

马应龙 (600993.SH)

买入(首次评级)

肛肠品牌老字号，打造“医+药+养”结合新模式

当前价格：22.57元
目标价格：29.43元

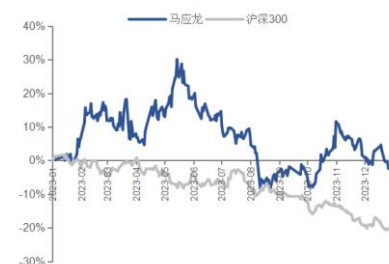
投资要点：

- 医药工业：深耕厚植治痔类产品，品牌力居首：**1.马应龙以麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消片、地奥司明片和金玄痔科熏洗散为代表的治疗系列药品销售额持续增长，保持市场领先地位。2.内服+外用多维布局，多种规格产品为不同渠道和患者提供多样化选择。3.痔疮膏/栓与同类产品相比价格优势显著，具备提价空间和潜力。4.眼科产品马应龙八宝眼膏和皮肤科产品龙珠软膏等特色产品，以及“械食卫妆消”大健康产业，有望成为业绩增长新驱动力。
- 医疗服务：医院+诊疗+平台，打造肛肠健康生态圈：**1.马应龙肛肠连锁医院规模全国领先，地域覆盖武汉、北京、西安、大同等地，拥有床位800多张。专家团队经验丰富，打造诊疗和科研专业化医院。2.与医疗机构共建肛肠诊疗中心，截至2023年中报公司已签约72家诊疗中心，优势互补探索综合服务的新合作模式。3.打造移动健康云平台“小马医疗”，不断扩大公司影响力。2023年H1，医疗服务收入为1.41亿元，同比增长64.41%，看好后续发展态势。
- 医药商业：品牌厂家、医药物流与连锁药店“三位一体”：**公司医药零售以线下零售药房为依托，以线上业务创新发展为平台协同发展；医药物流深耕湖北辐射全国，构建医药物流配送网。
- 盈利预测与投资建议：**我们预测2023/2024/2025年公司营收分别为32.37/38.78/43.23亿元，增速为-8%/20%/11%。2023/2024/2025年公司归母净利润分别为5.07/6.14/6.64亿元，增速为6%/21%/8%。我们看好马应龙治痔类产品的品牌力以及“医+药+养”全产业链的发展潜力，给予公司2023年25倍PE，市值为126.8亿，对应目标价格为29.43元。首次覆盖，给“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。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	431/430
总市值/流通市值 (百万元)	9729/9712
每股净资产 (元)	8.63
资产负债率 (%)	23.27
一年内最高/最低 (元)	32.2/21.23

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 盛丽华
执业证书编号：S0210523020001
邮箱：slh30021@hfzq.com.cn

研究助理 万喆瑞
邮箱：wzr30132@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	3,385	3,532	3,237	3,878	4,323
增长率	21%	4%	-8%	20%	11%
净利润 (百万元)	465	479	507	614	664
增长率	11%	3%	6%	21%	8%
EPS (元/股)	1.08	1.11	1.18	1.43	1.54
市盈率 (P/E)	20.9	20.3	19.2	15.8	14.6
市净率 (P/B)	3.1	2.8	2.5	2.3	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键变量

变量 1：医药工业：

(1) 治痔类产品：马应龙治痔类产品“内服+外用”全面布局，以麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消炎片、地奥司明片和金玄痔科熏洗散为代表的治痔系列药品连续多年市场占有率稳居第一，马应龙作为肛肠治痔领域领导品牌当仁不让。同时麝香痔疮膏、麝香痔疮栓在同类产品日使用价格较低，应用市场广泛，未来具有提价空间潜力。我们假设马应龙假设 2023-2025 年治痔类产品收入增速分别为 4%/20%/10%。

(2) 其他产品：公司医药工业除肛肠科外，依托眼科产品马应龙八宝眼膏和皮肤科产品龙珠软膏等特色产品，大力发展“械食卫妆消”大健康产业，为公司业绩增长带来了新的驱动力。因持续优化业务结构，2023 年 H1 收入有所下滑，我们假设 2023-2025 年其他产品收入增速分别-20%/10%/5%。

综上，我们预测 2023-2025 年公司医药工业板块收入增速分别为-2.77%/17.68%/8.91%，毛利率触底反弹，伴随销售规模的扩大逐年增加，分别为 65.73%/67.14%/67.56%。

变量 2：医药商业：公司医药商业包括医药零售和医药物流，医药零售线上线下双轮驱动，医药物流深耕湖北辐射全国。2023 年 H1 因持续优化业务结构，控制低毛利业务规模，医药商业营收同比下降 33.58%，我们预测 2023-2025 年公司医药商业板块收入增速分别为 -30.00%/20.00%/15.00%，毛利率分别为 9.00%/9.10%/9.20%。

我们区别于市场的观点

近年公司治痔类产品收入增速呈下滑趋势，市场存在对业绩的担忧。我们认为伴随营销体系和终端价格的优化，以麝香痔疮膏和麝香痔疮栓为代表的肛肠治痔类产品将重回快速稳定增长。

股价上涨的催化因素

马应龙麝香痔疮膏和麝香痔疮栓销售超预期，马应龙麝香痔疮膏和麝香痔疮栓提价幅度超预期。

估值与目标价格

我们预测 2023/2024/2025 年公司营收分别为 32.37/38.78/43.23 亿元，增速为 -8%/20%/11%。2023/2024/2025 年公司净利润分别为 5.07/6.14/6.64 亿元，增速为 6%/21%/8%。我们看好马应龙“医+药+养”全产业链的发展潜力，给予公司 2023 年 25 倍 PE，市值为 126.8 亿，对应目标价格为 29.43 元。首次覆盖，给“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。

正文目录

1	肛肠品牌老字号，打造“医+药+养”相结合新模式	5
1.1	四百年老字号，历久弥新	5
1.2	财务端收入端震荡调整，向好趋势不变	7
1.2.1	2023年前收入增长为主基调，2023年业务调整收入下滑	7
1.2.2	盈利能力持续增强，业务结构调整促使利率波动	8
1.2.3	加大销售费用投入，加大新品市场宣传力度	10
1.3	主要产品库存结构优化	10
2	医药工业：以肛肠为核心，眼科、皮肤等为支柱打造第二增长点	11
2.1	深耕厚植治痔类产品，品牌力多年居首	11
2.1.1	痔疮市场广阔，中成药占比较高	11
2.1.2	内服+外用多维布局，痔疮药品市占率稳居第一	13
2.2	医药工业端打造第二增长点	16
3	医疗服务：医院+诊疗+平台，打造肛肠健康生态圈	18
4	医药商业：品牌厂家、医药物流与连锁药店“三位一体”	20
5	盈利预测及投资建议	21
5.1	盈利预测	21
5.2	估值与投资建议	23
6	风险提示	23

图表目录

图表 1：马应龙发展历程	5
图表 2：马应龙股权结构（截至 2023 年三季报）	6
图表 3：公司主要产品	6
图表 4：马应龙营业收入稳中向好	8
图表 5：治痔类产品营收占比波动上涨	8
图表 6：以治痔类产品为代表的医药工业收入逐年上升，医药商业收入波动上升（亿元）	8
图表 7：归母净利润提高	9
图表 8：销售毛利率上升，销售净利率下降	9
图表 9：截至 2022 年，销售费用率波动上涨，管理费用率稳中有降	10
图表 10：主要治痔类产品库存结构优化	11
图表 11：痔疮诊疗流程	12
图表 12：2022 年中国痔疮用药分类占比	13
图表 13：2020 年中国痔疮用药市场细分药品类型占比	13
图表 14：2021 年痔疮用药市场竞争格局	13
图表 15：公司治痔类产品销售额提升	14
图表 16：2022 年治痔类产品毛利率有所回弹	14
图表 17：部分重点治痔类产品的销量提升	14
图表 18：马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓与痔疮消炎片	15
图表 19：部分重点治痔类产品	15
图表 20：龙珠软膏	16
图表 21：马应龙八宝眼膏	16
图表 22：公司皮肤类产品销售额稳定过亿	17

图表 23: 龙珠软膏销量呈波动上升	17
图表 24: 部分在研产品	17
图表 25: 公司医疗服务收入上升趋势	18
图表 26: 公司医疗服务毛利率有待提高	18
图表 27: 全国中医医院专科医院和专科肛肠医院	19
图表 28: 肛肠医院单院年均收入逐年提高	19
图表 29: 马应部分专科连锁医院	19
图表 30: 马应龙肛肠诊疗中心合作模式	20
图表 31: 2023 年马应龙肛肠诊疗中心布局图	20
图表 32: 公司医药商业收入波动上升	21
图表 33: 公司医药商业毛利率有待提高	21
图表 34: 马应龙盈利预测	22
图表 35: 可比公司估值	23
图表 36: 财务预测摘要	25

