

马应龙 (600993)

肛肠细分行业龙头，百年品牌守正创新

买入 (首次)

2024年06月10日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 3532 | 3137 | 3519 | 3984 | 4458 |
| 同比 (%) | 4.35 | (11.20) | 12.18 | 13.21 | 11.90 |
| 归母净利润 (百万元) | 478.57 | 443.25 | 557.55 | 657.55 | 765.67 |
| 同比 (%) | 3.01 | (7.38) | 25.79 | 17.94 | 16.44 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.11 | 1.03 | 1.29 | 1.53 | 1.78 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 26.01 | 28.09 | 22.33 | 18.93 | 16.26 |

股价走势



投资要点

- **肛肠细分行业龙头，产业布局多元化，品牌价值不断提升。**马应龙拥有四百余年历史，以眼药起家，不断研制推出肛肠新产品，逐步跻身肛肠细分市场龙头。公司业务布局涵盖医药工业、医药商业、医疗服务三大板块，2018-2022年，公司营业收入年均复合增长率为12.59%，归母净利润年均复合增速为28.4%。2023年，公司主动调整渠道、优化业务结构，业绩有所承压。2024年Q1，公司实现营收9.55亿元，同比提升14.7%，扣非归母净利润1.93亿元，同比提升35.67%，业绩重回高增长。
- **肛肠行业市场广阔，公司终端市场份额稳步提升。**中国肛肠疾病具有发病率高、就诊率低和认知度低的特点，肠健康领域空间广阔任重道远。根据中康开思数据，2023年零售终端、等级医院痔疮类药物销售额分别为23.2亿元、14.0亿元，2017-2023年CAGR分别为5.5%、8%。从市场竞争格局来看，马应龙在肛肠疾病细分行业龙头地位稳固，2023年零售终端的份额提升至42.55%。相较于同类竞品，公司产品品牌影响力强，产品价格处于中下水平，日服用费用低廉，具有较高性价比。
- **渠道管控&价格维护齐发力，核心产品有望实现量价齐升。**2023年，公司优化线下渠道，提升渠道运营能力。针对核心品种品种规归拢渠道，减少渠道一级经销商合作数量，优化与渠道经销商的合作方式，加强重点品种管控，规范产品市场秩序，终端产品价格逐步回归。我们认为，马应龙10g膏、20g膏、6粒栓等核心产品均具有提价空间，小幅提价下，公司的渠道覆盖、营销体系以及品牌力均能有效对冲提价对终端销量的影响，有望实现量价齐升。
- **公司丰富产品品类，眼科、皮肤及大健康产品带来新的增长极。**马应龙以眼药起家，回归眼科本源，加快拓展马应龙八宝系列眼霜，创新开发马应龙八宝祛眼袋及祛皱抗衰2个核心功效组方，2023年眼部健康产品销售收入实现稳定增长，其中马应龙八宝系列产品同比增长15%。公司调整大健康经营策略，聚焦重点单品推广，大健康业务盈利能力明显增强。
- **优化上下游布局，盈利能力有所提升。**公司先后在武汉、北京、西安、大同等地建立肛肠连锁医院，持续搭建医疗服务网络，截至目前累计签约共建诊疗中心80家，进一步扩大影响力。2023年公司医疗服务营业收入3.45亿元，同比增长33.28%，毛利率13.73%，较2022年同比提升2.42个百分点。此外，公司持续优化医药商业业务结构，防范产业风险，有望持续为工业和医疗服务板块赋能。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年的归母净利润为5.58/6.58/7.66亿元，对应当前市值的PE为22/19/16X。核心治痔类产品仍具备提价空间，在渠道梳理和价格把控后有望实现量价齐升；此外，公司眼科类、大健康类产品有望带来新增长极。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险，市场竞争加剧风险，成本上涨风险等。

市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 28.88 |
| 一年最低/最高价 | 20.20/31.18 |
| 市净率(倍) | 3.18 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,427.27 |
| 总市值(百万元) | 12,448.84 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 9.08 |
| 资产负债率(%LF) | 19.33 |
| 总股本(百万股) | 431.05 |
| 流通A股(百万股) | 430.31 |

相关研究

内容目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1. 肛肠细分行业龙头，中华老字号深入人心 | 4 |
| 1.1. 眼药起家，八宝名方传承发展四百余年，跻身肛肠细分市场龙头 | 4 |
| 1.2. 宝安集团为公司第一大股东，股权结构与产业布局多元化 | 4 |
| 1.3. 三大业务共同推动整体业绩增长，医药工业板块支撑毛利 | 5 |
| 2. 肛肠行业市场广阔，公司治痔产品具有量价齐升空间 | 7 |
| 2.1. 肛肠疾病“一高两低”，市场空间广阔 | 7 |
| 2.2. 马应龙治痔产品物美价优，具有量价齐升空间 | 9 |
| 2.3. 加强肛肠品类渠道管控，保障终端价格稳定 | 12 |
| 3. 丰富产品品类，眼科、皮肤及大健康产品带来新的增长极 | 12 |
| 3.1. 眼科品类：八宝眼霜紧跟眼部健康赛道，非遗技艺焕发新活力 | 12 |
| 3.2. 皮肤品类：以龙珠软膏为核心布局，发展皮肤健康护理业务 | 14 |
| 3.3. 大健康品类：布局广泛，产品序列完善，发展前景持续可期 | 15 |
| 3.4. 完善渠道布局，强化品牌建设，助力多品类产品放量 | 15 |
| 4. 聚焦肛肠领域，优化上下游布局 | 16 |
| 4.1. 医疗服务：搭建服务网络，夯实肛肠健康领军者地位 | 16 |
| 4.2. 医药商业：持续优化业务结构，夯实湖北地区优势 | 17 |
| 5. 盈利预测与投资评级 | 18 |
| 5.1. 核心假设 | 18 |
| 5.2. 估值与评级 | 19 |
| 6. 风险提示 | 20 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图 1: | 马应龙主要产品发展历程..... | 4 |
| 图 2: | 公司股权结构 (截止 2024 年 Q1) | 5 |
| 图 3: | 公司营业收入及增速..... | 6 |
| 图 4: | 公司归母净利润和扣非净利润..... | 6 |
| 图 5: | 2019-2023 年公司主营业务收入结构 | 6 |
| 图 6: | 2019-2023 年公司主营业务毛利结构 | 6 |
| 图 7: | 公司各项费用率..... | 7 |
| 图 8: | 公司毛利率及净利率情况..... | 7 |
| 图 9: | 零售终端痔疮类药物市场 (百万元) 及增速..... | 8 |
| 图 10: | 等级医院痔疮类药物市场 (百万元) 及增速..... | 8 |
| 图 11: | 2023 年零售终端痔疮类药物竞争格局 (按厂家) | 8 |
| 图 12: | 痔疮类药物零售终端马应龙市场份额变化..... | 8 |
| 图 13: | 2023 年等级医院终端痔疮类药物竞争格局 (按厂家) | 9 |
| 图 14: | 痔疮类药物等级医院终端马应龙市场份额变化..... | 9 |
| 图 15: | 马应龙核心药品..... | 10 |
| 图 16: | 马应龙治痔类产品收入..... | 10 |
| 图 17: | 2022 年度中国非处方药黄金大单品名单..... | 10 |
| 图 18: | 2022 年零售终端肛肠用药品牌销售 top20 | 10 |
| 图 19: | 治痔类产品零售端价格情况..... | 11 |
| 图 20: | 零售终端治痔类产品价格逐步提升 (元/盒) | 11 |
| 图 21: | 公司应收账款金额及周转天数情况..... | 12 |
| 图 22: | 八宝眼霜系列产品矩阵..... | 13 |
| 图 23: | 公司皮肤类产品营业收入..... | 14 |
| 图 24: | 马应龙龙珠软膏销量..... | 14 |
| 图 25: | 公司大健康品类产品序列..... | 15 |
| 图 26: | 马应龙工业运行架构..... | 16 |
| 图 27: | 马应龙肛肠服务模式..... | 17 |
| 图 28: | 公司医药商业服务模式..... | 18 |
| 表 1: | 公司肛肠治痔类核心品种..... | 9 |
| 表 2: | 八宝眼霜系列主要产品介绍..... | 13 |
| 表 3: | 2022 年中国非处方药产品 (中成药) 皮肤科类排名 TOP10 | 14 |
| 表 4: | 公司收入拆分及盈利预测 (百万元) | 19 |
| 表 5: | 可比公司估值 (收盘日期为 2024 年 6 月 7 日) | 19 |

