



公司研究 | 深度报告 | 马应龙 (600993.SH)

**百年肛肠品牌老字号，大健康焕发第二春**

## 报告要点

肛肠健康领导者，具有四百多年历史的中华老字号。公司以肛肠及下消化道领域为核心，致力于成为肛肠健康方案提供商，形成了医药工业、医疗服务、医药商业的全产业链布局。

(1) 通过渠道优化，痔疮业务有望轻装上阵，开启新一轮经营周期，同时品牌 OTC 具有一定的提价属性，公司盈利能力预计将进一步增强。(2) 大健康业务深入挖掘老字号品牌价值，围绕肛肠和眼科健康拓展增量业务，我们预计大健康板块收入有望实现快速增长，成为公司新增长引擎。

## 分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005  
SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

马应龙 (600993.SH)

2025-07-18

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

## 百年肛肠品牌老字号，大健康焕发第二春

### 肛肠健康领导者，持续拓展大健康业务

肠健康领域品牌龙头，已具有四百多年历史的中华老字号。公司以肛肠及下消化道领域为核心，致力于成为肛肠健康方案提供商，形成了医药工业、医疗服务、医药商业的全产业链布局。我们认为通过渠道优化，公司有望轻装上阵，开启新一轮经营周期，同时品牌 OTC 具有一定的提价属性，公司盈利能力预计将进一步增强。

### 痔疮业务龙头，大健康打造第二增长曲线

**痔疮业务：业绩稳健增长，渠道优化释放业绩弹性。** 治痔类药品 2024 年实现收入同比增长 23.19%，我们预计治痔类药品有望保持较快增长，**1) 渠道优化**，2023 年公司将核心产品渠道归拢，减少一级经销商合作数量，渠道管控能力显著增强；**2) 营销创新**，公司不断加大营销推广力度和终端产品动销，同时积极拓展线上营销和内容电商；**3) 价格调整**，鉴于公司产品定价低于同类竞品，公司将逐步提高产品终端零售价，同时伴随着渠道库存出清，出厂价具备提价空间。

**大健康业务：持续拓展大健康业务，有望开启第二增长曲线。** 公司深入挖掘老字号品牌价值，围绕肛肠和眼科健康拓展大健康增量业务，已累计开发大健康产品 200 余个，全面涵盖功能性化妆品、护理品、食品和消械产品。随着公司聚焦马应龙八宝眼霜、湿厕纸等重点单品，我们预计大健康板块收入有望实现快速增长，成为公司新增长引擎。

### 医疗服务稳健发展，医药商业持续优化

1) 医疗服务：2024 年实现收入 4.49 亿元，同比增长 30.15%，旗下拥有多家直营肛肠连锁医院、百余家马应龙肛肠诊疗中心和“小马医疗”移动医疗平台，构建一体化的肛肠健康生态圈。  
2) 医药商业：2024 年实现收入 12.49 亿元，同比增长 14.81%，其中医药零售线上线下全面布局，医疗物流深耕湖北市场，预计盈利能力有望提升。

### 盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 42.67 亿、47.96 亿及 53.89 亿元，归母净利润分别为 6.37 亿、7.29 亿及 8.37 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、1.69 及 1.94 元，**首次覆盖**，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、核心产品放量不及预期的风险。
- 2、原材料成本上涨的风险。
- 3、行业竞争加剧的风险。
- 4、行业政策变动风险。
- 5、盈利预测不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	28.38
总股本(万股)	43,105
流通A股/B股(万股)	43,031/0
每股净资产(元)	9.90
近12月最高/最低价(元)	31.46/21.33

注：股价为 2025 年 7 月 17 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

肛肠品牌老字号，持续拓展大健康业务 .....	6
业绩稳健增长，痔疮产品贡献大头 .....	7
营销体系不断优化，库存处于健康水平 .....	9
医药工业：痔疮业务龙头，大健康打造第二增长曲线 .....	10
痔疮业务：夯实龙头地位，渠道改革不断释放业绩 .....	11
大健康业务：借力品牌优势，快消品快速成长 .....	13
医疗服务：筑牢基底，强化布局，挖掘平台价值 .....	14
医药商业：顺应趋势，优化结构，提升经营质量 .....	15
风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：马应龙发展历史 .....	6
图 2：公司股权透视图与实际控制人 .....	7
图 3：公司产品矩阵 .....	7
图 4：2018-2025 年第一季度年公司总营收及增速，百万元 .....	8
图 5：2018-2025 年第一季度归母净利润及增速，百万元 .....	8
图 6：2018-2024 年公司收入拆分，百万元 .....	8
图 7：2018-2024 年公司毛利拆分，百万元 .....	8
图 8：2018-2025 年第一季度销售、管理、研发费用率 .....	9
图 9：2018-2025 年第一季度公司净利率、毛利率 .....	9
图 10：2018-2024 年公司销售人员数量及占比，个 .....	9
图 11：2018-2024 年公司销售费用拆分，万元 .....	9
图 12：2018-2025Q1 母公司应收账款情况，百万元，天 .....	10
图 13：2018-2025Q1 母公司经营性现金流净额及增速，百万元 .....	10
图 14：2018-2024 年公司医药工业收入规模及增速，百万元 .....	10
图 15：2018-2024 年公司医药工业板块分产品毛利率 .....	10
图 16：2018-2024 年公司医药工业收入拆分，百万元 .....	11
图 17：2018-2024 年公司医药工业毛利拆分，百万元 .....	11
图 18：公司医药工业运行结构图 .....	11
图 19：2018-2023 年中国城市实体药店痔疮药市场规模及增 .....	12
图 20：2018-2023 年中国城市公立医院痔疮药市场规模及增 .....	12
图 21：2023 年中国城市实体药店痔疮药竞争格局 .....	12
图 22：2023 年中国城市公立医院痔疮药竞争格局 .....	12
图 23：公司痔疮类产品收入规模及增速，百万元 .....	13
图 24：公司大健康产品布局 .....	14
图 25：2018-2024 年公司医疗服务收入规模及增速，百万元 .....	15