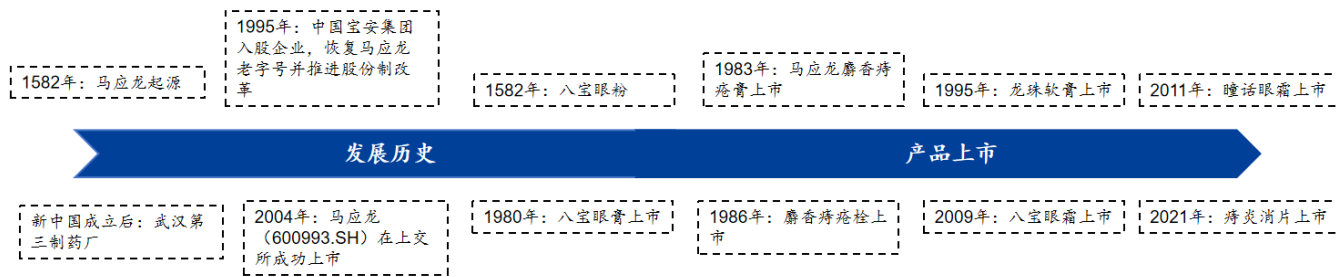
1 肛肠品牌老字号，打造“医+药+养”相结合新模式

1.1 四百年老字号，历久弥新

马应龙起源于公元 1582 年（明朝万历十年）河北定州，薪火相传四百余年。新中国成立后，马应龙更名为武汉第三制药厂。1995 年，中国宝安集团入股企业，恢复马应龙老字号并推进股份制改革，2004 年在上交所成功上市（600993.SH）。

马应龙传承 440 年“八宝名方”精髓，形成集医药工业、大健康、医疗服务、医药商业四大业务板块于一体的集团型企业，以肛肠类为核心，眼科类、皮肤类、妇科类、精神肿瘤类为支柱，多个大健康品类为延伸的“1+4+X”的产品格局。马应龙创新衍生出了八宝眼膏、马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏、八宝眼霜等多种主导产品，拥有 100 多个国药准字药品文号和 400 多个大健康产品 SKU。

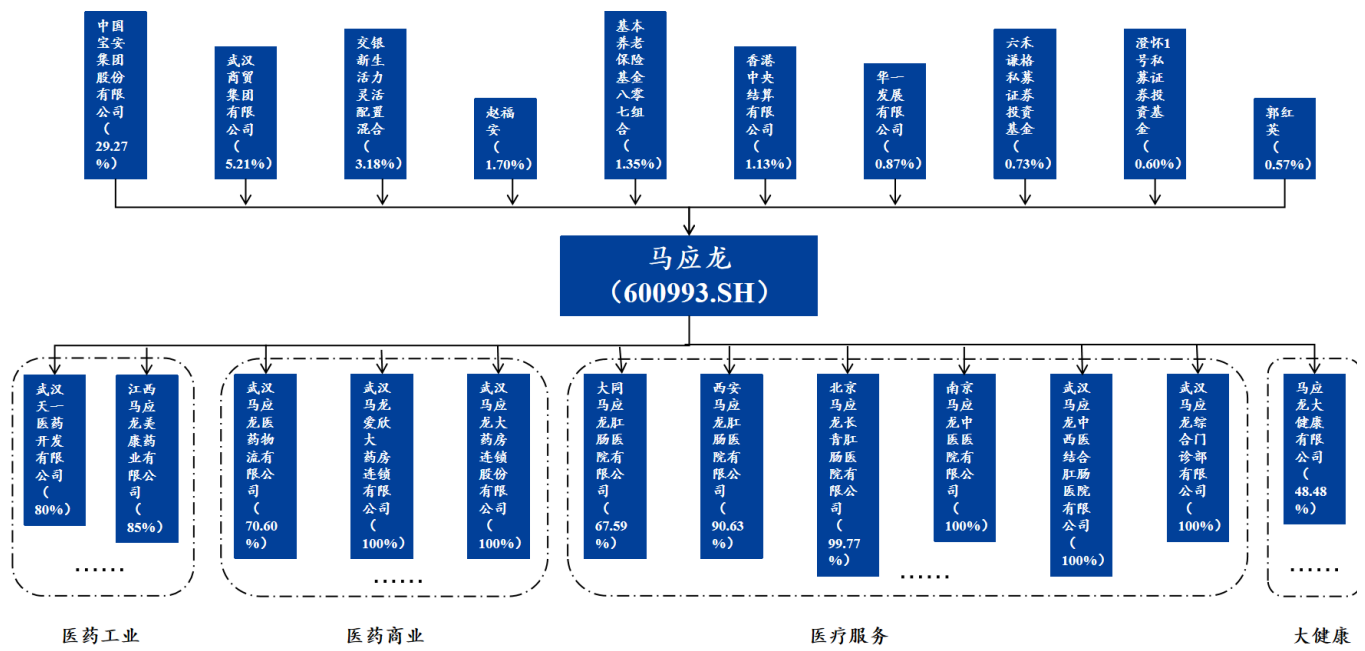
图表 1：马应龙发展历程



数据来源：公司年报，公司官网，华福证券研究所

截至 2023 年三季度，公司前 10 名股东持股合计 44.61%。其中，宝安集团为公司第一大股东，持股占比为 29.27%。医药工业领域，公司开设武汉天一医药开发有限公司应用于药品生产以及江西马应龙美康药业有限公司应用于医药制造；医药商业领域，公司医药物流主要由子公司马应龙物流开展，药品零售主要由子公司马应龙大药房开展；医疗服务领域，公司通过经营和管理的肛肠连锁医院、肛肠诊疗中心为肛肠疾病患者提供诊疗服务；大健康领域，公司设立马应龙大健康有限公司。

图表 2：马应龙股权结构（截至 2023 年三季度报）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司生产功能齐全，肛肠及下消化道类产品生产剂型范围已涵盖膏、栓、中药饮片、口服、片剂、洗剂等，生产功能超过 30 种剂型，拥有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏等独家药品超过 20 个品种，可供生产的国药准字药品超过 300 种。各类软膏年生产能力近亿支，栓剂生产能力过亿粒。

图表 3：公司主要产品

药(产)品名称	细分行业	主要治疗领域	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	发明专利起止期限	是否纳入国家基药目录	是否纳入医保目录
马应龙麝香痔疮膏	中成药	肛肠治疗	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	国家级
麝香痔疮栓	中成药	肛肠治疗	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	国家级
地奥司明片	化药	肛肠治疗	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）；治疗痔急性发作有关的各种症状。	是	否	/	否	国家级
龙珠软膏	中成药	皮肤	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	国家级
痔疮消炎片	中成药	肛肠治疗	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	否	否	/	否	否

肿痛。

马应龙八宝眼膏	中成药	眼科	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	2003年9月30日起二十年有效期	否	国家级
金玄痔科熏洗散	中成药	肛肠治痔	中药6类	消肿止痛、祛风燥湿。用于痔疮术后、炎性外痔所致的肛门肿胀、疼痛，中医辨证为湿热壅滞证。	是	否	2007年12月14日起二十年有效期	否	省级

数据来源：公司年报，华福证券研究所

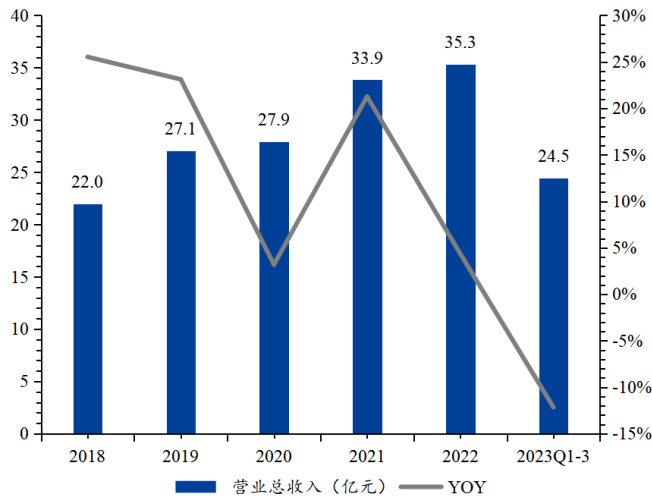
1.2 财务端收入端震荡调整，向好趋势不变

1.2.1 2023年前收入增长为主基调，2023年业务调整收入下滑

2018-2022年，公司营收22亿元提升至35.3亿元，期间复合增长率为12.6%。2023年营收出现下滑，H1营收16.4亿元，同比下降14.9%；Q1-3营收24.3亿元，同比下降12.2%。2022年前公司营收稳健增长的原因主要为公司医药制造业务市场基础良好，收入贡献超50%提供较稳定的收入来源。2023年H1营收下滑的原因主要为医药工业中除治痔类产品外的其他产品调整优化，医药工业营收同比下降3.4%；医药商业端因业务结构的持续优化，营收同比下降33.6%。