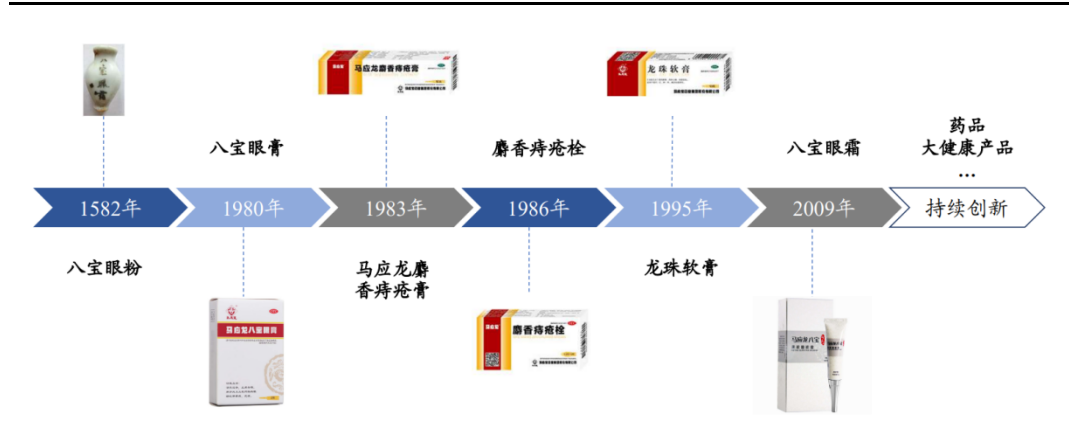
1. 肛肠细分行业龙头，中华老字号深入人心

1.1. 眼药起家，八宝名方传承发展四百余年，跻身肛肠细分市场龙头

马应龙创始于公元 1582 年，是拥有四百余年历史的中华老字号企业。明朝万历年间，河北定州（今定县）中医马金堂首创“定州眼药”，继承者马应龙将其更名为“马应龙定州眼药”。至清代，马应龙后裔把药店开到北京，20 世纪初，马氏又将汉口作为马应龙眼药的南方经营中心。四百多年来，马应龙经营从未间断，其传人至今已历十四代，传承有序可查，是国家商务部认定的首批“中华老字号”企业。2004 年，公司在上交所上市。

传承发展八宝名方，新产品不断涌现，逐步进军肛肠市场。马应龙八宝名方包括麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硃砂等八味中药。根据中医异病同治的原理以及古方具有的“清热解毒、活血化瘀、消肿止痛、祛腐生肌”功效，20 世纪 80 年代以来，公司在八宝名方配伍的基础上陆续研制推出了马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏和马应龙八宝眼霜等深受用户好评的产品。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，连续 20 年入选“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值达 521.87 亿元。

图1：马应龙主要产品发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

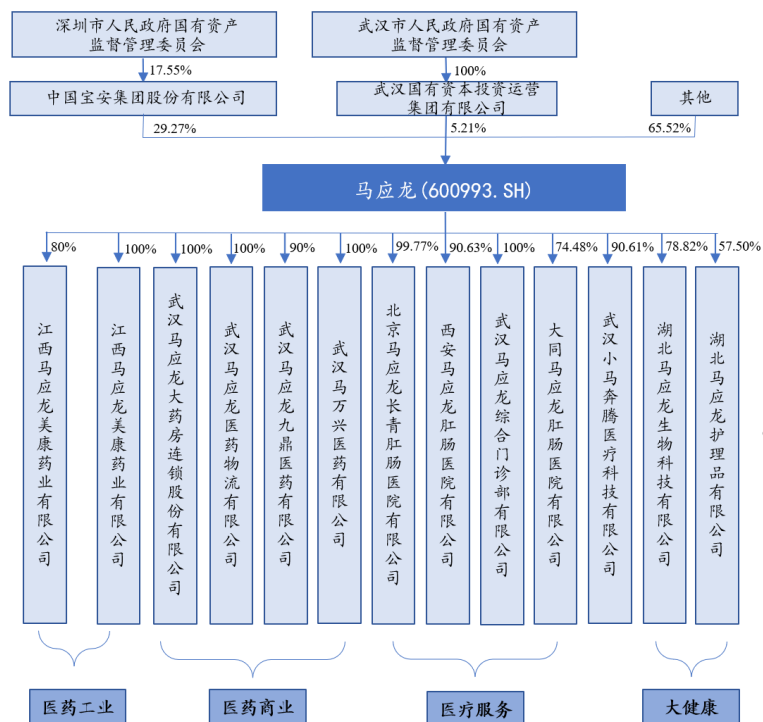
马应龙作为肛肠治痔类药物的领导品牌，以肛肠及下消化道领域为核心定位，打造肛肠健康方案提供商，努力建设成为肛肠健康细分领域服务功能齐全、规模最大、最具影响力的顶尖企业。同时，近年来公司加快眼科、皮肤等新兴业务发展，对八宝眼膏、龙珠软膏等主要产品加快规模上量，为肛肠核心形成侧翼支撑；2022 年重组大健康事业部，大力发展大健康产业，产品按照肛肠健康、眼美康、皮肤健康、抗毒提免等若干主题集结，不断拓宽经营边界，在线下、线上销售均取得良好进展。

1.2. 宝安集团为公司第一大股东，股权结构与产业布局多元化

成功实施国企产权改革，宝安集团控股，股权结构多元化。新中国成立后，公司前身马应龙制药厂更名为“武汉第三制药厂”。1995年，武汉第三制药厂进行股份制改造，引入第一大股东宝安集团并更名为“马应龙药业股份集团有限公司”。之后，公司借助宝安集团先进的经营机制和理念，坚持品牌经营战略和资本经营战略，进入协调发展的快车道。截止2024年Q1，公司前两大股东为宝安集团和武汉国有资本投资运营集团，持股比例分别为29.27%和5.21%。

公司主营业务涵盖医药工业、医药商业、医疗服务三大板块，产业布局多元化。截至2024年Q1，公司旗下拥有四十余家子、孙公司，已形成医药工业、医疗服务和医药商业的立体产业结构布局。

图2：公司股权结构（截止2024年Q1）



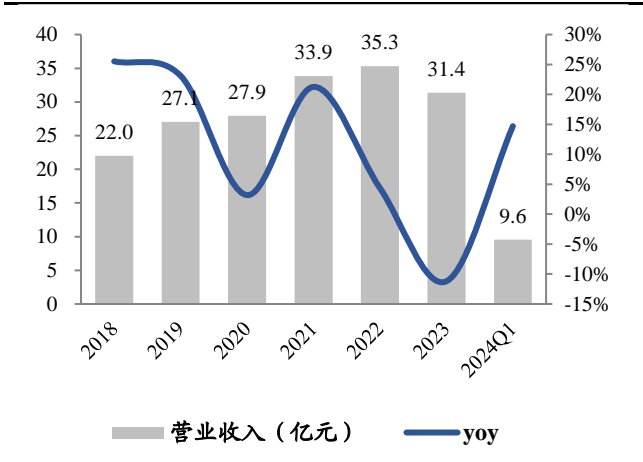
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 三大业务共同推动整体业绩增长，医药工业板块支撑毛利

公司整体经营业绩增速有所波动，2024年Q1收入重回高增长。2018-2022年，公司营业收入、归母净利润与扣非净利润均持续增长，其中营业收入年均复合增长率为12.59%，归母净利润年均复合增速为28.4%。2023年，公司实现营业收入31.37亿元，同比减少11.20%；归母净利润4.43亿元，同比减少7.38%。一方面，医药工业板块因渠道调整、主动优化渠道库存等影响，主营业务收入同比减少11.52%；另一方面，医药商业持续优化业务结构、防范产业风险，主营业务收入同比减少19.67%。经过渠道梳理、

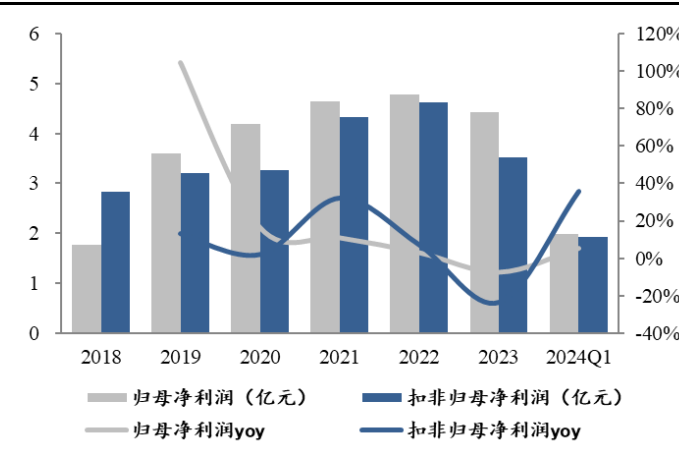
业务结构优化等，2024 年 Q1，公司实现营收 9.55 亿元，同比提升 14.7%，扣非归母净利润 1.93 亿元，同比提升 35.67%，业绩重回高增长。