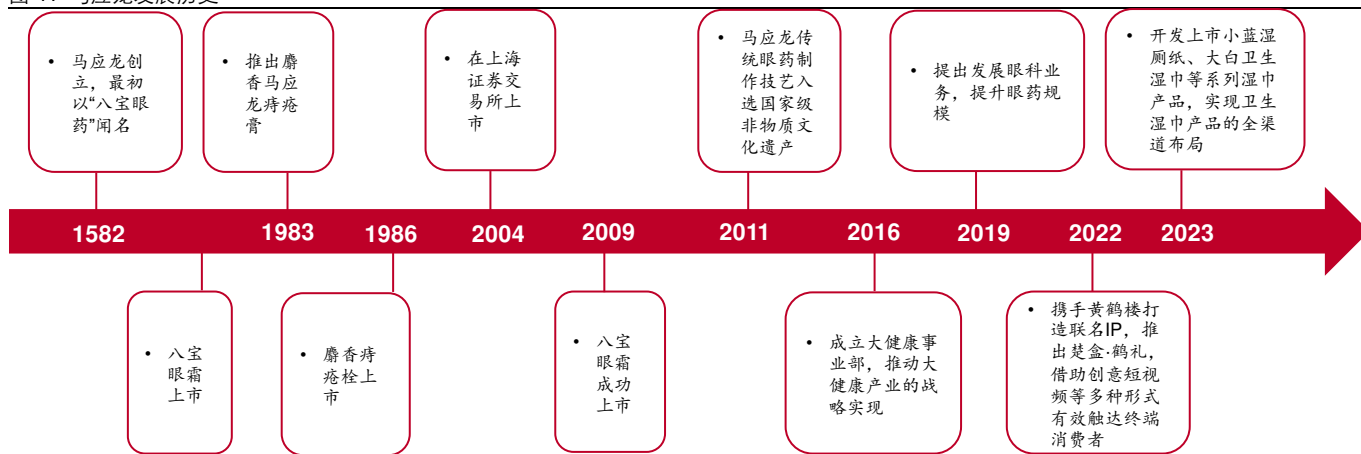
图 26：公司肛肠诊疗中心合作模式 .....	15
图 27：2018-2024 年公司医药商业收入规模及增速，百万元 .....	16
表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测 .....	17

## 肛肠品牌老字号，持续拓展大健康业务

肛肠健康领域品牌龙头，已具有四百多年历史。马应龙创始于 1582 年，以眼药起家，拥有八宝名方，是一家拥有 400 多年历史的中华老字号企业。

公司遵循“目标客户一元化，服务功能多元化”的发展思路，构建肛肠健康方案提供商，大力发展大健康产业，由原先的以药品治疗为主向全生命周期的健康管理延伸，涵盖预防、保健、诊断、治疗、康复，并逐步构建细分领域竞争屏障。目前已构建形成医药工业、医疗服务和医药商业的立体产业结构布局。

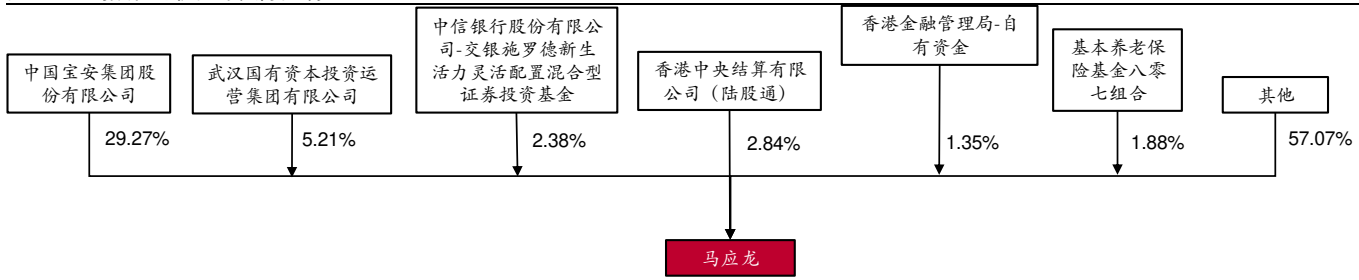
图 1：马应龙发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

公司当前无实控人，第一大股东为中国宝安。截至 2025 年 3 月 31 日，公司第一大股东中国宝安集团持有公司 29.27% 的股份，第二大股东武汉国有资本投资运营集团持有公司 5.21% 的股份。中国宝安当前处于无控股股东和实际控制人状态，故马应龙当前无实际控制人。中国宝安的第一大股东承兴投资及其一致行动人鲲鹏新产业投资合计持有其 18.39% 的股份，承兴投资的实控人为深圳国资委；第二大股东韶关高创持有其 16.02% 的股份。2024 年 12 月 16 日，中国宝安公告董事局换届结果，第十五届董事局包含黄旭、曾广胜、陈文昌、徐飏、孙学东、单慧等 6 名非独立董事，其中 3 人为深圳国资背景。随着中国宝安董事局换届的正式完成，大股东管理机制有望进一步理顺，为公司发展带来积极影响。

