

# 马应龙 (600993.SH)

买入 (维持评级)

## 2025 年年报及 2026Q1 季报业绩点评：业绩稳健增长，大健康布局表现亮眼

### 投资要点：

➤ 事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。

2025 年全年公司实现营收 38.67 亿元 (同比+3.72%)，归母净利润 5.81 亿元 (同比+10.11%)，扣非净利 5.64 亿元 (同比+10.35%)；实现毛利率 49.19% (同比+2.64pct)，净利率 15.67% (同比+0.96pct)。

2026Q1 公司实现营收 10.12 亿元 (同比+4.46%)，归母净利润 2.13 亿元 (同比+4.43%)，扣非净利 2.03 亿元 (同比+4.14%)；实现毛利率 48.20% (同比-1.69pct)，净利率 21.66% (同比-0.01pct)。

➤ 多渠道协同下治痔类主业维持稳健增长，研发创新有望加强产品序列。

2025 年，渠道端实现多维度协同发展，优化特约合作体系，深耕连锁零售终端、举办健康公益活动，带动核心终端产出同比增长超 20%；院内市场受行业调整略有承压；积极布局医药电商，线上业务增速超 25%。受益于主业稳健发展，公司治痔药品为主的母公司 2025 年营收、净利润分别同比增长 8.44%、14.77%。

公司持续巩固并深化肛肠领域核心竞争优势。研发层面以创新为核心筑牢壁垒，聚焦肛肠创新药物、肠道与肛周微生态赛道加快布局：1 类创新药虎麝止血止痛膏完成二期临床并筹备三期，便秘化药新药进入临床前开发；完善肠菌移植操作规范并落地应用，自研菌株拿下多项发明专利，同步推出益生菌粉等新品；同时完成肛周护理湿巾配方工艺升级，新增核心原料，强化产品竞争力。

➤ 大健康多点开花，新增长曲线潜力充足。

公司围绕肛肠、眼科、皮肤健康领域深化布局：2025 年公司肛肠健康卫生湿巾规模增速超 70%；眼美康业务整体增速超 30%，眼袋型眼霜规模超 8000 万元，眼纹型、重组胶原蛋白眼霜规模超 5000 万元；皮肤药品营收同比增 17.65%，龙珠软膏痤疮治疗临床成果发布。公司持续强化大健康统筹运营，年内完成 24 项健康产品开发，整体毛利率提升 7 个百分点，大健康业务营收、净利润分别同比增长 30%、25%。

➤ 盈利预测与投资建议

参考 25 年业绩情况及当前大环境，我们下调了盈利预测，预计公司整体维持稳健增长，预测 2026/2027/2028 年公司营收分别为 42.6/46.9/51.2 亿元 (前值为 47.3/52.7/-)；净利润分别为 7.1/8.0/8.8 亿元 (前值为 7.6/8.4/-)，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险；行业竞争加剧风险；产品价格波动风险；成本上涨风险。

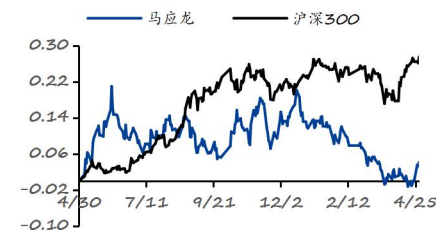
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,728	3,867	4,258	4,692	5,123
增长率	19%	4%	10%	10%	9%
净利润 (百万元)	528	581	708	795	883
增长率	19%	10%	22%	12%	11%
EPS (元/股)	1.23	1.35	1.64	1.85	2.05
市盈率 (P/E)	21.3	19.4	15.9	14.2	12.8
市净率 (P/B)	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2026-04-29
收盘价:	26.11 元
总股本/流通股本(百万股)	431.05/430.31
流通 A 股市值(百万元)	11,235.32
每股净资产(元)	10.65
资产负债率(%)	16.07
一年内最高/最低价(元)	31.46/24.61

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师：贺鑫(S0210526040003)  
31044@hfzq.com.cn  
分析师：张俊(S0210524040002)  
zj30486@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、2025 年一季度业绩点评：营收利润同比双增，盈利能力持续提升——2025.04.30
- 2、2024 年年报业绩点评：药线渠道调整见成效，大健康领域持续拓展——2025.04.08
- 3、马应龙三季报点评：治痔类产品为基，三季度业绩稳健增长——2024.11.04