图3: 公司营业收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

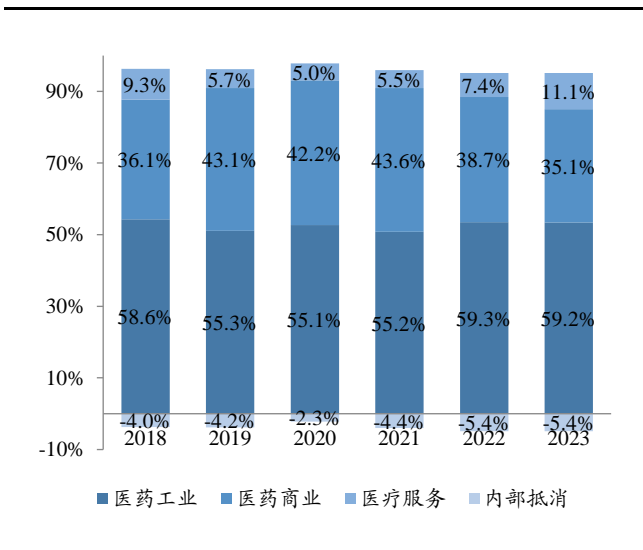
图4: 公司归母净利润和扣非净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

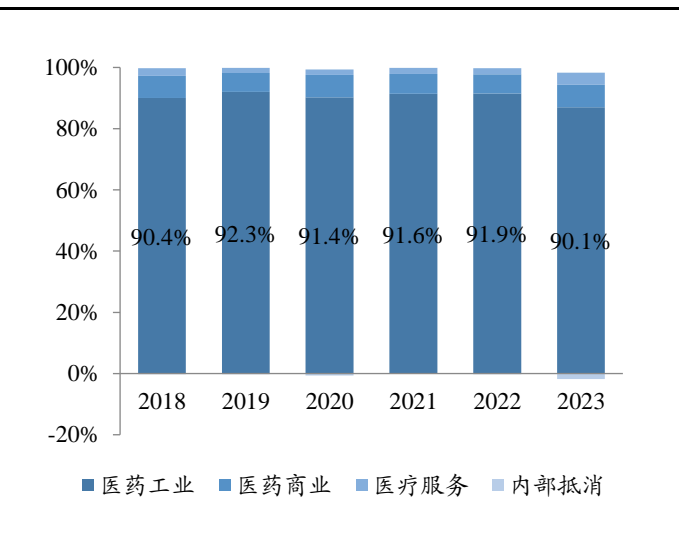
分业务看，三大板块共同发力，医药工业贡献过半营收和绝大部分毛利。医药工业板块的营收从 2018 年 12.79 亿元持续增长至 2022 年 20.73 亿元，年均复合增长率为 12.83%，2023 年工业板块收入 18.34 亿元，工业收入占总营收比重超过 50%。工业板块毛利率高，每年为公司贡献 90%以上毛利，但受原材料价格上升、新品规上量等影响，治疗类产品毛利率小幅度下降。2023 年医药商业占总营收比重逐渐缩小，且由于批发、物流等业务毛利率低，该板块对整体毛利贡献较小。医疗服务板块是公司立足肛肠健康核心领域、拓展肛肠全产业链的重要支点，其营收和毛利呈增长趋势。

图5: 2019-2023 年公司主营业务收入结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

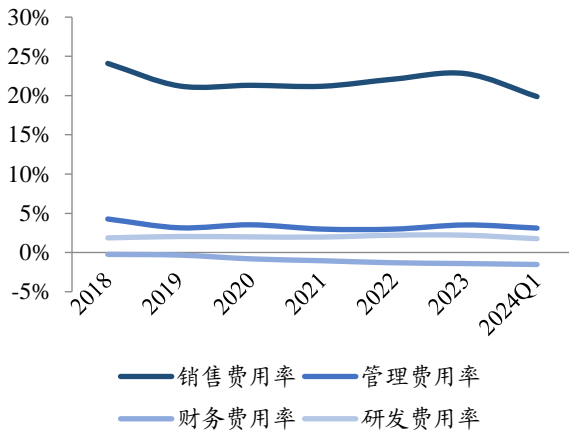
图6: 2019-2023 年公司主营业务毛利结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

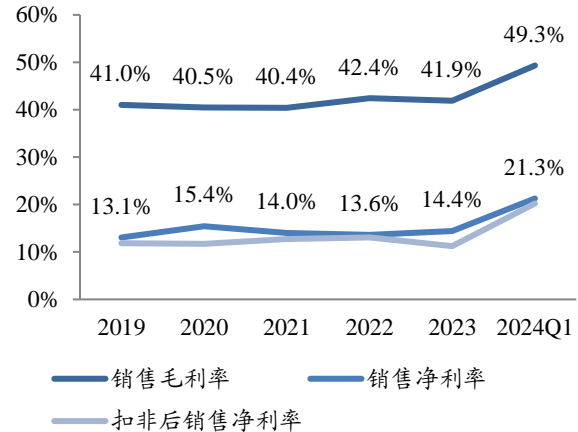
相较于同行业公司,公司的销售费用率处于中等水平,近年来保持在 25%以下。2023 年,公司销售费用率 22.8% (+0.7pct, 较上年同期提升 0.7 个百分点,下同), 2024Q1, 公司销售费用率 19.87 (+3.14pct), 主要系公司积极促进全渠道营销协同推进, 拓展县域市场和下沉市场; 同时增强策划推广, 拉动终端消费流量和流速。2023 年, 公司销售净利率 14.4% (+0.8pct), 2024 年 Q1, 公司销售净利率 21.28% (-1.48pct), 随着公司渠道的优化、产品价值的回归, 我们预计公司净利率有望稳中有升。

图7: 公司各项费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 公司毛利率及净利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 肛肠行业市场广阔, 公司治理产品具有量价齐升空间

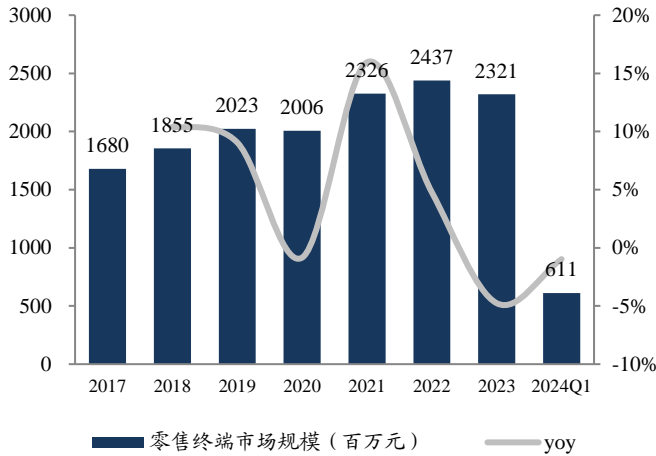
2.1. 肛肠疾病“一高两低”, 市场空间广阔

痔是最常见的肛肠疾病之一, 发病的诱因众多, 工作环境和生活方式、饮食习惯、心理状况、家族史、排便习惯等都可诱发痔疮, 且复发率高、根治难。根据《中国痔病诊疗指南(2020)》, 美国的流行病学调查结果显示, 其发病率为 4%~55%, 每年就诊人数接近 400 万人, 相较于发病率而言, 每年就诊率仍处于个位数水平。比较世界各国痔病的发病率, 哈萨克斯坦最低, 中国最高。2013—2014 年我国 31 个省(自治区、直辖市)流行病学调查结果显示, 肛肠疾病发病率为 51.1%, 其中痔病发病率为 50.3%, 占所有肛肠疾病的 98%以上。分析不同年龄阶段痔的患病率, 痔疮的患病率随着年龄的增加而升高, 其中 35-59 岁年龄段患病率最高。随着人口老龄化进程加快以及上班人群久坐等不良习惯的增多, 痔疮的发病率或不断提高。

2012-2015 年公司联合中华中医药学会肛肠分会开展了“中国成人常见肛肠疾病流行病学调查”, 调查了全国 31 个省(自治区、直辖市)、近 7 万个样本, 流调结果整体呈现“一高两低”特点, 即发病率高、就诊率低和认知度低, 具体来说, 样本人群肛肠疾病患病率达 50.1%, 患者认知率 48.1%, 而患者就诊率仅 28%, 肠健康领域空间广阔