图 2：公司股权透视图与实际控制人



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：数据截至 2025 年 3 月 31 日

## 业绩稳健增长，痔疮产品贡献大头

**聚焦肛肠、打造系列化治痔药品，积极拓展大健康业务。**马应龙拥有八宝名方，含有麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硃砂等八味中药，具有清热解毒、活血消肿、去腐生肌的卓著功效。公司于 1980 年推出马应龙八宝眼膏，后在八宝名方的基础上聚焦肛肠领域，陆续推出了马应龙麝香痔疮膏（1983）、麝香痔疮栓（1986）、龙珠软膏（1995）等独家药品，经过多年深耕，逐步构建了肛肠细分市场的优势地位。同时，公司围绕肛肠健康、眼科健康、皮肤健康等，积极拓展大健康增量业务，全面涵盖功能性化妆品、功能性护肤品、功能性食品、消械产品四大类别，有望打造第二增长曲线。

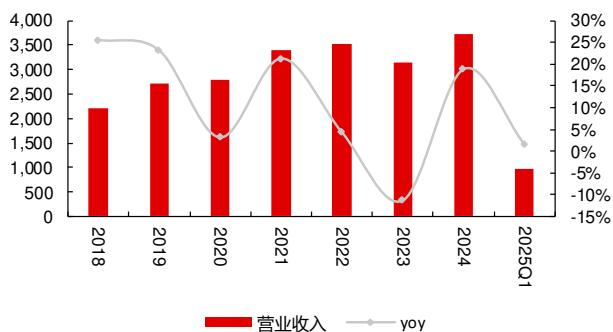
图 3：公司产品矩阵

细分行业	主要治疗领域	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
中成药	治痔	马应龙麝香痔疮膏	中药6类	清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。用于湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。	否	否	是	是	是
中成药	治痔	麝香痔疮栓	中药6类	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的大便出血、血色鲜红、肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	否	否	否	是	是
化药	治痔	地奥司明片	化药4类	治疗与静脉淋巴功能不全相关的各种症状(腿部沉重，疼痛，晨起酸胀不适感)；治疗痔疮急性发作有关的各种症状。	是	否	否	是	是
中成药	皮肤	龙珠软膏	中药6类	清热解毒，消肿止痛，祛腐生肌。适用于疮疖、红、肿、热、痛及轻度烫伤。	否	否	否	是	是
中成药	治痔	痔炎消片	中药9类	清热解毒，润肠通便。用于止血，止痛，消肿。用于痔疮发炎肿痛。	否	否	否	否	否
中成药	眼科	马应龙八宝眼膏	中药	清热退赤，止痒去翳。用于风火上扰所致的眼睛红肿痛痒、流泪。	否	否	否	是	是

资料来源：公司年报，公司官网，长江证券研究所

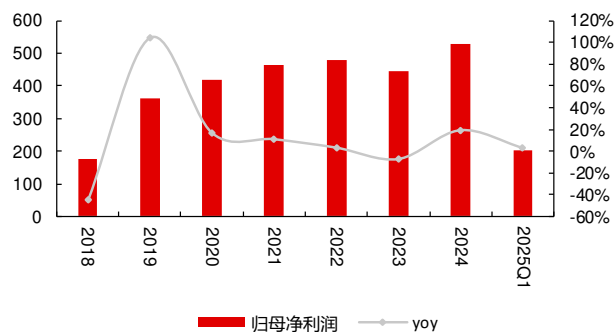
**业绩稳健增长，医药工业板块贡献主要收入和毛利。**2024 公司实现营业收入 37.28 亿元，同比增长 18.85%，实现归母净利润 5.28 亿元，同比增长 19.14%。公司三大业务中，医药工业 2024 年营收占比为 57.98%，医药工业 2024 年毛利贡献占比达 88.94%。

图 4：2018-2025 年第一季度公司总营收及增速，百万元



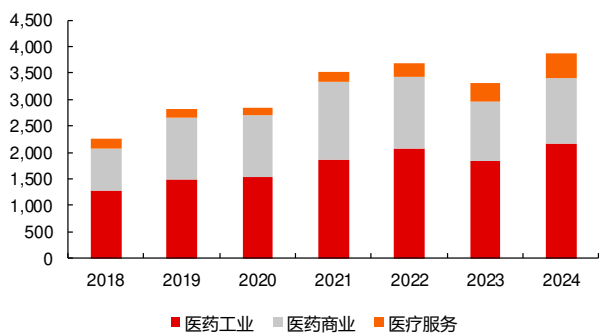
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2018-2025 年第一季度归母净利润及增速，百万元



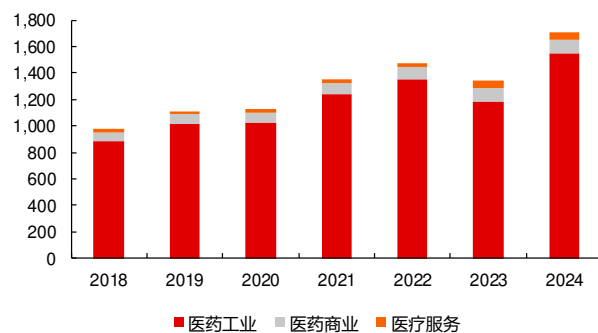
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2018-2024 年公司收入拆分，百万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

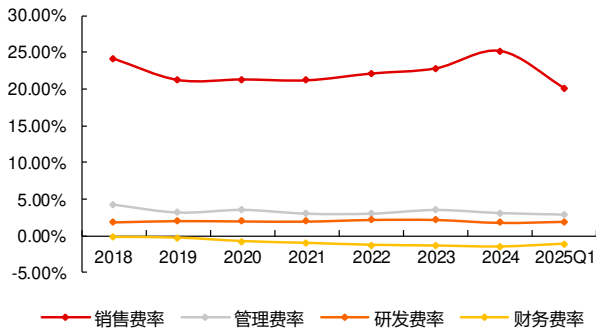
图 7：2018-2024 年公司毛利拆分，百万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

