

2025 年 09 月 03 日

马应龙(600993.SH)

投资评级：买入（维持）

——25H1 治痔产品稳健增长，大健康业务打造新增长极

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

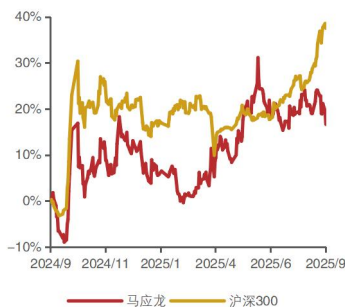
孙洁玲

SAC: S1350524120004

sunjieling@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 02 日

收盘价(元)	26.98
一年内最高/最低(元)	31.46/21.33
总市值(百万元)	11,629.83
流通市值(百万元)	11,609.68
总股本(百万股)	431.05
资产负债率(%)	24.19
每股净资产(元/股)	9.61

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营业收入 19.49 亿元，同比增长 1.11%；归母净利润 3.43 亿元，同比增长 10.04%；扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 4.24%。25Q2 实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 0.74%；归母净利润 1.39 亿元，同比增长 22.23%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比增长 9.65%。
- **二季度业绩增长亮眼，经营现金流优异。**分板块来看，25H1，医药工业实现营收 12.18 亿元（同比+4.98%），医药商业实现营收 5.97 亿元（同比-13.67%），医疗服务实现营收 2.08 亿元（同比+15.63%）。期间费用率略有提升，25H1 期间费用率 27.69%（yoy+0.73pct），其中销售费用率 23.38%（yoy-0.02 pct），管理费用率 3.41%（yoy+0.10 pct），财务费用率-1.01%（yoy+0.51pct），研发费用率 1.91%（yoy+0.14pct）。经营现金流显著增长，25H1 公司经营现金流量净额为 3.11 亿元（同比+37.94%）。
- **治痔产品保持稳健增长，品牌与渠道建设持续优化。**25H1 母公司实现营收 10.46 亿元（同比+4.51%），其中治痔药品营收同比增长超 7%，延续稳健增长态势。我们预计治痔药品有望持续稳健增长，基于：1）**经销体系持续完善**，公司不断优化特约经销商结构，扩大特约品规范围，渠道协同效率持续提升；2）**品牌营销发力**，持续加强院外市场资源投入，通过开展健康厕所中国行、健康特惠节等系列营销推广活动，上半年零售终端品种产出同比增长明显；受政策影响，医院市场终端产出略有下滑；3）**研发管线突破**，中药一类新药虎麝止痛止血膏（暂定）目前已启动临床，相关病例已入组，有望进一步巩固公司在肛肠治疗领域的优势地位。
- **大健康业务快速增长，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、眼美康、皮肤健康领域加大产品开发引进及市场拓展，现已拥有大健康产品 200 余个，25H1 大健康业务多点开花：1）通过配方升级和铺设数百台取纸设备等措施，卫生湿巾收入规模快速增长；2）以眼部为主导的美妆业务营收同比增长明显；3）新品开发成效显著，25H1 共计开发新品 17 款，升级产品 16 款，具有自主知识产权的功能性即益生菌粉实现上市并销售，同时，肠道微生态、肛周微生态课题项目持续落地。我们预计在卫生湿巾、八宝眼霜系列等核心品类的拉动下，大健康业务有望实现营收与利润快速增长，加速成长为公司新增长级。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.35/7.35/8.52 亿元（同比增长 20%/16%/16%），当前股价对应 PE 分别为 18X、16X、14X。基于公司是国内肛肠健康领域品牌龙头，医药工业基本盘持续稳健增长，叠加大健康产业加速成长，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新产品放量不及预期的风险，行业竞争加剧风险，原材料成本上涨风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,137	3,728	4,035	4,632	5,324
同比增长率（%）	-11.20%	18.85%	8.24%	14.79%	14.96%
归母净利润（百万元）	443	528	635	735	852
同比增长率（%）	-7.38%	19.14%	20.15%	15.79%	15.92%
每股收益（元/股）	1.03	1.23	1.47	1.70	1.98
ROE（%）	11.86%	12.99%	14.28%	15.05%	15.80%
市盈率（P/E）	26.24	22.02	18.33	15.83	13.66

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,015	3,286	3,755	4,296	营业收入	3,728	4,035	4,632	5,324
应收票据及账款	457	464	533	613	营业成本	1,992	1,985	2,245	2,551
预付账款	39	63	72	83	税金及附加	26	30	34	39
其他应收款	10	29	33	38	销售费用	937	1,138	1,311	1,517
存货	278	301	340	387	管理费用	114	124	156	179
其他流动资产	176	247	263	281	研发费用	67	77	83	96
流动资产总计	3,975	4,391	4,996	5,697	财务费用	-58	-42	-48	-55
长期股权投资	134	137	140	143	资产减值损失	-10	-11	-12	-14
固定资产	413	416	423	423	信用减值损失	-7	-12	-14	-16
在建工程	358	308	248	189	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	93	108	130	150	投资收益	14	48	48	48
长期待摊费用	6	8	5	5	公允价值变动损益	-7	10	10	10
其他非流动资产	203	195	177	159	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,207	1,172	1,123	1,069	其他收益	28	22	22	22
资产总计	5,182	5,563	6,120	6,766	营业利润	667	782	904	1,047
短期借款	32	33	34	35	营业外收入	0	2	2	2
应付票据及账款	338	310	351	398	营业外支出	9	8	8	8
其他流动负债	435	450	512	585	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	804	793	897	1,018	利润总额	658	776	898	1,041
长期借款	76	77	78	79	所得税	109	129	149	173
其他非流动负债	100	100	100	100	净利润	548	647	749	868
非流动负债合计	176	177	178	179	少数股东损益	20	12	14	17
负债合计	981	970	1,075	1,197	归属母公司股东净利润	528	635	735	852
股本	431	431	431	431	EPS(元)	1.23	1.47	1.70	1.98
资本公积	24	24	24	24	主要财务比率				
留存收益	3,611	3,990	4,428	4,936	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	4,066	4,444	4,883	5,391	成长能力				
少数股东权益	135	148	162	179	营收增长率	18.85%	8.24%	14.79%	14.96%
股东权益合计	4,201	4,592	5,045	5,570	营业利润增长率	24.26%	17.22%	15.67%	15.81%
负债和股东权益合计	5,182	5,563	6,120	6,766	归母净利润增长率	19.14%	20.15%	15.79%	15.92%
现金流量表 (百万元)					经营现金流增长率	-17.62%	-1.53%	47.39%	15.51%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	548	584	687	806	毛利率	46.55%	50.80%	51.52%	52.09%
折旧与摊销	87	88	102	107	净利率	14.71%	16.03%	16.17%	16.31%
财务费用	-58	-42	-48	-55	ROE	12.99%	14.28%	15.05%	15.80%
投资损失	-14	-48	-48	-48	ROA	10.19%	11.41%	12.01%	12.59%
营运资金变动	-141	-157	-35	-40	估值倍数				
其他经营现金流	75	64	64	64	P/E	22.02	18.33	15.83	13.66
经营性现金净流量	498	490	722	834	P/S	3.12	2.88	2.51	2.18
投资性现金净流量	-264	-7	-7	-7	P/B	2.86	2.62	2.38	2.16
筹资性现金净流量	-275	-212	-247	-287	股息率	2.30%	2.20%	2.55%	2.95%
现金流量净额	-41	271	468	541	EV/EBITDA	13	11	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。