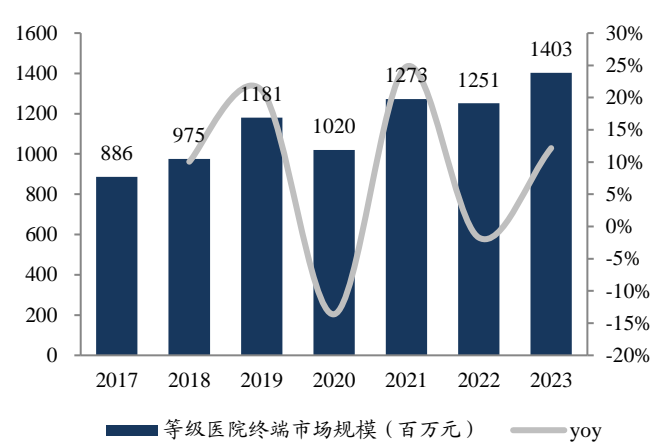
任重道远。根据中康开思样本数据，2023年零售终端痔疮类药物销售额为23.2亿元，较2022年略有下滑，2017-2023年CAGR为5.5%。2023年医院终端痔疮类药物销售额为14.0亿元，同比增长12%，2017-2023年CAGR为8%，增速快于院外复合增速，但规模仍远小于院外市场规模，主要同疾病特点有关，多数轻中症患者更倾向于院外自行买药治疗。

图9：零售终端痔疮类药物市场（百万元）及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

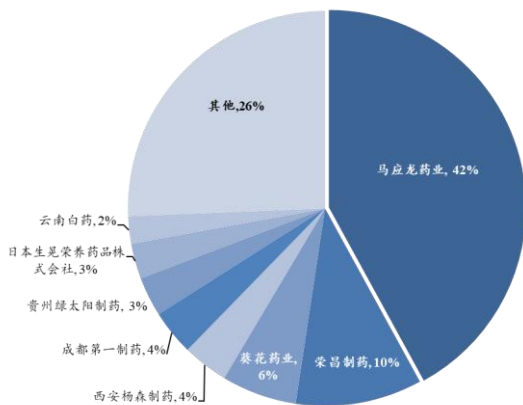
图10：等级医院痔疮类药物市场（百万元）及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

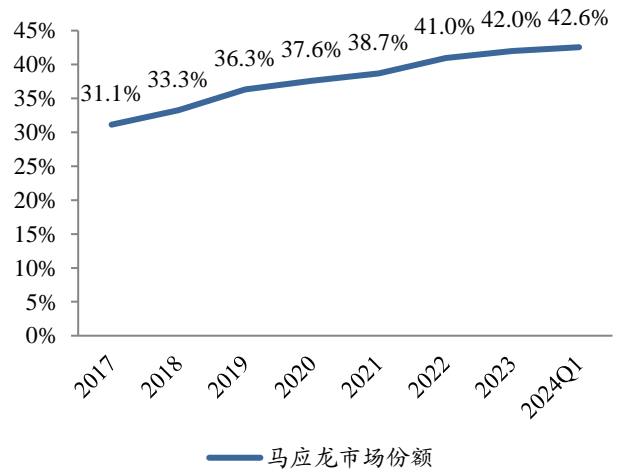
从市场竞争格局来看，马应龙作为在肛肠疾病细分行业龙头地位稳固。2017-2023年马应龙产品占零售终端的份额稳中有升，2023年提升至42.55%。2023年，公司清理渠道库存，调节乱价现象，但龙头地位不变，公司品牌力深入人心。等级医院终端，马应龙份额维持在15%以上。

图11：2023年零售终端痔疮类药物竞争格局（按厂家）



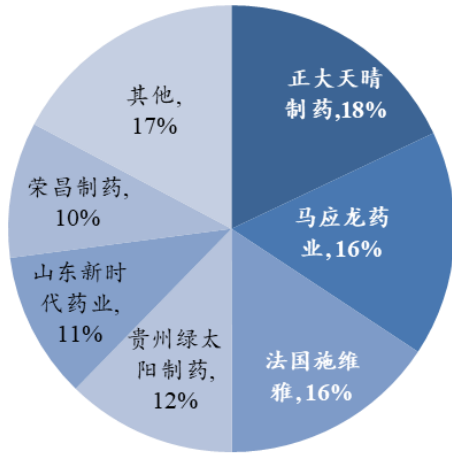
数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图12：痔疮类药物零售终端马应龙市场份额变化



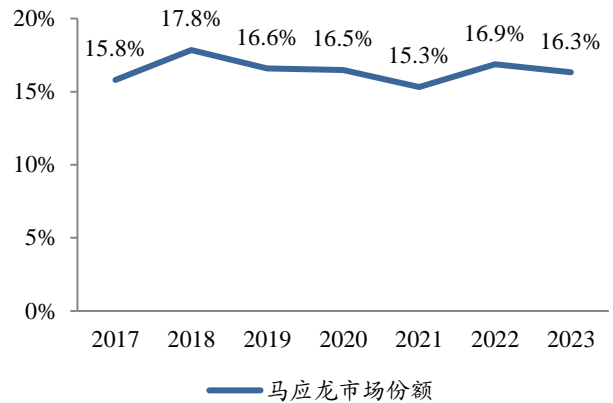
数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图13: 2023年等级医院终端痔疮类药物竞争格局(按厂家)



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

图14: 痔疮类药物等级医院终端马应龙市场份额变化



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

2.2. 马应龙治痔产品物美价优, 具有量价齐升空间

公司聚力强化肛肠品类经营, 巩固产业链优势地位, 根据中康开思数据, 2023年, 肛肠用药零售市场销售前三分别为马应龙的麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消炎片, 马应龙品牌位居行业首位。公司肛肠品类规模持续稳定增长, 2023年治痔类产品收入为12.92亿元, 占工业收入的70.2%, 2018-2023年年复合增速为16.21%, 且毛利率维持在70%以上, 是公司利润的主要来源。

表1: 公司肛肠治痔类核心品种

| 药品名称 | 注册分类 | 适应症或功能主治 | 是否处方药 | 是否纳入国家基药目录 | 是否纳入国家医保目录 |
|----------|------|---|-------|------------|------------|
| 马应龙麝香痔疮膏 | 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 | 是 | 是 |
| 麝香痔疮栓 | 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 | 是 |
| 痔疮消炎片 | 中药9类 | 清热解毒, 润肠通便。用于止血, 止痛, 消肿。用于痔疮发炎肿痛。 | 否 | 否 | 否 |
| 金玄痔科熏洗散 | 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 | 否 |
| 地奥司明片 | 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 | 是 |

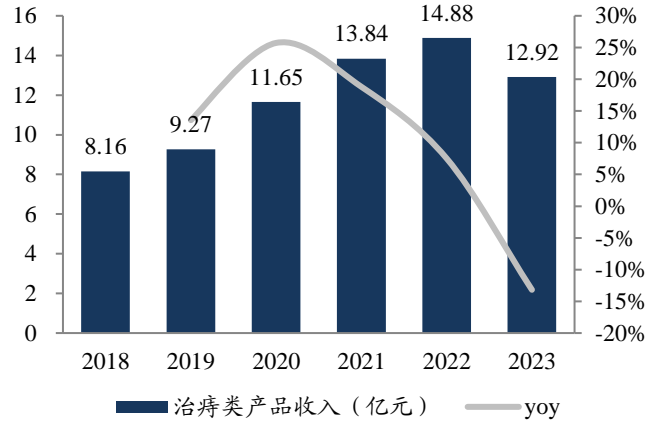
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 马应龙核心药品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图16: 马应龙治痔类产品收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

相较于同类竞品, 公司产品品牌影响力更强, 且价格上性价比较高。2019年, 国家工信部发布第四批制造业单项冠军企业(产品)通告, 公司治痔膏药获选单项冠军产品, 是国内唯一获此殊荣的中药类产品, 2022年11月顺利通过国家工信部制造业单项冠军企业(产品)复评。此外, 马应龙麝香痔疮膏/栓入选《2022年度中国非处方药黄金大单品名单》, 老品牌愈久弥香。从价格上来看, 马应龙产品价格低廉, 品规较多, 可满足不同患者的购买需求。

图17: 2022年度中国非处方药黄金大单品名单

| 药品通用名 | 商品名 |
|-------------------|------------|
| 阿胶/复方阿胶浆 | 东阿 |
| 肠炎宁片/颗粒/糖浆 | 康恩贝 |
| 肺宁颗粒 | 修正 |
| 感冒灵颗粒/胶囊 | 999 |
| 藿香正气口服液 | 太极 |
| 急支糖浆/颗粒 | 太极、山水 |
| 健胃消食片 | 江中 |
| 金水宝胶囊 | 金水宝 |
| 连花清瘟胶囊 | 以岭 |
| 马应龙麝香痔疮膏/栓 | 马应龙 |
| 止痛贴膏 | 奇正+藏文 |
| 养血清脑颗粒/丸 | 天士力 |
| 云南白药气雾剂/膏/创可贴/酊 | 云南白药 |