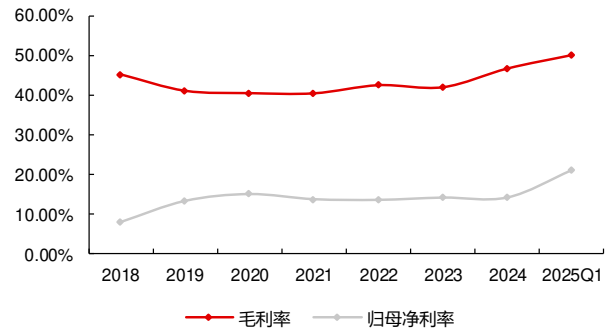
**期间费用率保持稳定，盈利能力持续提升。**2018-2024 年公司销售毛利率在 40%-50% 左右，2024 年公司归母净利率为 14.17%，盈利能力优异。2024 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 25.13%、3.07%、1.79%。我们预计随着公司大健康业务的快速增长，以及加强医药商业及医疗服务板块的精细化管理，公司盈利能力有望进一步提升。

图 8：2018-2025 年第一季度销售、管理、研发费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2018-2025 年第一季度公司净利率、毛利率

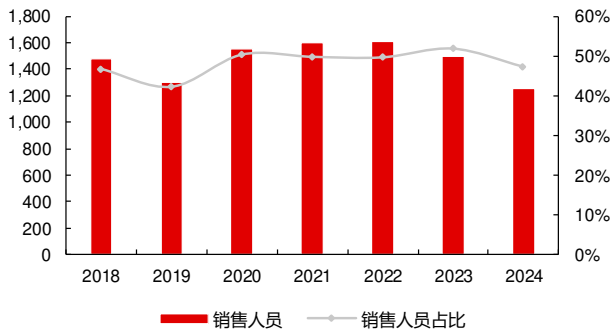


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 营销体系不断优化，库存处于健康水平

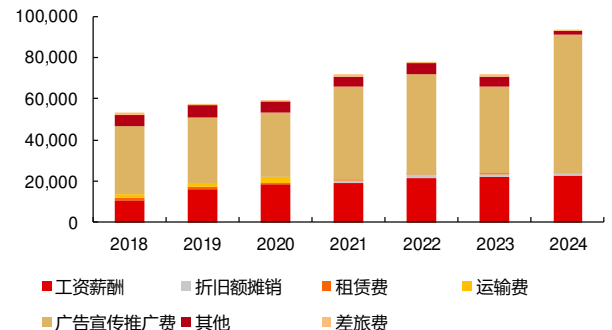
**营销体系不断优化，线上线多渠道协同发展。**1) **线下：**公司持续优化线下渠道，提升渠道运营能力，积极拓展县域市场和下沉市场，截至 2024 年底，公司拥有 1255 名销售人员，占公司员工总数的 47.29%。2) **线上：**公司持续提升马应龙品牌影响力，2024 年广告宣传推广费达 6.69 亿元，同时公司通过拓展线上全域营销，已基本实现平台全覆盖，积极发力品牌自播，提高自播占比。

图 10：2018-2024 年公司销售人员数量及占比，个



资料来源：Wind，长江证券研究所

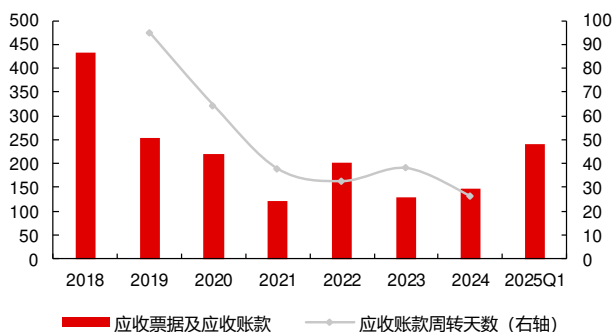
图 11：2018-2024 年公司销售费用拆分，万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

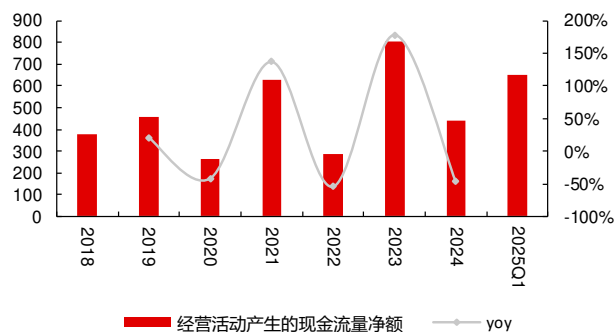
**公司营运情况良好，渠道库存处于健康水平。**2024 年公司强化现金流管理并优化渠道库存，加大现金回款力度，目前核心产品渠道库存已处于健康水平。2024 年母公司应收账款周转天数为 26 天，为历史较低水平，2025Q1 母公司经营性现金流净额为 6.49 亿元，核心业务的现金流和回款情况均保持良好态势。

图 12: 2018-2025Q1 母公司应收账款情况, 百万元, 天



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 2018-2025Q1 母公司经营性现金流净额及增速, 百万元