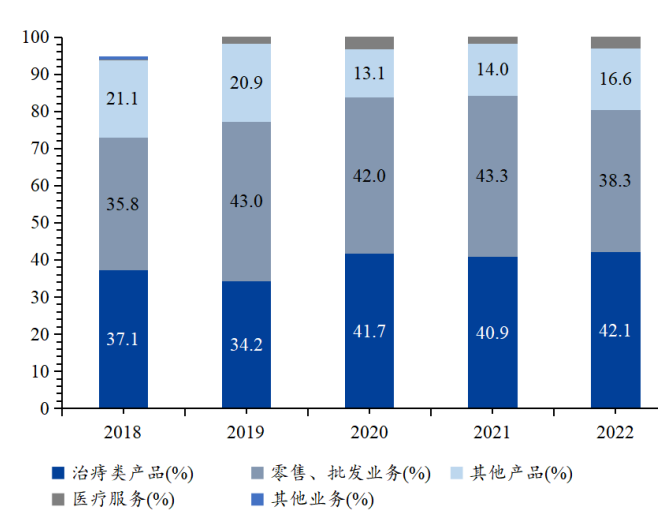
分业务板块看，以治痔类产品为代表的医药工业收入从2018年的12.8亿元提升至2022年的20.7亿元，期间复合增长率为12.8%；其中治痔类产品收入从2018年的8.2亿元提升至2022年的14.9亿元，期间复合增长率为16.2%。治痔类产品收入占比从2018年的37.1%提升至2022年的42.1%，成为公司业绩增长的主要驱动因素。医药商业收入从2018年的7.9亿元提升至2022年的13.5亿元，期间复合增长率为14.5%；医药商业收入占比从2018年的35.8%提升至2021年的43.3%，2022年回调至38.3%。

图表 4：马应龙营业收入稳中向好



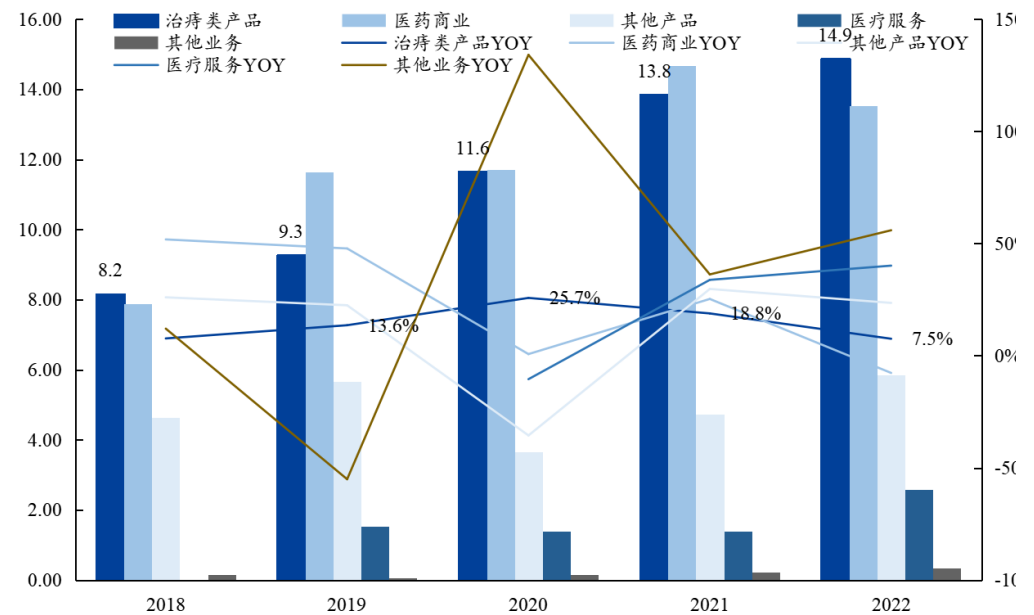
数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 5：治疗类产品营收占比波动上涨



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 6：以治疗类产品为代表的医药工业收入逐年上升，医药商业收入波动上升（亿元）



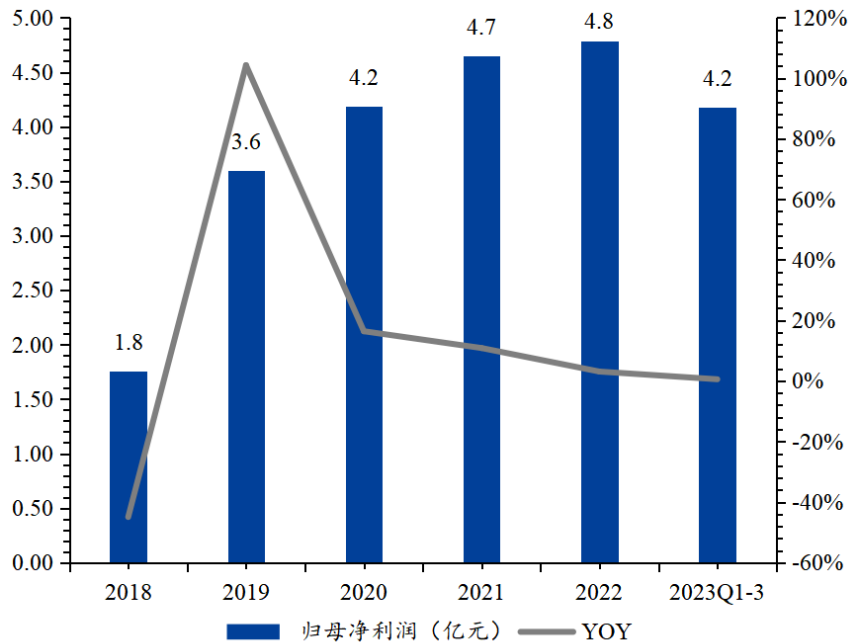
数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2.2 盈利能力持续增强，业务结构调整促使利率波动

2018-2022 年，公司归母净利润由 1.8 亿元提升至 4.8 亿元，期间复合增长率为 28.4%。2023 年 Q1-3 归母净利润为 4.2 亿元，同比增长 0.6%。公司归母净利润稳健增长的原因主要为公司医药制造业务市场基础良好，提供较稳定的利润来源。

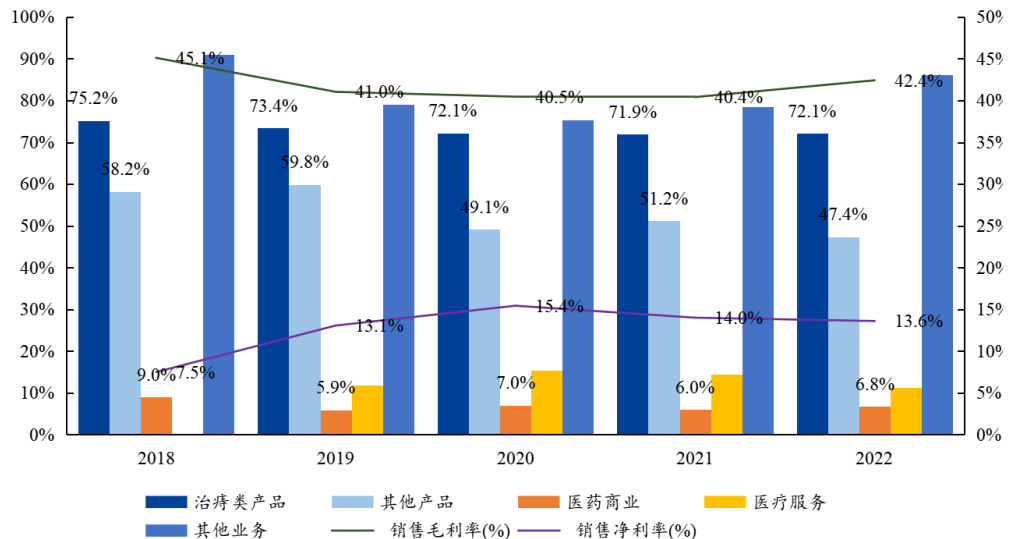
公司销售毛利率由 2018 年的 45.1%持续下降至 2021 年的 40.4%，2022 年回弹至 42.4%；销售净利率由 2018 年的 7.5%提升至 2020 年的 15.4%后呈下降趋势，2022 年为 13.6%。分业务板块看，2022 年医药工业、医药商业、医疗服务毛利率变化主要因业务结构变化所致：①医药工业毛利率下降主要系新产品规模占比逐步提升。②医药商业毛利率提升主要系调整业务结构，控制低毛利业务规模。③医疗服务毛利率下降主要系医疗器械等配送业务占比提升。

图表 7：归母净利润提高



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 8：销售毛利率上升，销售净利率下降

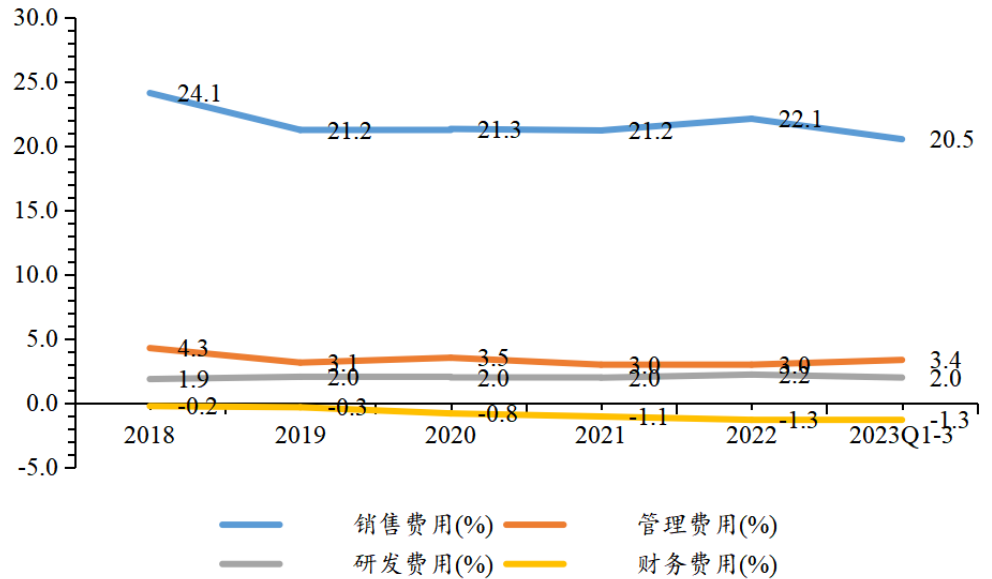


数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2.3 加大销售费用投入，加大新品市场宣传力度

2022年，公司销售费用率增长至22.1%，2023年Q1-3销售费用率为20.5%，较去年同期增长3.3个百分点，主要原因为医药制造加大对新品和空白市场费用、广告费投入所致。管理费用率持续下降，2022年和2023年Q1-3分别为3%和3.4%。研发费用率和财务费用率保持稳定。

图表 9：截至 2022 年，销售费用率波动上涨，管理费用率稳中有降

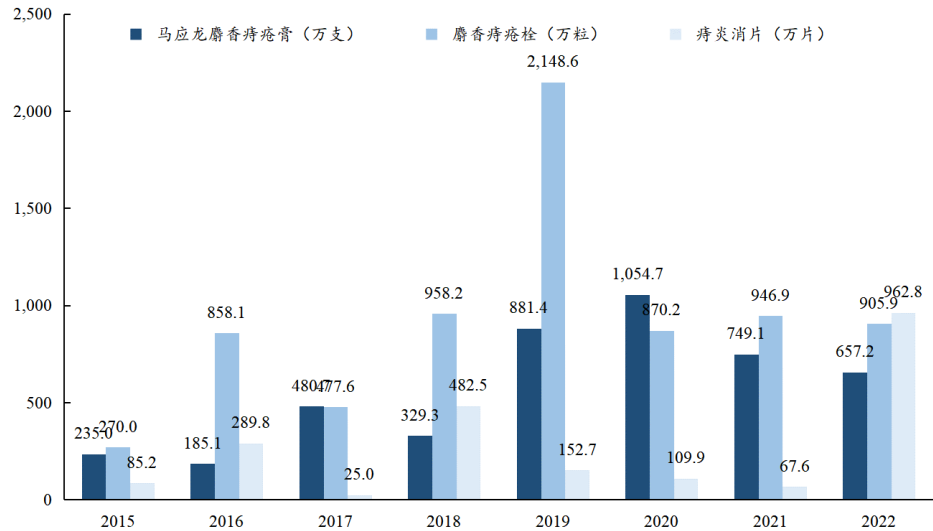


数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.3 主要产品库存结构优化

公司持续加强肛肠品类渠道管控与市场价格维护，确保核心产品库存可控以及终端价格稳定。核心治痔类产品麝香痔疮栓在2019年库存达到顶峰2148.6万粒后实现下降，2022年库存已控制在905.9万粒；马应龙麝香痔疮膏存由2020年的1054.7万支下降至2022年的657.2万支。

图表 10：主要治疗类产品库存结构优化



数据来源：iFinD，华福证券研究所

2 医药工业：以肛肠为核心，眼科、皮肤等为支柱打造第二增长点

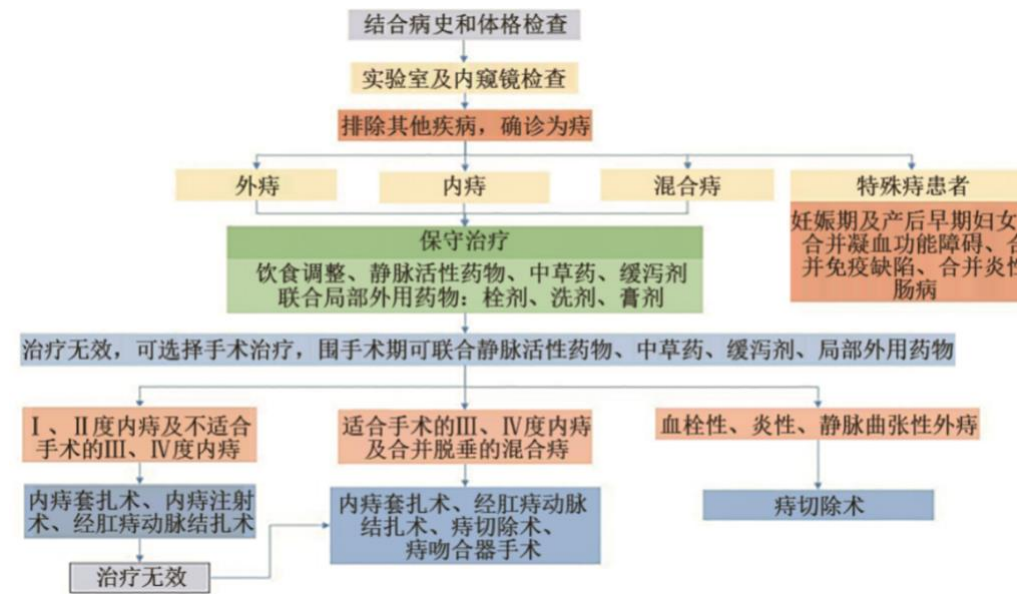
2.1 深耕厚植治疗类产品，品牌力多年居首

2.1.1 痔疮市场广阔，中成药占比较高

痔疮是临床上一种常见的肛门疾病，是由肛门直肠尾部与肛门黏膜静脉丛产生曲张，进而形成一个或多个静脉团。痔疮是一种慢性肛门疾病，在临床上一般有三种类型，包括内痔、外痔与混合痔。(1) 内痔：内痔在初期时一般在肛门内部，其形状较小，颜色偏红，入厕时伴随不同程度的便血，但随着病情的加重，内痔体积也会逐渐增大，甚至从肛门内滑出；(2) 外痔：顾名思义外痔即发病与肛门外部，其性状明显，入厕时有痛感，常见的外痔主要为血栓性外痔和结缔组织外痔；(3) 混合痔：混合痔在临床中是最主要的发病形式，其主要表现为便血、肛门疼痛及坠胀、肛门瘙痒等。

《中国痔病诊疗指南（2020）》结合中国国情和治疗经验，强调痔病的预防和保守治疗，不主张过度的器械和手术治疗。同时，参考 2020 ESCP 治疗指南中的 I~IV 度痔分类治疗流程，制定痔病诊疗路径。

图表 11：痔疮诊疗流程



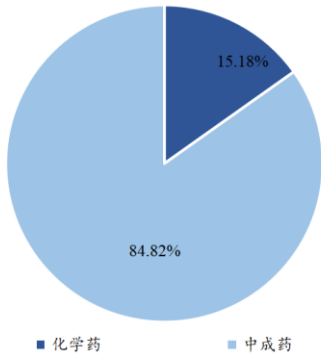
数据来源：《中国痔病诊疗指南（2020）》，华福证券研究所

根据《中国城市居民常见肛肠疾病流行病学调查》，2013—2014年采用多阶段随机整群抽样方法抽取中国大陆地区31个省(自治区、直辖市)城市居民进行问卷调查和体格检查。结果共调查42792名≥18岁城市居民,报告患有肛肠疾病者21885例,总患病率为51.14%，其中以痔的发病率最高,占50.28%，肛裂、肛门湿疹、肛瘘和脱肛仅占0.43%。男、女性肛肠疾病患病率分别为51.43%和50.80%，无明显差异。

痔疮发病率高、根治难，治痔治疗具有极大市场空间。据智研咨询统计，我国痔疮用药（终端）市场规模从2016年33.98亿元增长至2022年49.73亿元，2016年以来规模复合增速为6.55%，预计未来仍将保持较快增长。

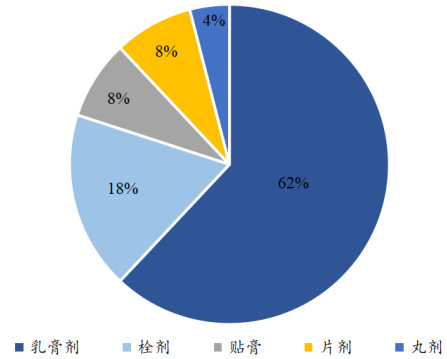
痔疮用中成药占比大，外用药占比高。2022年我国痔疮用药中成药市场规模42.18亿元，占比84.82%；化学药市场规模为7.55亿元，占15.18%。根据健康网数据显示，痔疮患者人群对乳膏剂、栓剂等外用剂型的偏好达到88.2%。

图表 12：2022 年中国痔疮用药分类占比



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

图表 13：2020 年中国痔疮用药市场细分药品类型占比



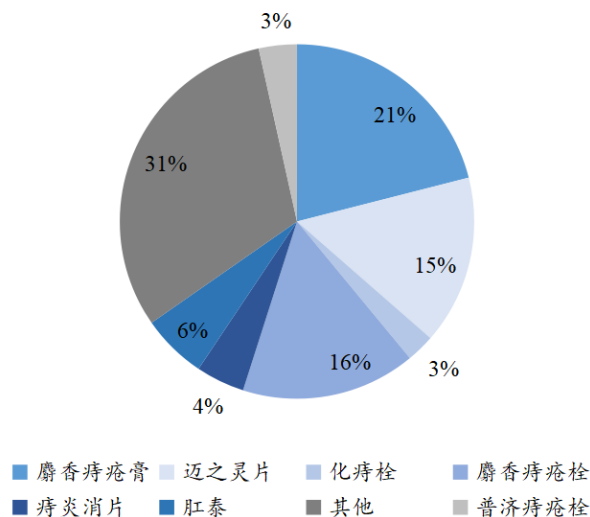
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

2.1.2 内服+外用多维布局，痔疮药品市占率稳居第一

品牌效应强市占率高，销售趋势多年呈上升趋势。经过多年来的深耕细作，公司已成为肛肠治痔领域优势品牌，品牌价值持续提升，2023 年 521.87 亿元的品牌价值连续 20 年上榜《中国 500 最具价值品牌》，品牌力和竞争力日益增长。马应龙以麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消炎片、地奥司明片和金玄痔科熏洗散为代表的治痔系列产品连续多年保持市场领先地位。

据中康资讯最新市场调研数据表明，马应龙在痔疮药品零售市场销售量的占有率高达 48%，市场占有率稳居第一，成为肛肠治痔领域领导品牌。据智研咨询数据，从治痔类具体产品看，麝香痔疮膏占比约 21%，麝香痔疮栓、迈之灵片占比在 15% 以上，占据超半数以上的市场空间。

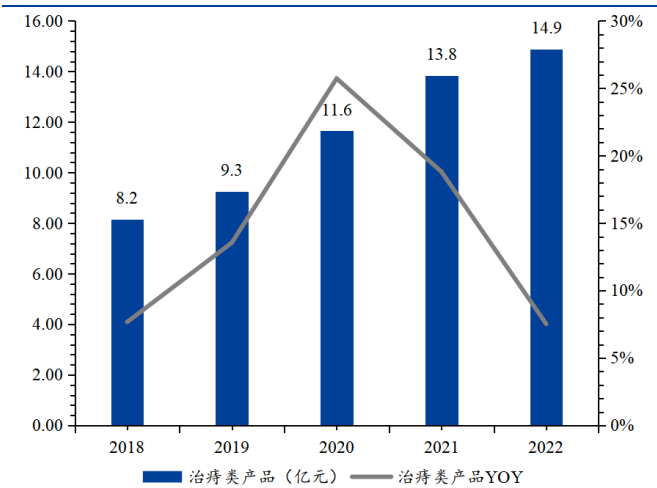
图表 14：2021 年痔疮用药市场竞争格局



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

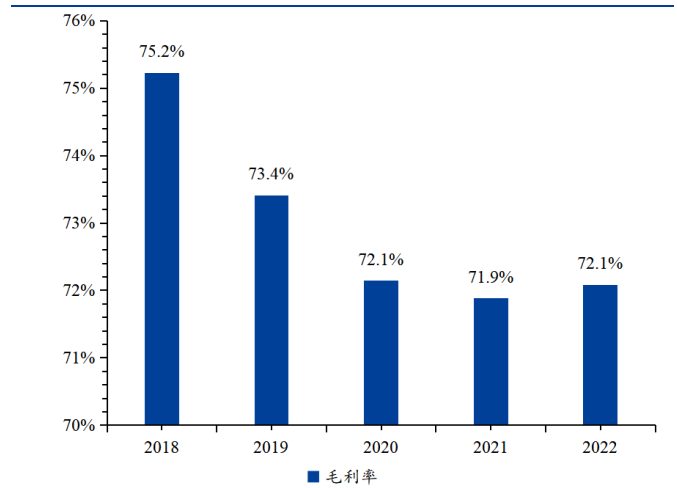
截至 2022 年，公司治疗类产品销售保持上升状态，毛利率重回 72% 以上。2022 年，马应龙治疗类业务的营收为 14.9 亿元，较上年增加 7.5%，毛利率为 72.1%，较上年增长 0.2%。其中，马应龙麝香痔疮膏的销量达到 1.4 亿支（+8.5%）；麝香痔疮栓销量为 2.8 亿粒（+15.4%）；痔疮消炎片销量为 1.3 亿片（+32.7%）；地奥司明片销量为 1.9 亿片（+14.4%）。

图表 15：公司治疗类产品销售额提升



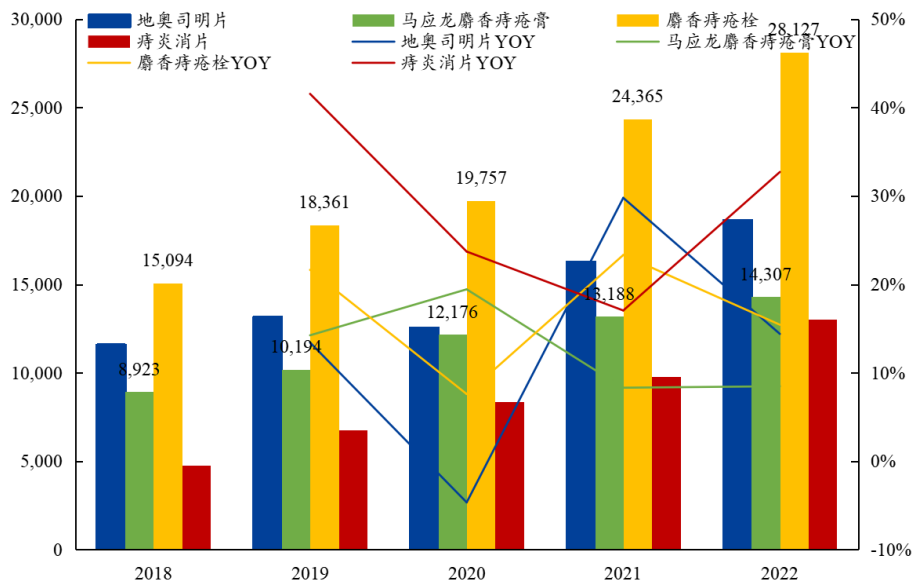
数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 16：2022 年治疗类产品毛利率有所回弹



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 17：部分重点治疗类产品的销量提升



数据来源：iFinD，华福证券研究所

内服+外用，多种规格为不同渠道和患者提供多样化选择。马应龙麝香痔疮膏拥有三种 2.5g*5 支/4g*6 支/4g*8 支大盒包装规格以及三种 5g、10g、20g 的单只包装等

规格。马应龙麝香痔疮栓拥有 6 粒/10 粒/12 粒/18 粒等多种规格；痔疮消炎片拥有 30 片/40 片两种规格。

图表 18：马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓与痔疮消炎片



数据来源：京东，华福证券研究所

把握价格优势，多种规格具备提价空间和潜力。马应龙麝香痔疮膏相较于痔疮软膏、熊胆痔灵膏等外用膏剂日使用金额较低，马应龙麝香痔疮栓相较于肛泰痔疮栓、普济痔疮栓等产品同样具有价格优势。十几年间马应龙最近一次提价为 2017 马应龙麝香痔疮膏（10 克装）价格上调 18%，此后七年间未提价。较低的日使用费用与较为稳定的价格体系为痔疮膏与痔疮栓未来的提价提供了较大空间和潜力。

图表 19：部分重点治痔类产品

企业	产品	规格	用量	价格	日使用金额
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	10g	一次 1g，一日 2 次	9.9	2.0
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	20g	一次 1g，一日 2 次	17.9	1.8
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	4g*6 支	一次 1 支，一日 2 次	23.6	7.9
烟台荣昌生物	肛泰软膏	10g	一次 1g，一日 2 次	20.6	4.1
烟台荣昌生物	肛泰软膏	20g	一次 1g，一日 2 次	36.7	3.7
华润三九	消痔软膏	2.5g*6 支	一次 2-3g，一日 2 次	93	31.0
葵花药业	熊胆痔灵膏	10g	一次 1g，一日 2 次	28	5.6
马应龙	麝香痔疮栓	1.5g*6 粒	一次 1 粒，一日 2 次	12.6	4.2
马应龙	麝香痔疮栓	1.5g*12 粒	一次 1 粒，一日 2 次	24.5	4.1
烟台荣昌生物	肛泰痔疮栓	1g*6 粒	一次 1 粒，一日 2 次	19	6.3
烟台荣昌生物	肛泰痔疮栓	1g*12 粒	一次 1 粒，一日 2 次	34.9	5.8
山东新时代药业	普济痔疮栓	1.3g*10 粒	一次 1 粒，一日 2 次	45	9.0
马应龙	痔疮消炎片	30 片	一次 3-6 片，一日 3 次	33	14.9
马应龙	痔疮消炎片	40 片	一次 3-6 片，一日 3 次	42	14.2
烟台荣昌生物	肛泰痔疮贴	6 片	一次 1 片，一日 1 次	55.8	9.3
烟台荣昌生物	肛泰痔疮贴	4 片	一次 1 片，一日 1 次	35	8.8

数据来源：京东官方旗舰店，华福证券研究所

专利到期未受影响，同时在研管线正在布局。公司部分核心产品马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏等发明专利已于 2022 年 10 月到期，马应龙八宝眼膏的发明专利也于 2023 年 9 月 30 日到期。核心专利到期后，相关产品有其他外围专利进行保护，且中药仿制难度较大、技术门槛高，目前未对公司经营活动产生实质性影响。此外，第二代马应龙麝香痔疮膏新产品处于临床 II 期，为公司产品护城河提供多重保障。

2.2 医药工业端打造第二增长点

公司医药工业端以肛肠为核心，以眼科、皮肤等为支柱，公司眼科和皮肤科拳头产品分别为马应龙八宝眼膏和龙珠软膏。龙珠软膏清热解毒，消肿止痛，祛腐生肌。适用于疮疖、红、肿、热、痛及轻度烫伤；马应龙八宝眼膏清热退赤，止痒去翳。用于治疗风火上扰所致的眼睛红肿痛痒，流泪。

图表 20：龙珠软膏



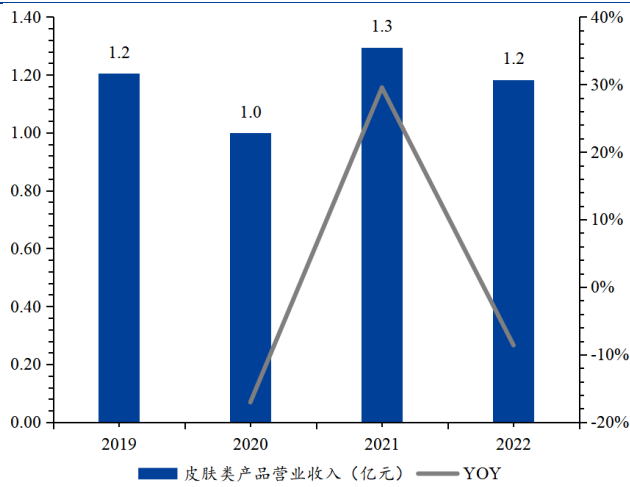
数据来源：京东旗舰店，华福证券研究所

图表 21：马应龙八宝眼膏

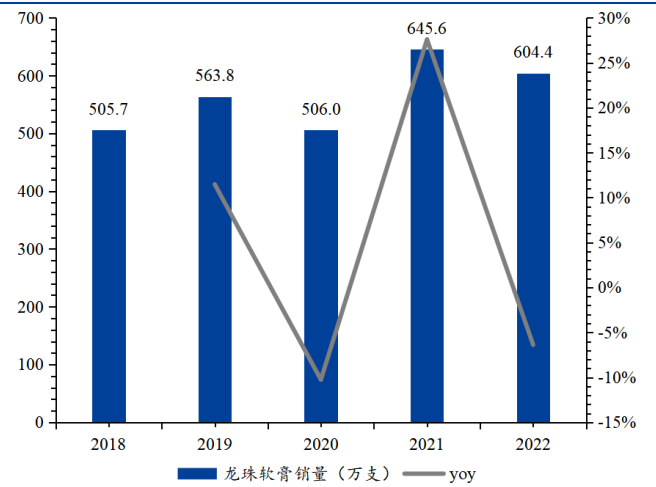


数据来源：京东旗舰店，华福证券研究所

皮肤类产品销售额稳定在 1 亿元以上，2022 年达 1.2 亿元，龙珠软膏销量稳中有升，2022 年达 604.4 万支。眼科类产品实现快速扩张，2022 年销售额为 6157.3 万元，同比增长 26.9%，马应龙八宝眼膏 2022 年销售量为 104.7 万支，同比增长 54.7%。

图表 22：公司皮肤类产品销售额稳定过亿


数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 23：龙珠软膏销量呈波动上升


数据来源：iFinD，华福证券研究所

公司药品研发以肛肠及下消化道为核心领域，以眼科、皮肤科、妇科、精神/肿瘤为支柱领域，根据客户需求围绕重点适应症进行密集布局及拓展，形成系列递进、主辅结合的研发管线。重点布局化药和中药品种，同步考虑原料药和药用辅料，积极关注并介入生物制品。

图表 24：部分在研产品

研发项目 (含一致性评价项目)	药 (产) 品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	研发 (注册) 所处阶段
复方聚乙二醇电解质散	复方聚乙二醇电解质散 (III)	化药 4 类	用于大肠内窥镜检查和大肠手术前处置时的肠道内容物的清除	是	注册申报
枸橼酸托法替布片	枸橼酸托法替布片	化药 4 类	适用于甲氨蝶呤疗效不足或对其无法耐受的中度至重度活动性类风湿关节炎 (RA) 成年患者。	是	注册申报
洛芬待因缓释胶囊	洛芬待因缓释胶囊	化药 2 类	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，如：癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等。	是	临床研究
盐酸莫西沙星滴眼液	盐酸莫西沙星滴眼液	化药 4 类	用于治疗敏感微生物引起的细菌性结膜炎。	是	药学研究
地夸磷索钠滴眼液	地夸磷索钠滴眼液	化药 4 类	适用于经诊断为伴随泪液异常的角结膜上皮损伤的干眼患者。	是	药学研究
当归引子中药经典名方	当归引子	中药 3 类	外感风邪，日久不愈，耗伤阴血；或素体阴血亏虚，又感风邪者。皮肤瘙痒，入夜尤甚，或起疹，或不起疹，或毛发脱落，舌淡红，苔薄，脉细弦。	是	药学研究
龙珠软膏升级项目	龙珠软膏	补充申请	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	药学研究

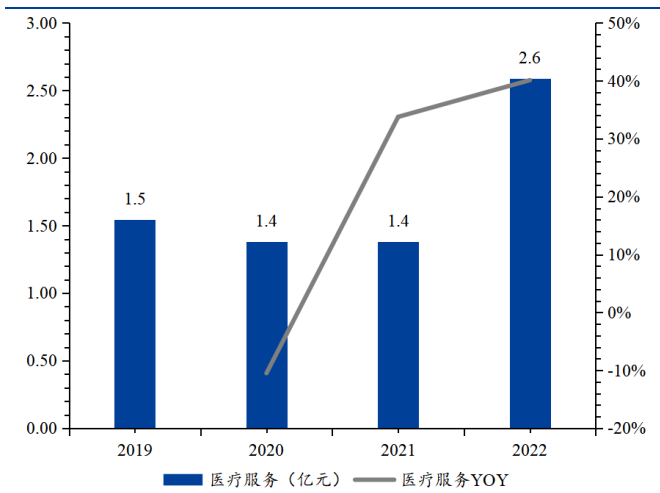
数据来源：公司年报，华福证券研究所

大健康产品按照肛肠健康、皮肤健康、眼美康、抗毒提免、补肾固本和心脑血管健六大主题集结，依托马应龙核心技术，采用整合式开发模式，扩展形成系列化的产品组合。产品架构基于“械食卫妆消”全面涵盖功能性化妆品、功能性护理品、功能性食品、消械产品四大类，其中：功能性化妆品包含眼部护理、眼部日用品、面部及身体清洁与护理等产品；功能性护理品包括婴幼儿纸品、婴幼儿护肤品、女性用品等；功能性食品包括润肠促消化、补肾固本、膳食补充等产品；消械产品包含肛肠术后护理、日用电子辅助产品、眼部器械护理、消毒杀菌类产品，已上市 SKU 超过 400 余个，在研产品 100 余个。

3 医疗服务：医院+诊疗+平台，打造肛肠健康生态圈

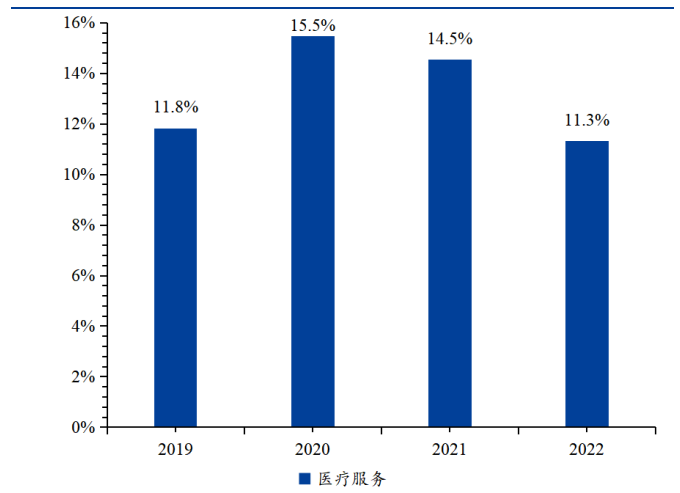
医疗服务板块主要包括办马应龙肛肠连锁医院、与医疗机构共建肛肠诊疗中心、打造移动健康云平台“小马医疗”。医疗服务是公司立足肛肠健康核心领域、打造肛肠健康方案提供商、拓展肛肠全产业链的重要支点。公司医疗服务收入有所提高，2022 年首次突破 2 亿元，同比增长 40.1%。医疗服务毛利率 2022 年下降至 11.3%，仍有提升的空间。