数据来源: 中国非处方药物协会发布, 东吴证券研究所

图18: 2022年零售终端肛肠用药品牌销售 top20

| 品牌 | 药品类别 | 处方性质 |
|------------------------|------|------|
| 马应龙(马应龙麝香痔疮膏) | 中成药 | OTC |
| 马应龙(麝香痔疮栓) | 中成药 | OTC |
| 马应龙(痔疮消片) | 中成药 | OTC |
| 荣昌(肛泰) | 中成药 | OTC |
| 荣昌(肛泰栓) | 中成药 | OTC |
| 葵花(熊胆痔灵膏) | 中成药 | OTC |
| 美辛唑酮红古豆醇酯栓(成都第一制药有限公司) | 化学药 | Rx |
| 太宁(复方角菜酸酯栓) | 化学药 | OTC |
| 肤痔清软膏(贵州绿太阳制药有限公司) | 中成药 | OTC |
| 消脱止-M(草木犀流浸液片) | 化学药 | Rx |
| 荣昌(肛泰软膏) | 中成药 | OTC |
| 葵花(熊胆痔灵栓) | 中成药 | OTC |
| 云南白药痔疮膏(云南白药集团股份有限公司) | 中成药 | Rx |
| 痔速宁片(江西药都仁和制药有限公司) | 中成药 | Rx |
| 葛泰(地奥司明片) | 化学药 | Rx |
| 马应龙(地奥司明片) | 化学药 | Rx |
| 熊胆痔灵栓(山东中泰药业有限公司) | 中成药 | OTC |
| 槐角丸(太极集团重庆桐君阁药厂有限公司) | 中成药 | OTC |
| 痔疮栓(荣昌制药(淄博)有限公司) | 中成药 | OTC |
| 九华痔疮栓(江西九华药业有限公司) | 中成药 | OTC |

数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

2017年, 公司为积极应对原辅材料价格上涨和人工成本上升压力, 加快工艺技术革新和智能制造升级, 上调公司主导产品马应龙麝香痔疮膏(10克装)(以下简称“10克膏”)供货价格, 上调幅度为18%。提价后, 公司营销体系和营销网络有效消化调价影

响，10克膏销量没有明显波动。马应龙痔疮膏/栓等通过各地区经销商覆盖零售终端，产品价格较竞品而言处于中下水平，日服用费用低廉，患者对价格敏感性较低，且对品牌认可度高的产品具有一定的消费粘性。

图19：治痔类产品零售端价格情况

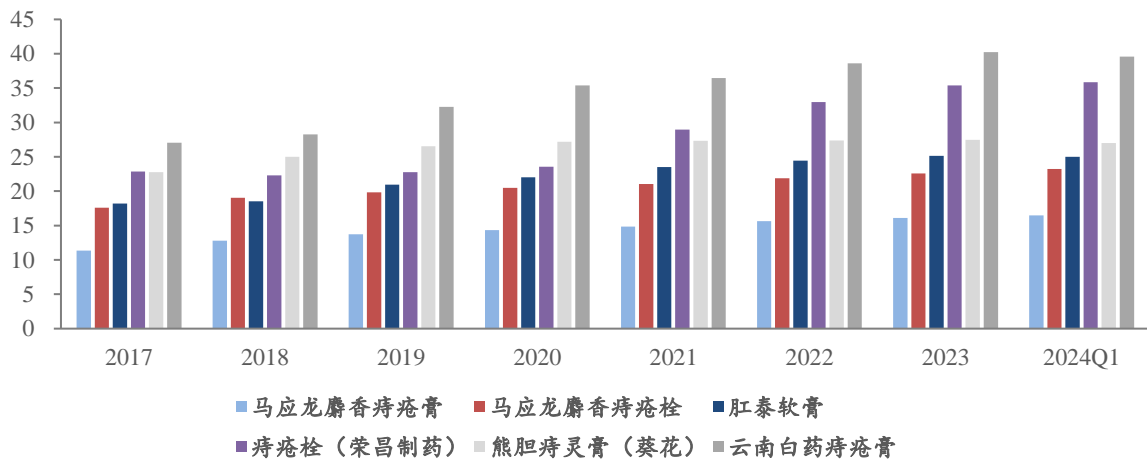
| | 规格 (每盒) | 用量 | 价格 (元/盒) | 日用药金额 (元/天) |
|------------------------|------------|---------------------|-----------|-------------|
| 马应龙(马应龙麝香痔疮膏) | 10g/支 | 早晚各1次，一次3g左右，一支可用两天 | 11.6~13 | 7~7.8 |
| | 20g/支 | 早晚各1次，一次3g左右，4天装 | 19.75~20 | 6 |
| | 4g*6支 | 一次1支，一天2次 | 20.7~21 | 6.9~7 |
| | 2.5g*5支 | 一次1支，一天2次 | 18.3~19.5 | 7.32~7.8 |
| | 4g*12支 | 一次1支，一天2次，6天装 | 40 | 6.7 |
| 马应龙(麝香痔疮栓) | 1.5g*6粒 | 一次1粒，一日2次 | 13.5~14.8 | 4.5~4.9 |
| | 1.5g*12粒 | 一次1粒，一日2次 | 19.8~20.4 | 3.3~3.4 |
| | 1.5g*14粒 | 一次1粒，一日2次 | 24~26 | 3.4~3.7 |
| 马应龙(痔疮消片) | 0.53g*30片 | 一次3~6片，一日3次 | 28.5~28.6 | 8.55~17.16 |
| 马应龙(地奥司明片) | 0.45g*36片 | 一次1片，一日2次 | 44.7~54 | 2.5~3 |
| 荣昌(肛泰) | 4片 | 一次1片，一日1次 | 33.3~35 | 8.3~8.8 |
| 荣昌(肛泰栓) | 1g*12粒/盒 | 一次1粒，一日1-2次 | 32.7~34.9 | 2.7~5.8 |
| 葵花(熊胆痔灵膏) | 10g | 一天2次，一次1~2g左右 | 15 | 3~6 |
| 美辛唑酮红古豆醇酯栓(成都第一制药有限公司) | 5粒 | 一次1粒，一日1次 | 28.6 | 5.7 |
| 太宁(复方角菜酸酯栓) | 3.4g*6 | 一次1粒，一日1~2次 | 25 | 4.2~8.4 |
| 肤痔清软膏(贵州绿太阳制药有限公司) | 15g*1支/盒 | 轻症每日一次，重症早晚各一次 | 62 | 6~12 |
| 消脱止-M(草木犀流浸液片) | 0.4g*50片/盒 | 口服，一次4片，一日3次 | 117 | 28 |
| 荣昌(肛泰软膏) | 10g/盒 | 一天1~2次，一次1g | 16.8~17.5 | 1.68~3.5 |
| 葵花(熊胆痔灵栓) | 6粒/盒 | 一次1粒，一日2次 | 12.5~13.5 | 4.2~4.5 |
| 云南白药痔疮膏(云南白药集团股份有限公司) | 1.5g*6 | 一次1~1.5克，一日2次 | 63 | 21 |

数据来源：阿里健康，淘宝、东吴证券研究所

注：价格为2024年5月28日阿里健康售价（其中，葵花熊胆痔灵膏及泰宁复方角菜酸酯栓阿里健康未售，选取淘宝其他店铺价格），后续可能会随营销活动上下略有波动。

从零售终端价格来看，同类竞品价格持续稳中有升，2017-2023年肛泰软膏价格年复合增速为5.5%，荣昌制药的痔疮栓年均复合提价幅度为7.6%，葵花药业的熊胆痔灵膏年均复合提价幅度为3.2%，云南白药痔疮膏年均复合提价幅度为6.3%。我们认为，马应龙10g膏、20g膏、6粒栓等核心产品均具有提价空间，小幅提价下，公司的渠道覆盖、营销体系以及品牌力均能有效对冲提价对终端销量的影响，有望实现量价齐升。