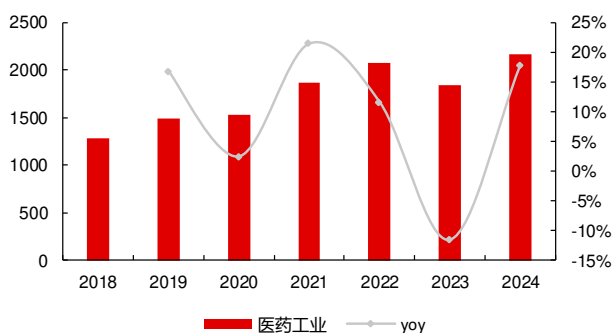


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 医药工业: 痔疮业务龙头, 大健康打造第二增长曲线

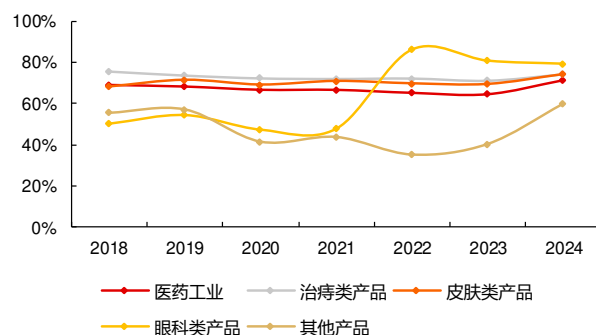
医药工业板块, 公司聚焦肛肠细分领域, 同时积极拓展眼科与皮肤类药物, 并由眼科皮肤药物向皮肤健康护理延展, 形成了以肛肠为核心, 以眼科、皮肤等为支柱的产品格局。2024 年公司医药工业实现收入 21.61 亿元, 同比增长 17.82%, 毛利率为 71.42%。其中治痔类药品 2024 年实现收入 15.92 亿元, 同比增长 23.19%, 收入与毛利在医药工业板块中的占比分别达 73.65%和 76.27%, 为医药工业板块的主要收入来源。皮肤类、眼科类、大健康 2024 年分别实现收入 1.29 亿元 (同比增长 10.27%)、0.40 亿元 (同比增长 15.34%)、4.01 亿元 (同比增长 2.54%)。

图 14: 2018-2024 年公司医药工业收入规模及增速, 百万元



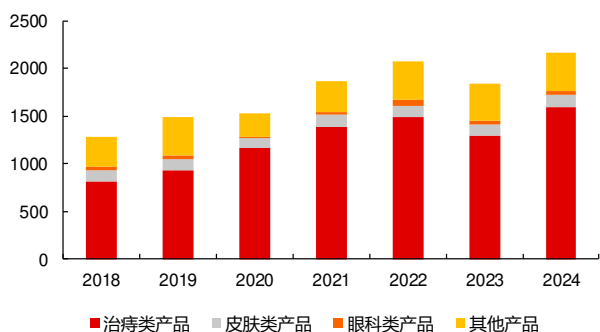
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 15: 2018-2024 年公司医药工业板块分产品毛利率



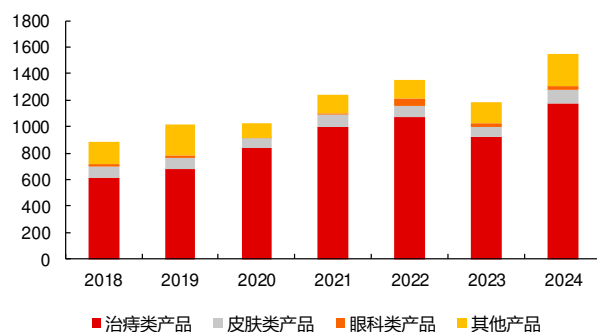
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 16: 2018-2024 年公司医药工业收入拆分, 百万元



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 17: 2018-2024 年公司医药工业毛利拆分, 百万元



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 18: 公司医药工业运行结构图



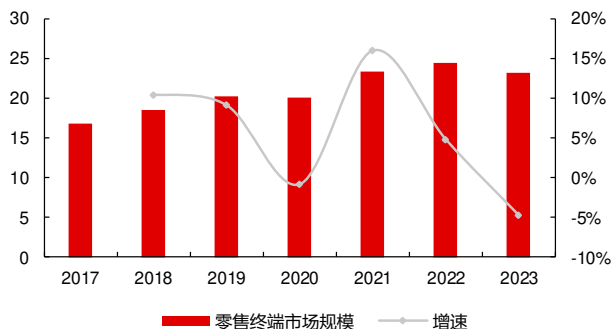
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

## 痔疮业务: 夯实龙头地位, 渠道改革不断释放业绩

痔疮是临床上最常见的肛肠疾病之一, 患病率高达 50%以上, 且随年龄增长而上升。痔疮是直肠和肛门壁上肿胀的静脉, 是最常见的肛肠疾病之一。根据《中国痔病诊疗指南(2020)》中的一项流行病学调查结果显示, 患有肛肠疾病的成年人占总调查人群的 51.14%, 其中痔的患病率最高达到 50.28%。另外, 痔的患病率随着年龄的增加而升高, 不健康的生活方式(如饮酒、辛辣饮食、久站久行)以及错误的排粪习惯都会增加患痔的风险。

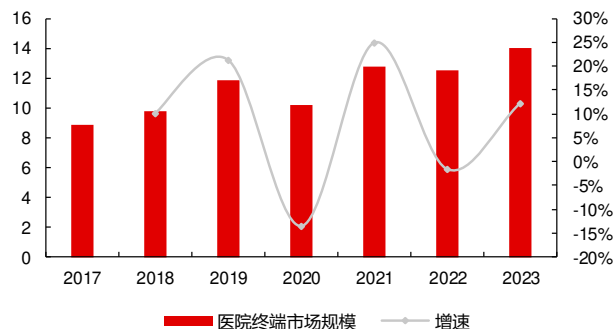
痔疮药中成药市场规模稳健增长, 零售市场和医院市场规模相近。2023 年痔疮药在中国城市实体药店市场规模为 23.21 亿元, 同比下滑 4.8%, 近五年保持稳定发展态势; 2023 年痔疮药在中国城市公立医院市场规模为 14.03 亿元, 同比增长 12.2%, 近五年维持在相对稳定的水平。

