

马应龙 (600993.SH)

增持 (维持)

治痔类产品稳健增长，盈利能力提升

2025 年上半年，公司实现营业收入 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%。其中，2025Q2 实现营业收入 9.80 亿元，同比增长 0.74%；归母净利润 1.40 亿元，同比增长 22.24%，扣非归母净利润 1.27 亿元，同比增长 9.65%。

□ 盈利能力进一步提升，现金流状况良好。2025 年上半年，公司实现整体毛利率 49.58%，同比上升 1.23pct；销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 23.38%/3.41%/1.91%，同比-0.02/+0.10/+0.14pct，实现净利率 18.34%，同比上升 1.55pct，上半年公司经营净现金流达 3.11 亿元，同比显著增长 37.94%，收现比达 0.94，现金回款效率稳健。

□ 治痔药引领增长，新兴业务蓄势待发。2025 年上半年，母公司整体营收增长达 4.51%。分产品来看，治痔药品营收同比增长超 7%，成为增长驱动核心业务；卫生湿巾系列通过配方升级与新品上市，实现业务规模快速增长；以眼健康为主导的美妆业务营收同比呈现显著增长态势。新兴业务方面，功能性即食益生菌粉完成上市并启动试销，肠道及肛周微生态课题项目加速转化落地，形成新增长储备。

□ 强化研发创新，持续丰富产品结构。在新药研发方面，中药一类创新药虎麝止血止痛膏已启动临床，相关病例已入组；用于便秘治疗的化药一类创新药 MC-001 持续优化先导化合物，眼科类用药玻璃酸钠滴眼液（单剂量）获得药品注册证书，有序推进生产上市。在大健康产品开发引进方面，2025 年上半年公司共计开发新品 17 款，升级产品 16 款，产品类型涵盖特妆、医疗器械等，其中一款特妆产品取得首个儿童特妆注册证。

□ 维持“增持”投资评级。我们看好公司的品牌优势，以及聚焦肛肠专科的产品和疗效壁垒，核心产品有望继续保持量价齐升趋势，同步拓展健康品业务带来新增量，预计 2025-2027 年将实现归母净利润 6.17/7.31/8.38 亿元，同比增长 16.9%/18.4%/14.6%；对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：行业政策风险、研发风险、原材料价格波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3137	3728	4099	4491	4891
同比增长	-11%	19%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	537	667	772	913	1046
同比增长	-3%	24%	16%	18%	15%
归母净利润(百万元)	443	528	617	731	838
同比增长	-7%	19%	17%	18%	15%
每股收益(元)	1.03	1.23	1.43	1.70	1.94
PE	26.3	22.0	18.8	15.9	13.9
PB	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值：NA

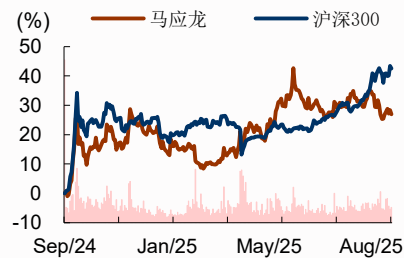
当前股价：27.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	431
已上市流通股 (百万股)	430
总市值 (十亿元)	11.6
流通市值 (十亿元)	11.6
每股净资产 (MRQ)	9.6
ROE (TTM)	13.5
资产负债率	24.2%
主要股东 中国宝安集团股份有限公司	
主要股东持股比例	29.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	15	21
相对表现	-13	-0	-22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《马应龙 (600993) 一聚焦肛肠专科，成就细分领域龙头》2025-05-21

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3772	3975	4295	4799	5384
现金	2988	3015	3200	3575	4026
交易性投资	63	142	200	250	300
应收票据	34	28	41	45	49
应收款项	246	260	307	337	367
其它应收款	25	10	20	22	24
存货	273	278	309	333	360
其他	141	242	217	237	258
非流动资产	1058	1207	1224	1230	1237
长期股权投资	135	134	134	134	134
固定资产	303	313	320	327	333
无形资产商誉	187	225	203	183	164
其他	432	535	568	587	606
资产总计	4830	5182	5520	6029	6620
流动负债	681	804	765	816	894
短期借款	46	32	62	45	50
应付账款	290	338	352	379	409
预收账款	92	89	102	110	119
其他	254	346	248	282	316
长期负债	279	176	181	190	200
长期借款	100	0	0	0	0
其他	179	176	181	190	200
负债合计	960	981	946	1006	1094
股本	431	431	431	431	431
资本公积金	52	24	24	24	24
留存收益	3255	3611	3962	4384	4857
少数股东权益	132	135	158	184	215
归属于母公司所有者权益	3738	4066	4416	4839	5311
负债及权益合计	4830	5182	5520	6029	6620

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	604	498	587	686	770
净利润	452	548	640	758	869
折旧摊销	59	57	66	64	63
财务费用	17	7	(26)	(32)	(37)
投资收益	(94)	(21)	(70)	(93)	(115)
营运资金变动	168	(88)	(21)	(10)	(10)
其它	2	(6)	(2)	(1)	0
投资活动现金流	448	(264)	(67)	(22)	0
资本支出	(248)	(204)	(50)	(50)	(50)
其他投资	697	(60)	(17)	28	50
筹资活动现金流	(579)	(275)	(335)	(289)	(319)
借款变动	(395)	(135)	(96)	(17)	5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(49)	(28)	0	0	0
股利分配	(151)	(172)	(267)	(309)	(366)
其他	16	60	28	37	42
现金净增加额	473	(41)	185	375	451

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3137	3728	4099	4491	4891
营业成本	1822	1992	2131	2299	2480
营业税金及附加	24	26	29	32	34
营业费用	715	937	1017	1109	1198
管理费用	110	114	143	148	157
研发费用	69	67	82	94	108
财务费用	(44)	(58)	(26)	(32)	(37)
资产减值损失	(20)	(17)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	6	(7)	5	10	15
其他收益	20	28	35	43	50
投资收益	91	14	30	40	50
营业利润	537	667	772	913	1046
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	12	9	8	9	10
利润总额	525	658	764	904	1036
所得税	73	109	125	147	167
少数股东损益	9	20	22	27	30
归属于母公司净利润	443	528	617	731	838

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-11%	19%	10%	10%	9%
营业利润	-3%	24%	16%	18%	15%
归母净利润	-7%	19%	17%	18%	15%
获利能力					
毛利率	41.9%	46.6%	48.0%	48.8%	49.3%
净利率	14.1%	14.2%	15.1%	16.3%	17.1%
ROE	12.3%	13.5%	14.6%	15.8%	16.5%
ROIC	10.0%	12.0%	13.8%	15.1%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	19.9%	18.9%	17.1%	16.7%	16.5%
净负债比率	3.7%	3.0%	1.1%	0.7%	0.8%
流动比率	5.5	4.9	5.6	5.9	6.0
速动比率	5.1	4.6	5.2	5.5	5.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	6.0	7.2	7.3	7.2	7.2
应收账款周转率	10.5	13.1	12.9	12.3	12.3
应付账款周转率	6.3	6.4	6.2	6.3	6.3
每股资料(元)					
EPS	1.03	1.23	1.43	1.70	1.94
每股经营净现金	1.40	1.15	1.36	1.59	1.79
每股净资产	8.67	9.43	10.25	11.23	12.32
每股股利	0.40	0.62	0.72	0.85	0.97
估值比率					
PE	26.3	22.0	18.8	15.9	13.9
PB	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	17.9	14.7	11.7	10.1	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。