图20：零售终端治痔类产品价格逐步提升（元/盒）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

注：平均单价由销售额除以销售量，不分品规

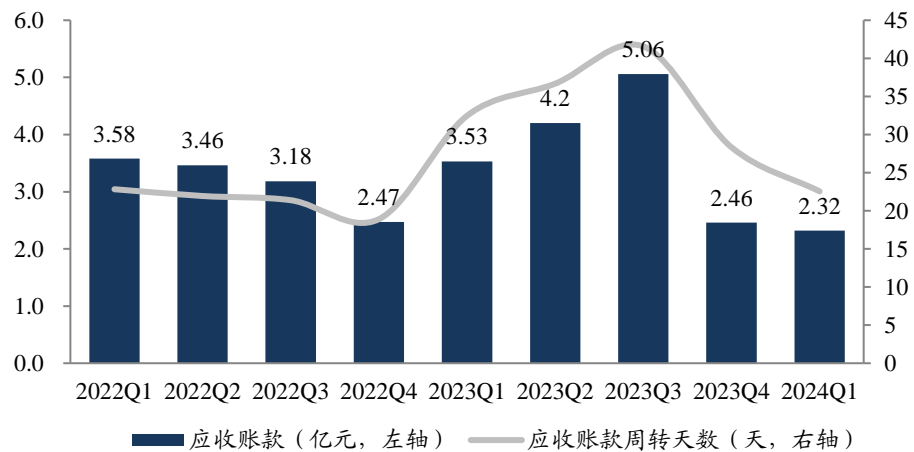
2.3. 加强肛肠品类渠道管控，保障终端价格稳定

马应龙痔疮膏/栓凭借较强的品牌力，在经销商渠道及零售终端均起到引流作用。经销商为抢占更多的市场份额，一方面会提前囤货，核心产品渠道库存较高，长此以往回款较慢，应收账款金额不断提升；另一方面，部分经销以低价换取份额，扰乱市场。

基于以上问题，公司对核心肛肠品类产品的经销体系进行调整，针对核心品种品规归拢渠道，减少渠道一级经销商合作数量，优化与渠道经销商的合作方式。从公司角度，渠道归拢后公司只需把控特约经销商的回款，回款难度下降，有助于促进产品市场秩序进一步规范；另一方面，公司可以节约原本给到经销商的部分销售费用，核心产品的净利率有望提升。对特约经销商而言，在公司减少销售费用的情况下，虽然利润率较之前有所降低，但量大幅提升，利润绝对额上升。我们认为，随着渠道梳理的深入开展，渠道内低价产品逐步消化，终端产品价格有望恢复至合理水平，同时也为后续产品提价奠定了良好的基础。

公司渠道调整、主动优化渠道库存效果明显，营运质量更加良性。2023年Q4公司应收账款大幅下降，2024年Q1下降至2.32亿元，恢复至2022年底水平；应收账款周转天数由23Q3的41.57天下降至24Q1的22.55天，营运质量提升。

图21：公司应收账款金额及周转天数情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 丰富产品品类，眼科、皮肤及大健康产品带来新的增长极

3.1. 眼科品类：八宝眼霜紧跟眼部健康赛道，非遗技艺焕发新活力

回归本源，“八宝”品牌眼科产品陆续上市。马应龙以眼药起家，坚持传承与创新并重，在聚力强化肛肠品类经营的同时，也不忘回归眼科本源，大力发展眼部健康产业。

其眼药制作技艺源于八宝名方，于 2011 年入选“国家非物质文化遗产名录”。上世纪八十年代，从八宝眼粉改进而来的八宝眼膏上市销售，目前已被列入国家医保乙类品种目录；2009 年，公司推出第一款“去黑眼圈”八宝眼霜，随后又陆续推出多款药妆型眼霜，开启了马应龙眼科品类发展新时代。

八宝眼霜专注眼部护理保健，系列产品深受用户欢迎。目前，针对不同用户的肤质特征及眼部护理需求，八宝眼霜系列已打造出眼袋型、眼纹型、紧致型、男士多效型等多种款式的产品。其中，“绿珍珠”眼袋型眼霜凭借其独特的药香与显著的功效，在京东、天猫等网络购物平台成为爆款产品，累计销量已超过 200 万盒。

图22: 八宝眼霜系列产品矩阵



数据来源：京东官网，东吴证券研究所

八宝眼霜将传统精华与现代科技结合，采用独特配方，为眼部肌肤带来全面护理。其核心组方已通过空军总医院化妆品研究中心的功效性测试，还荣获两项针对眼部皮肤的发明专利，产品功效可靠度高。2023 年，公司加快拓展马应龙八宝系列眼霜，全年眼部健康产品销售收入实现稳定增长，其中马应龙八宝系列产品同比增长 15%，表现亮眼。

表2: 八宝眼霜系列主要产品介绍

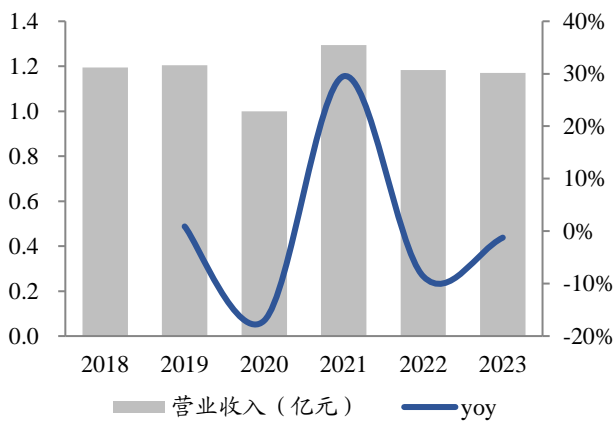
| 产品名称 | 主要成分 | 功效 |
|-----------------|----------------------------------|-------------------|
| 马应龙八宝眼袋型眼霜 15g | 传统八宝配方、光果甘草根提取物、葡糖基橙皮苷、乙酰基四肽-5 等 | 补水保湿，紧致眼袋，改善眼部浮肿 |
| 马应龙八宝眼纹型眼霜 15g | 传统八宝配方、光果甘草根提取物、扭刺仙人掌提取物、牛油果提取物等 | 淡化细纹，抗皱 |
| 马应龙八宝紧致型眼霜 16g | 传统八宝配方、问荆提取物、假叶树根提取物、小米椒果提取物等 | 淡化黑眼圈，提拉紧致，补水保湿 |
| 马应龙八宝男士多效眼霜 15g | 传统八宝配方、葡萄柚果提取物、假叶树根提取物等 | 淡化黑眼圈，紧致眼袋，提升眼周轮廓 |

数据来源：京东官网，东吴证券研究所

3.2. 皮肤品类：以龙珠软膏为核心布局，发展皮肤健康护理业务

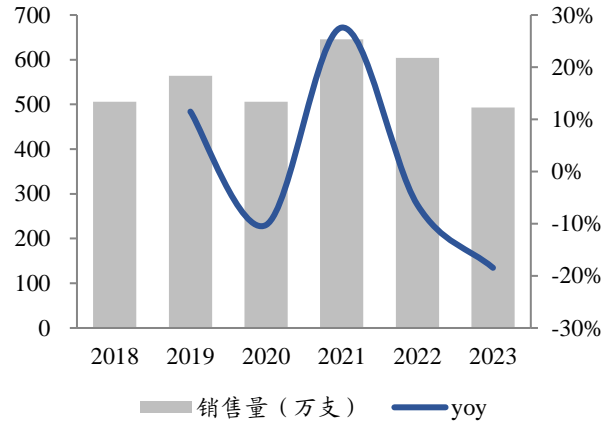
皮肤品类作为公司医药工业领域的新兴业务，与治疗品类相比规模较小，2023 年实现营收 1.17 亿元。龙珠软膏是马应龙独家药品之一，已上市销售二十余年，凭借清热解毒、消肿止痛、祛腐生肌的良好功效，广泛用于治疗疔和痈等各种化脓性皮肤病，对痤疮以及带状疱疹也有一定疗效，目前已被列入国家医保乙类品种目录。

图23: 公司皮肤类产品营业收入



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图24: 马应龙龙珠软膏销量



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司以龙珠软膏作为皮肤品类的核心，发展皮肤健康护理业务，并持续加强市场建设，建立健全学术营销体系，组织开展交流活动，为后续市场拓展打下良好基础。在 2022 年中国非处方药产品（中成药）榜单中，马应龙龙珠软膏在皮肤科类产品中排名第六，产品市占率仍有较大成长空间。基于公司进一步强化品牌经营战略，并持续推进龙珠软膏升级研发项目，我们预计该产品将进一步提升市场竞争力，有望成为新的增长点。

表3: 2022 年中国非处方药产品（中成药）皮肤科类排名 TOP10

| 排名 | 商品名/商标名 | 药品通用名 | 企业名称 |
|----------|------------|-------------|----------------------|
| 1 | 希尔安、伍舒芳 | 金蝉止痒颗粒 | 重庆伍舒芳健康产业（集团）有限公司 |
| 2 | 九芝堂 | 足光散 | 成都九芝堂金鼎药业有限公司 |
| 3 | 绿太阳 | 肤痒清软膏 | 贵州绿太阳制药有限公司 |
| 4 | 龙虎、天坛 | 清凉油/清凉油（白色） | 上海中华药业有限公司 |
| 5 | 京万红 | 京万红软膏 | 天津达仁堂京万红药业有限公司 |
| 6 | 马应龙 | 龙珠软膏 | 马应龙药业集团股份有限公司 |
| 7 | 昆中药 | 金花消痤丸 | 昆明中药厂有限公司 |
| 8 | 康恩贝 | 风油精 | 浙江康恩贝制药股份有限公司 |
| 9 | 升和 | 肤痒颗粒 | 四川升和药业股份有限公司 |
| 10 | 龙虎 | 风油精 | 上海中华药业有限公司 |