图 19：2018-2023 年中国城市实体药店痔疮药市场规模及增速，亿元



资料来源：观研天下，长江证券研究所

图 20：2018-2023 年中国城市公立医院痔疮药市场规模及增速，亿元



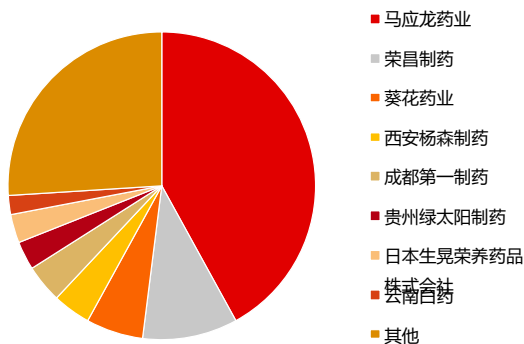
资料来源：观研天下，长江证券研究所

凭借肛肠领域强品牌力和多元化产品组合，马应龙在痔疮药市场占据领先地位。1) 药

店端：2023 年中国城市实体药店痔疮药市场中，马应龙市占率达 42%，稳居国产品牌

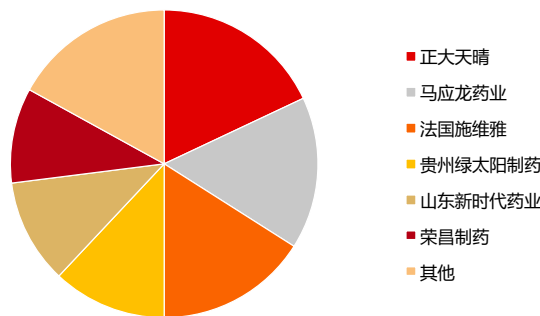
之首；2) 医院端：2023 年中国城市公立医院痔疮药市场中，马应龙市占率达到 16%。

图 21：2023 年中国城市实体药店痔疮药竞争格局



资料来源：观研天下，长江证券研究所

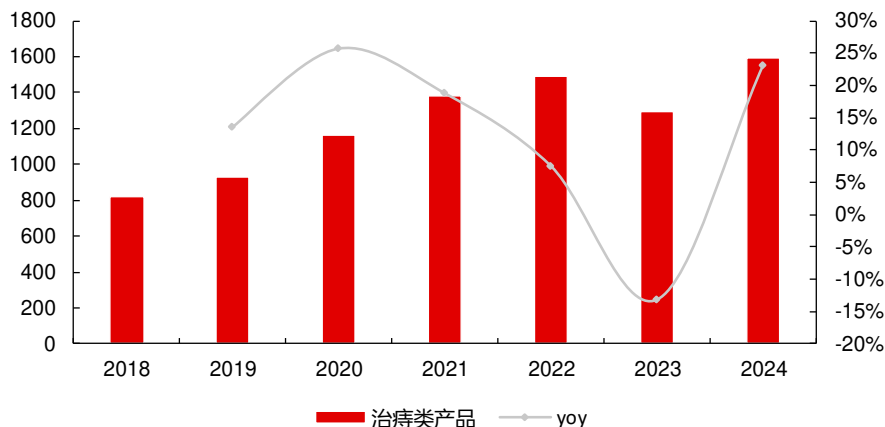
图 22：2023 年中国城市公立医院痔疮药竞争格局



资料来源：观研天下，长江证券研究所

渠道、营销、价格齐发力，痔疮业务依然保持可观增长。2024 年公司治痔类产品收入实现 15.92 亿元，同比增长 23.20%，我们预计主要在于渠道库存调整结束、发货节奏回归正常。随着公司渠道库存调整完成，渠道价格管控能力显著增强，相比竞品优势显著，我们预计治痔类产品未来三年将保持较快增长。

图 23：公司痔疮类产品收入规模及增速，百万元



资料来源：公司年报，长江证券研究所

## 大健康业务：借力品牌优势，快消品快速成长

**聚焦肛肠、眼科和皮肤健康，持续拓展大健康业务。**公司围绕肛肠健康、眼科健康、皮肤健康等，积极拓展大健康业务，开发升级大健康产品 200 余个，全面涵盖功能性化妆品、功能性护理品、功能性食品、消械产品四大消费类产品。在卫生湿巾系列、八宝眼霜系列等品类的拉动下，大健康整体规模实现同比增长、利润持续增厚。随着公司聚焦马应龙八宝眼霜系列、卫生湿巾等代表性品种，加大线上线下营销力度，扩大品牌影响力，大健康业务板块收入有望持续快速增长，成为公司第二增长曲线。

**1) 眼科和皮肤领域**，回归眼科本源，在夯实眼部药品经营的基础上，持续强化眼部健康大单品打造，2024 年美妆系列产品营收同比增长 30%。

**2) 肛肠健康领域**，公司顺应肛肠健康管理需求，全新升级上市卫生湿巾系列，以肛周护理为切入点，精准定位目标客户群体，通过精心研发独特配方、选用优质材料等，打造差异化竞争优势。构建产品专业形象，连续发布湿厕纸新消费趋势白皮书、肛周皮肤微生态护理白皮书，强化肛肠护理领域专业地位。注重内容营销，策划层次分明、丰富多样的营销推广活动，进一步提升品牌知名度。2024 年卫生湿巾系列年销售规模突破亿元。

图 24：公司大健康产品布局



资料来源：公司年报，长江证券研究所

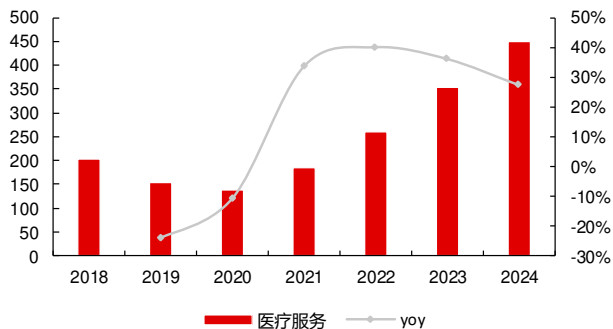
## 医疗服务：筑牢基底，强化布局，挖掘平台价值

**连锁医院与诊疗中心协同发展，线上云平台打造肛肠健康生态圈。**公司入选“2024 届社会办医医院集团 100 强”，马应龙肛肠诊疗技术研究院是经国家民政部批准设立的肛肠诊疗技术研究院，北京医院为社会办医三甲肛肠专科医院，武汉医院联合小马医疗 2021 年获批成为湖北省互联网医院。2024 年医疗服务主营业务收入 4.49 亿元，同比增长 30.15%。

**1) 肛肠连锁医院：**公司目前旗下拥有多家直营肛肠连锁医院，分别位于武汉、北京、西安、大同等重点城市，汇聚中国肛肠治疗领域专家，拥有主任、副主任医师 40 余人，为国内规模领先的肛肠专科连锁医院，其中北京医院为三甲肛肠专科医院。**2) 肛肠诊疗中心：**公司已累计与百余家县级基层医疗机构共建马应龙肛肠诊疗中心，在肛肠专科标准化建设、肛肠诊疗技术系统培训及规范、疑难病远程会诊等方面为县级医院提供全方位服务，与县级医院实现合作共赢。**3) “小马医疗”云平台：**作为专业化、垂直化的线上医疗平台，通过整合药品经营、诊疗技术、医疗服务和健康数据，链接药企、医院、医疗信息化厂商、医疗器械和智能硬件厂商、体检机构、保险机构等行业资源，构建一体化的肛肠健康生态圈。此外，武汉医院联合小马医疗 2021 年获批成为湖北省互联网医院。**4) 旗下拥有马应龙肛肠诊疗技术研究院，**是经国家民政部批准设立的肛肠诊疗技术研究院。

**公司在肛肠治疗领域的品牌影响力不断扩大。**马应龙肛肠连锁医院与众多国家级医药科研机构保持着良好合作，共同建立了北京大学马应龙博士后工作站、卫生部医药生物工程技术研究中心临床基地、国家中医药管理局肛肠病重点专科、军事医学科学院马应龙博士后工作站、中山大学达安基因肛肠疾病研究及检测中心、湖北省肛肠药物工程技术研究中心等研发机构，并先后承担省部级以上科研课题 15 项，着力将马应龙肛肠连锁医院打造成为集临床诊疗和科研于一体的专业化医院，使马应龙肛肠连锁医院专家团队始终保持与国际上最先进的肛肠诊疗技术接轨，使患者优先享受到最新科研成果的诊疗服务。

图 25：2018-2024 年公司医疗服务收入规模及增速，百万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：公司肛肠诊疗中心合作模式



资料来源：公司年报，长江证券研究所

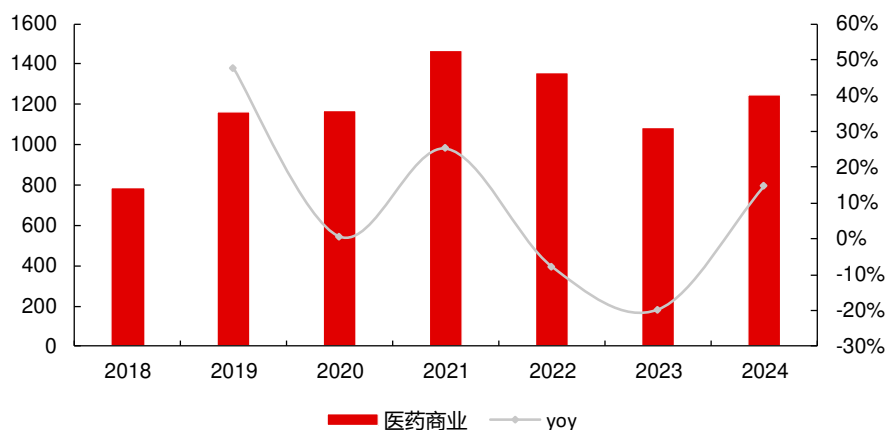
## 医药商业：顺应趋势，优化结构，提升经营质量

**零售业务线上线下全面布局，流通业务深耕湖北市场。**医药商业包括医药零售和医药物流两大业务，2024 年医药商业主营业务收入 12.49 亿元，同比增长 14.81%。药品零售积极调整线上业务结构，促进业务规模、净利润同比增长。医药物流优化供应结构，拓展工业企业资源，强化与商业公司合作，提升连锁终端配送能力，2024 年医药物流经营业绩逐步企稳，销售规模同比增长，实现扭亏为盈。

**1) 医药零售：**公司医药零售主要由旗下子公司马应龙大药房运营，实行以会员管理为中心的健康家运营模式，以线下零售药房为依托，以线上业务创新发展为平台，始终致力于健康产业的发展，做大众身边的专业健康管理专家。以“安全、专业、实惠、便利”为核心价值主张，以品牌提升价值，以服务赢得竞争，凭借优质的商品和良好的服务在广大消费者中形成了“买品牌药到马应龙”的口碑。马应龙大药房荣获 2023-2024 年度中国药店价值榜百强企业等。

**2) 医药物流：**医药物流主要从事药品批发、医疗器械经营、药品互联网信息服务等，经营业务主要包括自营业务、分销业务、委托储存配送业务等。自营业务以承接公司体系内部分产品销售以及开展贴牌代理为主，分销业务主要为线下聚焦重点连锁配送、线上聚焦核心 C 端配送，委托储存配送业务按药品第三方物流管理规范为委托方提供药品存储、运输等服务。

