

公司研究 | 点评报告 | 马应龙 (600993.SH)

利润超预期，大健康增速明显

报告要点

2025年8月28日，公司发布2025年半年度报告。2025年上半年实现营业收入19.49亿元，同比增长1.11%；实现归母净利润3.43亿元，同比增长10.04%；实现扣非归母净利润3.22亿元，同比增长4.24%。2025年第二季度，公司实现营业收入9.80亿元，同比增长0.74%；实现归母净利润1.40亿元，同比增长22.24%；实现扣非归母净利润1.27亿元，同比增长9.65%。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

马应龙 (600993.SH)

2025-09-09

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

利润超预期，大健康增速明显

事件描述

2025年8月28日，公司发布2025年半年度报告。2025年上半年实现营业收入19.49亿元，同比增长1.11%；实现归母净利润3.43亿元，同比增长10.04%；实现扣非归母净利润3.22亿元，同比增长4.24%。2025年第二季度，公司实现营业收入9.80亿元，同比增长0.74%；实现归母净利润1.40亿元，同比增长22.24%；实现扣非归母净利润1.27亿元，同比增长9.65%。

事件评论

- **面临医药行业整体经营承压，公司业绩稳健发展。**按行业来看，2025上半年医药工业收入12.18亿元，同比增长4.98%，毛利率72.98%，同比增加1.90pct；医药商业收入5.97亿元，同比下降13.67%，毛利率9.98%，同比下降4.29pct；医院诊疗收入2.08亿元，同比增长15.63%，毛利率14.51%，同比下降0.32pct。2025年上半年受药店结构优化影响，医药商业营收同比下滑，盈利持续改善。
- **管理、研发费用加大，盈利能力改善。**2025年上半年公司毛利率49.58%（同比+1.23pct），归母净利率17.61%（同比+1.43pct）。2025H1公司销售费用4.56亿元（同比+1.04%），销售费率23.38%（同比-0.02pct）；管理费用0.66亿元（同比+4.10%），管理费率3.41%（同比+0.10pct）；研发费用0.37亿元（同比+9.35%），研发费率1.91%（同比+0.14pct）。
- **持续提升药品经营能力，积极培育增长新动能。**（1）公司零售终端聚焦重点连锁、重点品种持续加强资源投入，组织开展系列营销推广活动，2025H1终端品种产出同比增长明显，母公司营收同比增长4.51%，其中治痔药品营收同比增长超7%；依托肛肠细分市场优势地位，公司由肛肠药品向肛肠健康领域延伸，上半年陆续新增上市数款新品，升级湿巾配方，加大终端市场拓展力度，卫生湿巾系列业务规模快速增长。同时，具有自主知识产权的功能性益生菌上半年实现上市、启动试销。（2）公司持续加强独家眼部药品八宝眼膏的学科建设及循证拓展，玻璃酸钠滴眼液（单剂量）获得药品注册证书、正有序推进生产上市；独家皮肤药品龙珠软膏凭借中华中医药学会临床应用专家共识的专业背书，加大终端动销力度，并持续推进龙珠软膏其他适应症的循证医学研究；以药品为基，向眼部美妆、保健及皮肤护理延展，已构建形成“眼霜+眼部精华+眼贴膜+眼部精油”眼科品类结构，2025年上半年美妆八宝业务规模同比增长明显。
- **盈利预测：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为6.37亿元、7.29亿元及8.37亿元，对应EPS分别为1.48元、1.69元及1.94元，维持“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。

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)	26.96
总股本(万股)	43,105
流通A股/B股(万股)	43,031/0
每股净资产(元)	9.61
近12月最高/最低价(元)	31.46/21.33

注：股价为2025年9月5日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《百年肛肠品牌老字号，大健康焕发第二春》
2025-07-18

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、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。
- 2、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。
- 3、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。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)	2024A				2025E				2026E				2027E			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3728	4267	4796	5389	货币资金	3015	2962	3320	3743							
营业成本	1992	2310	2546	2862	交易性金融资产	142	192	242	292							
毛利	1736	1957	2250	2527	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	流动资产合计	3975	4123	4614	5218							
%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	59	59	59							
%营业收入	-2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	592	1070	1183	1289							
加: 资产减值损失	-10	0	0	0	资产总计	5182	5799	6391	7083							
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							
营业利润	667	769	890	1027	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	527	548	611							
利润总额	658	764	881	1019	流动负债合计	804	1108	1321	1577							
%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	21	21	21							
归属于母公司所有者的净利润	528	637	729	837	其他非流动负债	153	142	142	142							
少数股东损益	20	12	19	23	负债合计	981	1271	1484	1740							
EPS (元)	1.23	1.48	1.69	1.94	归属于母公司所有者权益	4066	4380	4740	5154							
					少数股东权益	135	148	166	190							
现金流量表 (百万元)					股东权益	4201	4528	4907	5344							
					负债及股东权益	5182	5799	6391	7083							
经营活动现金流净额	498	718	797	901	基本指标											
取得投资收益收回现金	0	43	48	54												
长期股权投资	1	8	3	4	2024A	2025E	2026E	2027E								
资本性支出	-203	-206	-218	-212	每股收益	1.23	1.48	1.69	1.94							
其他	-62	-428	-52	-50	每股经营现金流	1.15	1.67	1.85	2.09							
投资活动现金流净额	-264	-583	-219	-204	市盈率	21.23	18.24	15.94	13.88							
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.77	2.65	2.45	2.25							
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.21	10.36	8.92	7.56							
银行贷款增加 (减少)	45	150	150	150	总资产收益率	11.0%	11.8%	12.3%	12.8%							
筹资成本	-187	-322	-369	-424	净资产收益率	13.0%	14.5%	15.4%	16.2%							
其他	-133	-16	0	0	净利率	14.2%	14.9%	15.2%	15.5%							
筹资活动现金流净额	-275	-188	-219	-274	资产负债率	18.9%	21.9%	23.2%	24.6%							
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-41	-53	358	423	总资产周转率	0.74	0.78	0.79	0.80							

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。