数据来源：CNMA（中国非处方药物协会），东吴证券研究所

3.3. 大健康品类：布局广泛，产品序列完善，发展前景持续可期

公司聚焦肛肠、眼科等战略关键领域，拓展和培育大健康重点品种。通过挖掘肛肠健康需求，联合发布《2023 年湿厕纸新消费趋势白皮书》，开发上市小蓝湿厕纸、大白卫生湿巾等系列湿巾产品，实现卫生湿巾产品的全渠道布局。大健康品类涵盖功能性化妆品、功能性护理品、功能性食品、消械产品四大类，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、消毒杀菌类产品等产品，已上市 SKU 超过 400 余个，在研产品 100 余个。2022 年，公司大健康业务营收同比增长 23.75%。随着大健康产业布局持续优化，大健康品类发展前景持续可期。

图25：公司大健康品类产品序列



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

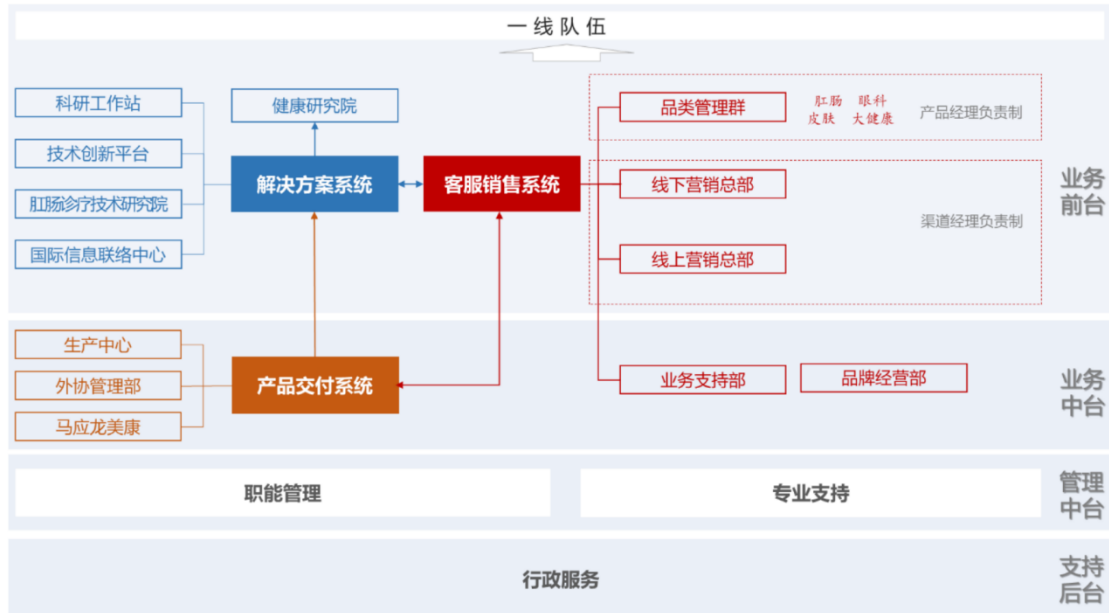
3.4. 完善渠道布局，强化品牌建设，助力多品类产品放量

公司渠道布局完善，渠道建设取得新进展。线下市场配置四大渠道线，分别为商业渠道、医院渠道、零售渠道、消费渠道。公司在线下总部原药线渠道的基础上，大力拓展非药线市场，设立大健康专职队伍，主要健康产品销售实现突破。三大终端拦截战役协同深化。在确保县域等级医院高覆盖的基础上，着力提升销售质量，终端覆盖率保持在 90%以上。持续推进肛肠诊疗中心共建项目，诊疗网络不断拓展，加强公司自有药品、大健康产品在共建体系销售。优化完善健康家运营模式，以重症药房、中医门诊、O2O 业务为经营载体，不断丰富服务内容，拓展服务半径。

大力拓展线上渠道。强化美妆、护理、药品等业务线上经营，构建完善渠道矩阵，实现主流电商平台的基本覆盖。完善供应链建设，优化采购环节，细化仓储物流管理，

提升供应链管理能力。成立直播运营组，积极拓展自播业务，销售规模实现持续放量。加大自营品种经营力度，线上全渠道自有产品销售规模持续提高。会员管理成效明显，部分渠道会员成交占比逐步提升。年内线上业务规模稳步增长。

图26: 马应龙工业运行架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

贯彻实施“守正出奇”的品牌经营战略，推动老字号企业开拓创新。公司围绕肛肠、眼科、大健康等业务领域策划实施系列品牌推广活动，持续创新传播手段：携手黄鹤楼打造联名 IP，推出楚盒·鹤礼；借助创意短视频、全域种草、直播带货等多种形式有效触达终端消费者；全面升级昙华林马应龙体验馆，着力构建大健康产品社群营销集中地。在营销创新的推动下，公司品牌价值持续提升。

4. 聚焦肛肠领域，优化上下游布局

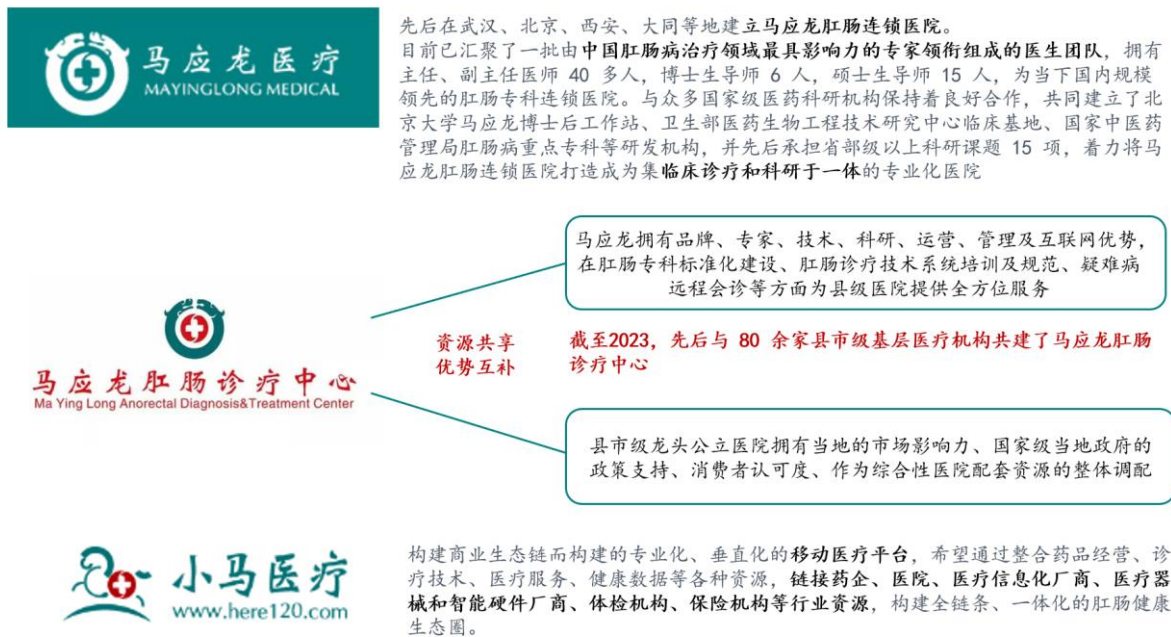
4.1. 医疗服务：搭建服务网络，夯实肛肠健康领军者地位

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。公司向诊疗业务实施品牌延伸，发挥品牌优势和医药互动经营优势，先后在武汉、北京、西安、大同等地建立肛肠连锁医院。医院汇聚一批中国肛肠治疗领域最具影响力的专家，临床诊疗和科研一体，马应龙肛肠连锁医院的专家团队始终保持与国际最先进的肛肠诊疗技术接轨，患者也可以优先享受到最新科研成果的诊疗服务。同时，公司综合考量行业趋势变化，优化医疗产业结构，转让南京马应龙中医医院有限

公司股权，轻资产运营。

马应龙肛肠诊疗中心将马应龙同县市级龙头公立医院的优势结合，持续搭建医疗服务网络，覆盖范围逐渐扩大，截至 2023 年底累计签约共建诊疗中心 80 家，在分级诊疗背景下更好地服务县域基层患者，进一步扩大影响力。此外，公司积极打造肛肠学术交流平台，进一步提升品牌影响力。2023 年公司医疗服务营业收入 3.45 亿元，同比增长 33.28%，毛利率 13.73%，较 2022 年同比提升 2.42 个百分点。