图 27：2018-2024 年公司医药商业收入规模及增速，百万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 风险提示

- 核心产品放量不及预期的风险。**痔疮业务渠道库存调整，如果终端动销情况不及预期或渠道管控不及预期，产品销售收入可能不及预期；另外，大健康业务需要拓展新的销售渠道，存在放量不及预期的风险。
- 原材料成本上涨的风险。**马应龙八宝名方等产品成分含有麝香、牛黄、冰片等中药材，若未来受到自然灾害或极端天气影响，中药材价格上涨，可能面临成本上涨的风险。
- 行业竞争加剧的风险。**公司痔疮类核心产品发明专利于 2022 年 10 月到期；八宝眼膏发明专利于 2023 年 9 月到期；虽然公司对其外围专利进行保护且中药仿制难度大，但痔疮行业仍有进入者增加、竞争加剧的风险。
- 行业政策变动风险。**公司所处医药行业受国家政策影响较大，新法规出台或新政策变化可能对公司经营造成影响。
- 盈利预测不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。如果大健康业务放量不达预期，可能影响公司未来业绩增速。

如若公司核心产品痔疮膏、痔疮栓销售不及预期，以及/或者大健康业务开拓不及预期，则公司营收与利润可能会受到影响。悲观情况下，我们预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 41.79 亿元、46.00 亿元，归母净利润分别为 5.89 亿元、6.36 亿元。

表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测

	基准情形下			悲观情形下		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入/亿元	37.28	42.67	47.96	37.28	41.79	46.00
营业收入同比增速	19%	14%	12%	19%	12%	10%
归母净利润/亿元	5.28	6.37	7.29	5.28	5.89	6.36
归母净利润同比增速	19%	21%	14%	19%	11%	8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>3728</b>	<b>4267</b>	<b>4796</b>	<b>5389</b>	货币资金	3015	3098	3456	3879
营业成本	1992	2310	2546	2862	交易性金融资产	142	192	242	292
<b>毛利</b>	<b>1736</b>	<b>1957</b>	<b>2250</b>	<b>2527</b>	应收账款	260	311	353	388
%营业收入	47%	46%	47%	47%	存货	278	350	374	418
营业税金及附加	26	32	36	39	预付账款	39	63	65	69
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	241	245	260	307
销售费用	937	1024	1175	1293	<b>流动资产合计</b>	<b>3975</b>	<b>4259</b>	<b>4750</b>	<b>5354</b>
%营业收入	25%	24%	25%	24%	长期股权投资	134	125	123	119
管理费用	114	128	144	162	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	313	293	267	247
研发费用	67	75	86	97	无形资产	93	104	120	127
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	25	25	25	25
财务费用	-58	0	0	0	递延所得税资产	51	55	55	55
%营业收入	-2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	592	949	1061	1167
加：资产减值损失	-10	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>5182</b>	<b>5810</b>	<b>6402</b>	<b>7094</b>
信用减值损失	-7	0	0	0	短期贷款	32	182	332	482
公允价值变动收益	-7	0	0	0	应付款项	196	222	263	284
投资收益	14	43	48	54	预收账款	2	1	1	2
<b>营业利润</b>	<b>667</b>	<b>769</b>	<b>890</b>	<b>1027</b>	应付职工薪酬	35	35	39	46
%营业收入	18%	18%	19%	19%	应交税费	86	141	139	153
营业外收支	-9	-6	-9	-8	其他流动负债	454	528	549	612
<b>利润总额</b>	<b>658</b>	<b>764</b>	<b>881</b>	<b>1019</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>804</b>	<b>1109</b>	<b>1322</b>	<b>1578</b>
%营业收入	18%	18%	18%	19%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	109	114	133	159	应付债券	0	0	0	0
净利润	548	650	748	860	递延所得税负债	23	22	22	22
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>528</b>	<b>637</b>	<b>729</b>	<b>837</b>	其他非流动负债	153	150	150	150
少数股东损益	20	12	19	23	<b>负债合计</b>	<b>981</b>	<b>1282</b>	<b>1495</b>	<b>1750</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.23</b>	<b>1.48</b>	<b>1.69</b>	<b>1.94</b>	归属于母公司所有者权益	4066	4381	4741	5154
					少数股东权益	135	148	166	190
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>4201</b>	<b>4528</b>	<b>4907</b>	<b>5344</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>5182</b>	<b>5810</b>	<b>6402</b>	<b>7094</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>498</b>	<b>723</b>	<b>797</b>	<b>901</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	0	43	48	54		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	1	8	3	4	每股收益	1.23	1.48	1.69	1.94
资本性支出	-203	-209	-218	-212	每股经营现金流	1.15	1.68	1.85	2.09
其他	-62	-304	-52	-50	市盈率	21.23	19.20	16.78	14.61
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-264</b>	<b>-461</b>	<b>-219</b>	<b>-204</b>	市净率	2.77	2.79	2.58	2.37
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.21	10.90	9.40	7.99
股权融资	0	0	0	0	总资产收益率	11.0%	11.8%	12.2%	12.8%
银行贷款增加 (减少)	45	150	150	150	净资产收益率	13.0%	14.5%	15.4%	16.2%
筹资成本	-187	-322	-369	-424	净利率	14.2%	14.9%	15.2%	15.5%
其他	-133	-6	0	0	资产负债率	18.9%	22.1%	23.4%	24.7%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-275</b>	<b>-179</b>	<b>-219</b>	<b>-274</b>	总资产周转率	0.74	0.78	0.79	0.80
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-41</b>	<b>83</b>	<b>358</b>	<b>423</b>					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期  
36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。