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,088	3,201	3,582	3,668	营业收入	3,867	4,258	4,692	5,123
应收票据及账款	401	440	478	527	营业成本	1,965	2,102	2,276	2,450
预付账款	58	55	57	66	税金及附加	32	33	36	40
存货	321	317	344	380	销售费用	1,015	1,133	1,253	1,373
合同资产	0	0	0	0	管理费用	132	142	154	171
其他流动资产	940	1,000	1,042	1,091	研发费用	78	85	94	108
流动资产合计	3,807	5,012	5,502	5,731	财务费用	-33	-51	-58	-58
长期股权投资	135	135	135	135	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
固定资产	628	602	585	575	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
在建工程	15	15	15	15	公允价值变动收益	-6	-2	-5	-4
无形资产	114	139	153	170	投资收益	30	45	29	35
商誉	23	23	23	23	其他收益	25	25	25	25
其他非流动资产	713	714	713	714	<b>营业利润</b>	<b>720</b>	<b>875</b>	<b>981</b>	<b>1,087</b>
非流动资产合计	1,629	1,628	1,623	1,631	营业外收入	0	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>5,436</b>	<b>6,640</b>	<b>7,125</b>	<b>7,362</b>	营业外支出	11	11	11	11
短期借款	11	744	592	132	<b>利润总额</b>	<b>709</b>	<b>864</b>	<b>970</b>	<b>1,076</b>
应付票据及账款	318	331	369	399	所得税	103	126	141	157
预收款项	2	1	1	2	<b>净利润</b>	<b>606</b>	<b>738</b>	<b>828</b>	<b>919</b>
合同负债	98	114	123	130	少数股东损益	24	30	33	37
其他应付款	106	106	106	106	<b>归属母公司净利润</b>	<b>581</b>	<b>708</b>	<b>795</b>	<b>883</b>
其他流动负债	233	240	248	260	EPS (按最新股本摊薄)	1.35	1.64	1.85	2.05
流动负债合计	768	1,536	1,439	1,029					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	154	154	154	154					
非流动负债合计	154	154	154	154					
<b>负债合计</b>	<b>921</b>	<b>1,689</b>	<b>1,593</b>	<b>1,182</b>					
归属母公司所有者权益	4,380	4,786	5,335	5,945					
少数股东权益	135	165	198	234					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,515</b>	<b>4,951</b>	<b>5,532</b>	<b>6,180</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,436</b>	<b>6,640</b>	<b>7,125</b>	<b>7,362</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>600</b>	<b>673</b>	<b>777</b>	<b>822</b>
现金收益	644	772	855	946
存货影响	-43	4	-27	-36
经营性应收影响	-129	-33	-37	-54
经营性应付影响	18	12	38	31
其他影响	110	-83	-52	-64
<b>投资活动现金流</b>	<b>-862</b>	<b>-42</b>	<b>-56</b>	<b>-62</b>
资本支出	-65	-84	-81	-91
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-795	42	25	30
<b>融资活动现金流</b>	<b>-481</b>	<b>482</b>	<b>-340</b>	<b>-674</b>
借款增加	-129	733	-151	-460
股利及利息支付	-289	-188	-221	-205
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-63	-63	31	-9

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	3.7%	10.1%	10.2%	9.2%
EBIT 增长率	12.6%	20.2%	12.2%	11.7%
归母公司净利润增长率	10.1%	21.8%	12.3%	11.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	49.2%	50.6%	51.5%	52.2%
净利率	15.7%	17.3%	17.7%	17.9%
ROE	12.9%	14.3%	14.4%	14.3%
ROIC	20.6%	18.3%	18.7%	20.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.0%	25.4%	22.4%	16.1%
流动比率	5.0	3.3	3.8	5.6
速动比率	4.5	3.1	3.6	5.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	26	26	25	26
存货周转天数	55	55	52	53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.35	1.64	1.85	2.05
每股经营现金流	1.39	1.56	1.80	1.91
每股净资产	10.16	11.10	12.38	13.79
<b>估值比率</b>				
P/E	19	16	14	13
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	7	6	5	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn