体的增速，量价可期；皮肤、眼科品类，以八宝名方为基础拓宽品类边界，形成侧翼支撑；大健康产业有望通过品牌和渠道协同实现增长。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.2、7.2、8.3 亿元，EPS 分别为 1.44、1.66、1.91 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 18、16、14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：监管政策变化、行业竞争加剧、产品销量不及预期、新品推广不及预期、研发风险、质量安全风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3772	3975	4673	4944	5684
现金	2988	3015	3434	3835	4238
应收票据及应收账款	280	288	432	329	536
其他应收款	25	10	30	15	35
预付账款	53	39	66	51	78
存货	273	278	349	343	415
其他流动资产	151	345	361	371	381
非流动资产	1058	1207	1249	1281	1311
长期股权投资	135	134	140	144	147
固定资产	303	313	400	461	504
无形资产	162	200	216	232	251
其他非流动资产	458	561	493	443	409
资产总计	4830	5182	5923	6225	6994
流动负债	681	804	1169	903	1006
短期借款	46	32	415	178	124
应付票据及应付账款	290	338	375	418	466
其他流动负债	346	435	379	307	415
非流动负债	279	176	174	182	183
长期借款	100	0	5	9	12
其他非流动负债	179	176	169	173	171
负债合计	960	981	1343	1085	1189
少数股东权益	132	135	148	162	182
股本	431	431	431	431	431
资本公积	52	24	24	24	24
留存收益	3253	3608	3998	4438	4929
归属母公司股东权益	3738	4066	4432	4978	5624
负债和股东权益	4830	5182	5923	6225	6994

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	604	498	432	817	628
净利润	452	548	633	731	844
折旧摊销	59	57	57	67	76
财务费用	-44	-58	-79	-86	-107
投资损失	-91	-14	-27	-19	-18
营运资金变动	128	-141	-187	87	-201
其他经营现金流	100	105	34	37	33
投资活动现金流	448	-264	-78	-91	-87
资本支出	248	204	90	96	103
长期投资	676	-61	-7	-4	-3
其他投资现金流	21	1	19	10	19
筹资活动现金流	-579	-275	-318	-89	-84
短期借款	-42	-14	383	-237	-54
长期借款	-300	-100	5	4	3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-49	-28	0	0	0
其他筹资现金流	-188	-133	-707	145	-34
现金净增加额	473	-41	36	638	457

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3137	3728	4246	4741	5239
营业成本	1822	1992	2264	2500	2741
营业税金及附加	24	26	31	35	39
销售费用	715	937	1066	1185	1307
管理费用	110	114	136	147	160
研发费用	69	67	81	85	93
财务费用	-44	-58	-79	-86	-107
资产和信用减值损失	-21	-17	-26	-28	-34
其他收益	20	28	21	15	15
公允价值变动收益	6	-7	-5	-11	2
投资净收益	91	14	27	19	18
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	537	667	763	871	1007
营业外收入	0	0	2	2	1
营业外支出	12	9	6	8	9
利润总额	525	658	758	866	999
所得税	73	109	125	134	155
净利润	452	548	633	731	844
少数股东损益	9	20	12	14	20
归属母公司净利润	443	528	620	717	825
EBITDA	540	657	735	846	968
EPS (元/股)	1.03	1.23	1.44	1.66	1.91

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-11.2	18.9	13.9	11.7	10.5
营业利润 (%)	-3.4	24.3	14.4	14.2	15.6
归属母公司净利润 (%)	-7.4	19.1	17.5	15.6	14.9
获利能力					
毛利率 (%)	41.9	46.6	46.7	47.3	47.7
净利率 (%)	14.4	14.7	14.9	15.4	16.1
ROE (%)	11.7	13.1	13.9	14.3	14.7
ROIC (%)	10.4	11.6	11.5	12.6	13.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.9	18.9	22.7	17.4	17.0
净负债比率 (%)	-71.1	-66.2	-64.5	-69.9	-69.9
流动比率	5.5	4.9	4.0	5.5	5.7
速动比率	5.0	4.5	3.6	5.0	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.74	0.76	0.78	0.79
应收账款周转率	12.7	14.7	13.7	14.2	14.0
应付账款周转率	10.1	9.8	10.0	9.3	9.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.03	1.23	1.44	1.66	1.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.40	1.15	1.00	1.90	1.46
每股净资产 (最新摊薄)	8.67	9.43	10.25	11.49	12.95
估值比率					
P/E	25.6	21.5	18.3	15.8	13.8
P/B	3.0	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.1	13.0	11.4	9.2	7.6

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686