图表 25：公司医疗服务收入上升趋势



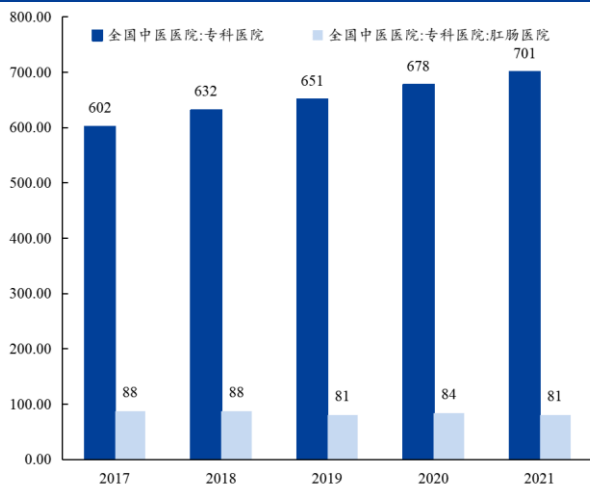
数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 26：公司医疗服务毛利率有待提高

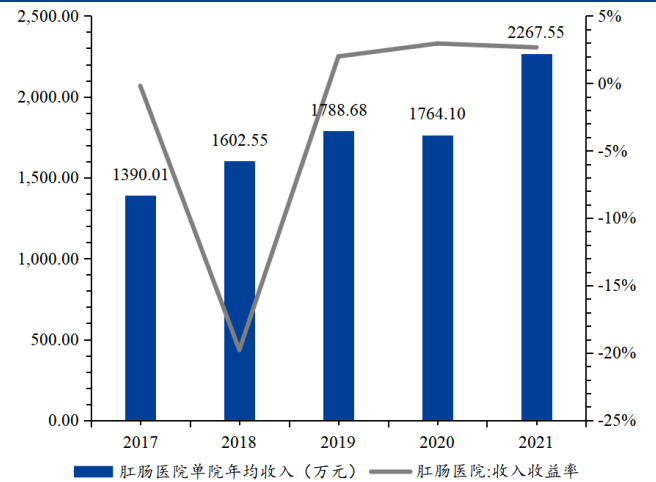


数据来源：iFinD，华福证券研究所

专科连锁医院：根据国家中医药管理局数据显示，我国中医医院专科医院逐年上涨，至 2021 年达到 701 家；其中肛肠医院呈下降趋势，2021 年共开设 81 家。我们认为新设肛肠医院市场需求与空间仍具潜力。伴随市场不断扩容，肛肠医院单院年均收入不断提高至 2021 年的 2267.55 万元，收入收益率亦提高至 2.66%。

图表 27：全国中医医院专科医院和专科肛肠医院


数据来源：国家中医药管理局，华福证券研究所

图表 28：肛肠医院单院年均收入逐年提高


数据来源：国家中医药管理局，华福证券研究所

肛肠专科连锁医院规模全国领先，专家团队经验丰富。先后在武汉、北京、西安、大同等地建立肛肠连锁医院。目前马应龙肛肠连锁医院拥有床位总数 800 张，主任、副主任医师 40 多人，博士生导师 6 人，硕士生导师 15 人。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，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。

医院采取“1+N”联动扩展发展模式：在全国七大区域中心城市分别设立一家品牌旗舰医院；“N”院是指在品牌旗舰医院所在地周边地区或周边省份分别设立规模相对较小的医院，通过网点分布方便患者就诊，提高品牌知晓度，提供标准化诊疗服务，实现盈利。

图表 29：马应部分专科连锁医院

子公司及联营企业名称	主要经营地	持股比例(%)
武汉马应龙中西医结合肛肠医院有限公司	武汉	100
武汉马应龙综合门诊部有限公司	武汉	100
北京马应龙长青肛肠医院有限公司	北京	99.77
西安马应龙肛肠医院有限公司	西安	90.63
大同马应龙肛肠医院有限公司	大同	67.59
宁波马应龙医院有限公司	宁波	联营
南京百环中医医院有限公司	南京	联营

数据来源：公司年报，华福证券研究所

医疗服务营收公司先后与 70 余家县市级基层医疗机构共建了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。公司加快诊疗中心签约，截至 2023 年中报公司已签

约 72 家诊疗中心。

图表 30：马应龙肛肠诊疗中心合作模式



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 31：2023 年马应龙肛肠诊疗中心布局图



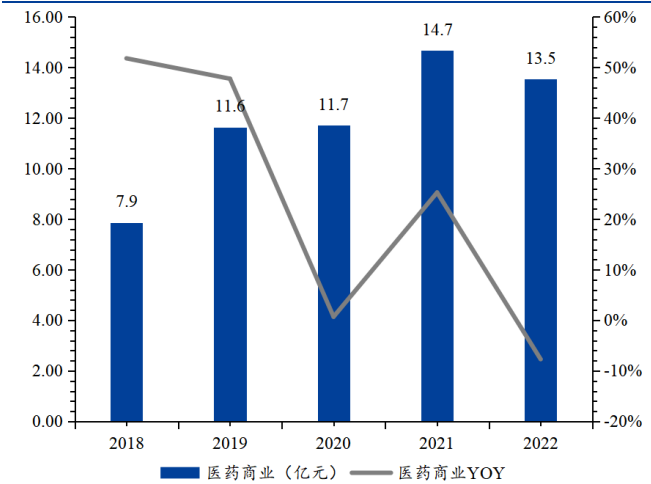
数据来源：公司官网，华福证券研究所

马应龙健康云平台“小马医疗”作为公司为打造健康方案提供商，构建商业生态链而构建的专业化、垂直化的移动医疗平台，通过整合资源构建全链条、一体化的肛肠健康生态圈。公司持续开展面向肛肠医护群体的专业性、高频次学术私域直播活动，目前“小马医盟”学术交流平台用户已超 4 万人。

4 医药商业：品牌厂家、医药物流与连锁药店“三位一体”

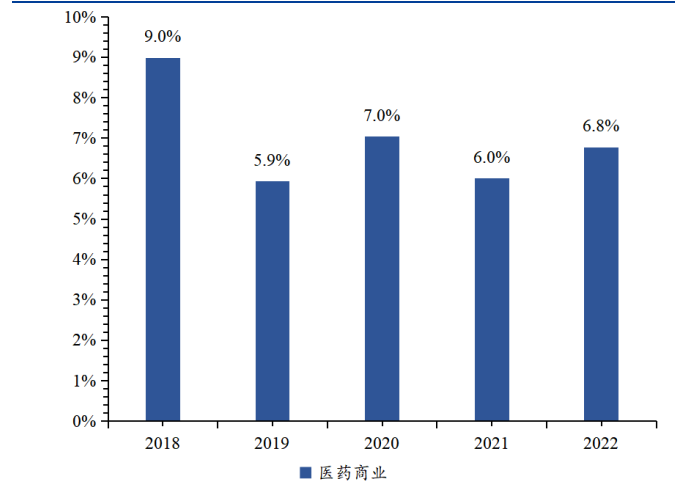
公司医药商业收入波动上升，2022 年收入为 13.5 亿元，同比下降 7.7%。医药商业毛利率 2022 年有所提高 0.8 个百分点至 6.8%。医药商业毛利率提升主要系调整业务结构，控制低毛利业务规模。

图表 32：公司医药商业收入波动上升



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 33：公司医药商业毛利率有待提高



数据来源：iFinD，华福证券研究所

医药零售：公司医药零售实行以会员管理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。目前，线下经营网点业务涵盖社区零售药房、DTP 院线药房、重症慢病定点药房等；线上渠道分布在天猫、京东、美团等各大流量平台。旗下马应龙大药房连续十四年入选中国药品零售行业百强排行榜，2022 年度马应龙大药房入选中国连锁药店 50 强、中国药店价值榜百强企业等。

医药物流：医药物流主要从事药品配送、医疗器械批发兼零售、物流服务等，致力于深耕湖北区域市场，销售模式主要包括自营业务、配送业务、分销业务和 B 端业务。自营业务以承接马应龙体系内部分产品销售以及开展贴牌代理为主；配送业务以向主流连锁药店、第三终端（小微连锁与单体药房）配送为主；分销业务包括厂家协议分销和网络拓展分销；B 端业务主要是通过线上平台广泛采购全国优势品种，服务终端市场。

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

变量 1：医药工业：

(1) **治痔类产品：**马应龙治痔类产品“内服+外用”全面布局，以麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消炎片、地奥司明片和金玄痔科熏洗散为代表的治痔系列药品连续多年

市场占有率稳居第一，马应龙作为肛肠治痔领域领导品牌当仁不让。同时麝香痔疮膏、麝香痔疮栓在同类产品日使用价格较低，应用市场广泛，未来具有提价空间潜力。我们假设马应龙假设 2023-2025 年治痔类产品收入增速分别为 4%/20%/10%。

(2) **其他产品：**公司医药工业除肛肠科外，依托眼科产品马应龙八宝眼膏和皮肤科产品龙珠软膏等特色产品，大力发展“械食卫妆消”大健康产业，为公司业绩增长带来了新的驱动力。因持续优化业务结构，2023 年 H1 收入有所下滑，我们假设 2023-2025 年其他产品收入增速分别-20%/10%/5%。

综上，我们预测 2023-2025 年公司医药工业板块收入增速分别为 -2.77%/17.68%/8.91%，毛利率触底反弹，伴随销售规模的扩大逐年增加，分别为 65.73%/67.14%/67.56%。

变量 2：医药商业：公司医药商业包括医药零售和医药物流，医药零售线上线双轮驱动，医药物流深耕湖北辐射全国。2023 年 H1 因持续优化业务结构，控制低毛利业务规模，医药商业营收同比下降 33.58%，我们预测 2023-2025 年公司医药商业板块收入增速分别为-30%/20%/15%，毛利率分别为 9%/9.1%/9.2%。

变量 3：医疗服务：公司医疗服务领域布局肛肠专科医院，加快轻资产扩张签约 72 家诊疗中心，结合健康云平台“小马医疗”，力争打造“医+药+养”全产业链多点开花。我们预测 2023-2025 年公司医疗服务板块收入增速分别为 60%/20%/10%，毛利率分别为 11.2%/11.1%/11%。

变量 4：费用率：未来公司对新品和空白市场费用、广告费投入，假设 2023-2025 年销售费用为 23%/22.9%/22.8%；管理费用率随着收入规模提高预计小幅下降，假设未来三年分别为 3.5%/3.45%/3.4%；公司有多条在研管线，假设研发费用率分别为 2.25%/2.27%/2.3%；财务费用率保持稳定，分别为-1.3%/-1.3%/-1.3%。

图表 34：马应龙盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）		3,385.06	3,532.38	3,236.85	3,878.40	4,322.93
	yoy	21.26%	4.35%	-8.37%	19.82%	11.46%
	毛利率	40.40%	42.41%	46.12%	46.17%	45.54%
按业务划分						
医药工业	收入	1857.90	2073.39	2015.91	2372.29	2583.78
	yoy	21.42%	11.60%	-2.77%	17.68%	8.91%
	毛利率	66.60%	65.11%	65.73%	67.14%	67.56%
医药商业	收入	1467.06	1354.03	947.82	1137.38	1307.99

	yoy	25.26%	-7.70%	-30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	6.00%	6.77%	9.00%	9.10%	9.20%
医疗服务	收入	184.62	258.67	413.87	496.64	546.31
	yoy	33.77%	40.11%	60.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	14.54%	11.32%	11.20%	11.10%	11.00%
内部抵消	收入	-147.04	-188.82	-179.38	-170.41	-161.89
	yoy	-128.67%	-28.41%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	-1.69%	-1.60%	-1.50%	-1.45%	-1.40%
其他业务	收入	22.53	35.12	38.63	42.49	46.74
	yoy	36.20%	55.88%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	78.57%	86.19%	86.20%	86.30%	86.40%

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测

5.2 估值与投资建议

我们预测 2023/2024/2025 年公司营收分别为 32.37/38.78/43.23 亿元，增速为-8%/20%/11%。2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 5.07/6.14/6.64 亿元，增速为 6%/21%/8%。选取与马应龙同样为中药老字号或拥有品牌大单品的江中药业、东阿阿胶、片仔癀、健民集团、云南白药作为类比公司。

马应龙医药工业立足以麝香痔疮膏、麝香痔疮栓为代表的肛肠治痔系列产品，治痔药品连续多年市场占有率稳居第一，布局眼科、皮肤科以及大健康等领域，为公司带来第二增长点；马应龙医药商业端打造品牌厂家、医药物流与连锁药店“三位一体”；医疗服务端肛肠医院+诊疗中心+线上平台，打造肛肠健康生态圈。我们看好马应龙“医+药+养”全产业链的发展潜力，给予公司 2023 年 25 倍 PE，市值为 126.8 亿，对应目标价格为 29.43 元。首次覆盖，给“买入”评级。

图表 35：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600750.SH	江中药业	131.7	7.0	8.2	9.7	18.9	16.0	13.6
000538.SZ	云南白药	871.1	45.2	50.2	55.4	19.3	17.3	15.7
600436.SH	片仔癀	1,327.5	30.6	37.3	44.8	43.4	35.6	29.6
000423.SZ	东阿阿胶	329.4	10.5	12.7	15.3	31.2	25.9	21.5
600976.SH	健民集团	86.4	5.1	6.3	7.7	16.9	13.7	11.2
可比公司平均值 (调整后)						23.1	19.8	16.9
600993.SH	马应龙	97.3	5.1	6.1	6.6	19.2	15.8	14.6

数据来源：iFinD，华福证券研究所(注：可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期，数据截止 2024/01/18)

6 风险提示

产品销售和推广不及预期风险：公司治痔类产品 2022 年营收贡献超 40%，毛利

贡献超 80%，若销售未及预期将对公司业绩产生较大影响。

行业竞争加剧风险：公司主要收入来源为肛肠治痔类产品，尤其是麝香痔疮膏和麝香痔疮栓。随着在研和即将上市的同类产品增多，存在行业竞争加剧风险。

产品价格波动风险：随着医改配套政策相继落地，产品价格面临持续下降的风险；公司核心产品痔疮膏和痔疮栓规格较多，若公司终端价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。

成本上涨风险：公司部分产品受中药原材料价格波动影响较大，若原材料价格上涨将对公司成本产生较大影响。

图表 36：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,494	2,853	2,797	3,511	营业收入	3,532	3,237	3,878	4,323
应收票据及账款	320	220	275	329	营业成本	2,034	1,744	2,088	2,354
预付账款	68	73	76	88	税金及附加	26	25	35	43
存货	336	287	710	485	销售费用	781	744	888	986
合同资产	0	0	0	0	管理费用	105	113	134	147
其他流动资产	1,008	1,000	1,037	1,088	研发费用	78	73	88	99
流动资产合计	4,226	4,433	4,896	5,501	财务费用	-46	-42	-50	-56
长期股权投资	134	134	134	134	信用减值损失	-16	-16	-16	-16
固定资产	331	339	352	368	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
在建工程	26	26	26	26	公允价值变动收益	-38	2	-6	-14
无形资产	37	46	51	56	投资收益	40	12	28	40
商誉	25	25	25	25	其他收益	19	19	19	19
其他非流动资产	279	283	284	284	营业利润	556	592	717	774
非流动资产合计	832	852	871	893	营业外收入	5	2	2	4
资产合计	5,058	5,286	5,767	6,394	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	88	0	0	0	利润总额	559	592	717	776
应付票据及账款	285	166	211	244	所得税	79	83	101	110
预收款项	0	35	11	15	净利润	480	509	616	666
合同负债	103	98	146	133	少数股东损益	1	1	2	2
其他应付款	143	143	143	143	归属母公司净利润	479	507	614	664
其他流动负债	240	239	248	255	EPS (按最新股本摊薄)	1.11	1.18	1.43	1.54
流动负债合计	858	681	759	789					
长期借款	400	450	380	460	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	181	181	181	181	成长能力				
非流动负债合计	581	631	561	641	营业收入增长率	4.4%	-8.4%	19.8%	11.5%
负债合计	1,439	1,312	1,320	1,429	EBIT 增长率	0.1%	7.3%	21.2%	7.9%
归属母公司所有者权益	3,496	3,850	4,321	4,837	归母公司净利润增长率	3.1%	5.9%	21.1%	8.1%
少数股东权益	123	124	126	127	获利能力				
所有者权益合计	3,619	3,974	4,447	4,964	毛利率	42.4%	46.1%	46.2%	45.5%
负债和股东权益	5,058	5,286	5,767	6,394	净利率	13.6%	15.7%	15.9%	15.4%
					ROE	13.2%	12.8%	13.8%	13.4%
					ROIC	15.8%	15.6%	16.9%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率	28.4%	24.8%	22.9%	22.4%
					流动比率	4.9	6.5	6.4	7.0
					速动比率	4.5	6.1	5.5	6.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转天数	19	22	16	18
					存货周转天数	58	64	86	91
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.11	1.18	1.43	1.54
					每股经营现金流	0.79	1.30	0.36	1.80
					每股净资产	8.11	8.93	10.02	11.22
					估值比率				
					P/E	20	19	16	15
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	8	8	6	6

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

华福证券有限责任公司（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“华福证券有限责任公司”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