图27：马应龙肛肠服务模式



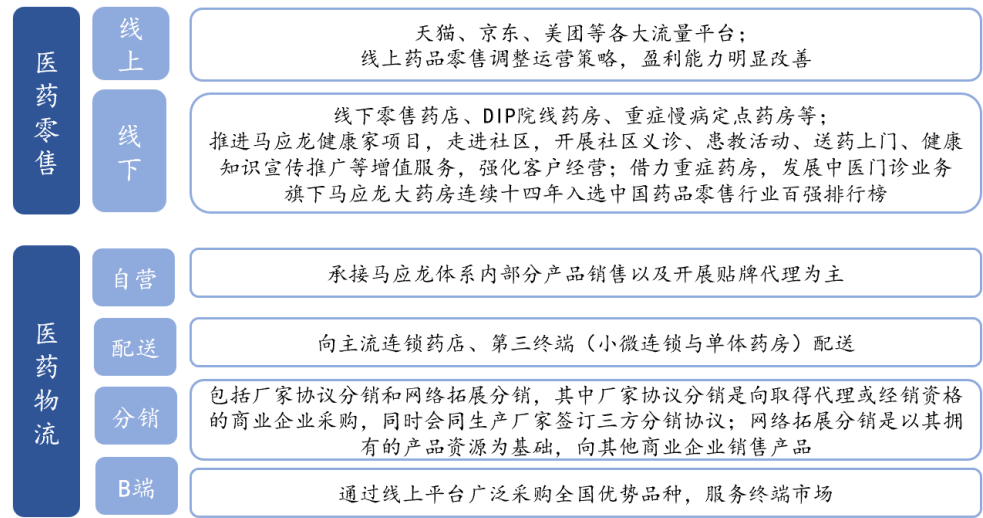
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

4.2. 医药商业：持续优化业务结构， 夯实湖北地区优势

公司医药商业包括医药零售和医药物流两大业务。医药零售主要以线下零售药房为依托，以线上业务创新发展为平台，凭借优质的商品和良好的服务在广大消费者中形成了“买品牌药到马应龙”的口碑。旗下马应龙大药房连续十余年入选中国药品零售行业百强排行榜。

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，构建比较优势。公司调整医药物流业务结构，优化网络拓展分销业务，积极探索品牌厂家、医药物流与连锁药店“三位一体”的合作模式。2023 年，医药商业实现营收 10.88 亿元，较 2022 年同期下滑 19.67%。

图28: 公司医药商业服务模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 核心假设

- (1) 医药工业板块：2023 年公司重点调整销售架构，清理渠道低价库存，业绩端有所承压，基于渠道库存的优化、营销组织结构的调整，我们预计治疗类销售量平稳增长，2024-2026 年治疗类产品收入增速为 18.5%/14%/12%。基于渠道布局完善及品牌建设强化，皮肤类、眼科类及其他产品均有望稳步放量；综合来看，2024-2026 年，我们预计医药工业收入增速为 16.5%/13.6%/11.8%。
- (2) 医疗服务：公司加快医疗服务布局，提升网络价值，我们预计 2024-2026 年医疗服务收入增速为 35%/30%/25%。
- (3) 医药流通：公司调整医药流通业务结构，优化网络拓展分销业务，我们预计 2024-2026 年公司医药商业收入增速为 0%/5%/5%。

综合来看，我们预计 2024-2026 年公司营收为 35.19/39.84/44.58 亿元，同比增长 12.18%/13.21%/11.90%。

表4: 公司收入拆分及盈利预测 (百万元)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2025E |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 3532.38 | 3136.75 | 3518.67 | 3983.59 | 4457.53 |
| YoY | 4.35% | -11.20% | 12.18% | 13.21% | 11.90% |
| 毛利率 | 42.41% | 41.91% | 43.73% | 44.01% | 44.13% |
| 医药工业 | 2,073.39 | 1,834.47 | 2,135.53 | 2,426.43 | 2,712.01 |
| YoY | 11.60% | -11.52% | 16.52% | 13.62% | 11.77% |
| 其中: 治痔类 | 1,488.34 | 1,292.11 | 1,530.50 | 1,744.77 | 1,954.14 |
| yoy | 7.52% | -13.18% | 18.45% | 14.00% | 12.00% |
| 其他产品 | 585.05 | 542.36 | 605.03 | 681.66 | 757.87 |
| yoy | 23.56% | -7.30% | 11.55% | 12.67% | 11.18% |
| 医疗服务 | 258.67 | 344.76 | 465.43 | 605.06 | 756.32 |
| YoY | 40.11% | 33.28% | 35.00% | 30.00% | 25.00% |
| 医药流通 | 1,354.03 | 1,087.71 | 1,087.71 | 1,142.10 | 1,199.20 |
| YoY | -7.70% | -19.67% | 0.00% | 5.00% | 5.00% |
| 内部抵消 | (188.82) | (168.50) | (200.00) | (220.00) | (240.00) |
| 其他业务 | 35.12 | 38.30 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

5.2. 估值与评级

公司为国内肛肠治痔领域的龙头,在 OTC 端具有强品牌力。选择与公司业务相近,均为品牌中药的云南白药、健民集团、东阿阿胶作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润为 5.58/6.58/7.66 亿元,对应当前市值的 PE 为 22/19/16X。公司估值略低于可比公司估值平均水平。公司核心治痔类产品仍具备提价空间,我们认为,在渠道梳理和价格把控后有望实现量价齐升;此外,公司依托历史悠久的眼药名方,大力拓展眼科类产品,推动老字号企业开拓创新,眼科类、大健康类产品有望带来新增长极。首次覆盖,给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值 (收盘日期为 2024 年 6 月 7 日)

| 公司 | 代码 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | P/E (倍) | | | |
|------|-----------|---------|------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 云南白药 | 000538.SZ | 965.46 | 40.94 | 45.66 | 49.98 | 54.49 | 23.58 | 21.15 | 19.32 | 17.72 |
| 健民集团 | 600976.SH | 95.69 | 5.21 | 6.20 | 7.58 | 9.21 | 18.35 | 15.42 | 12.63 | 10.39 |
| 东阿阿胶 | 000423.SZ | 449.43 | 11.51 | 14.04 | 16.84 | 20.00 | 39.05 | 32.02 | 26.69 | 22.47 |
| 平均值 | | 503.53 | 19.22 | 21.97 | 24.80 | 27.90 | 27.00 | 22.86 | 19.55 | 16.86 |
| 马应龙 | 600993.SH | 124.49 | 4.43 | 5.58 | 6.58 | 7.66 | 28.09 | 22.33 | 18.93 | 16.26 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 马应龙数据为东吴证券研究所预测,其余均来自 wind 一致预测。

6. 风险提示

- (1) 行业政策风险：随着医药卫生体制改革持续深入推进，医药、医疗、医保等方面改革措施相继出台，特别是基药目录调整、医保目录调整、医保支付方式改革、药品集中带量采购等措施的落地，使药企原有经营模式受到冲击，医药市场格局持续变化，行业不确定性增加。
- (2) 市场竞争加剧风险：医药企业愈发重视院外及基层终端的布局，加强品牌建设，行业竞争加剧下，公司产品或存在放量不及预期风险。
- (3) 成本上涨风险：原材料购入成本有升有降，整体可控，后续原辅包材价格走势暂不明朗，或存在成本上涨、产品毛利率下滑风险。

马应龙三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 3,772 | 4,313 | 5,341 | 6,068 | 营业总收入 | 3,137 | 3,519 | 3,984 | 4,458 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,051 | 3,593 | 4,515 | 5,238 | 营业成本(含金融类) | 1,822 | 1,980 | 2,230 | 2,490 |
| 经营性应收款项 | 388 | 338 | 430 | 361 | 税金及附加 | 24 | 26 | 29 | 33 |
| 存货 | 273 | 325 | 344 | 405 | 销售费用 | 715 | 795 | 876 | 954 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 110 | 109 | 116 | 129 |
| 其他流动资产 | 59 | 57 | 52 | 64 | 研发费用 | 69 | 77 | 88 | 98 |
| 非流动资产 | 1,058 | 1,086 | 1,112 | 1,136 | 财务费用 | (44) | (73) | (83) | (103) |
| 长期股权投资 | 135 | 136 | 137 | 138 | 加:其他收益 | 20 | 19 | 20 | 22 |
| 固定资产及使用权资产 | 430 | 487 | 536 | 577 | 投资净收益 | 91 | 49 | 42 | 36 |
| 在建工程 | 206 | 173 | 146 | 125 | 公允价值变动 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 90 | 91 | 92 | 93 | 减值损失 | (21) | (26) | (26) | (26) |
| 商誉 | 25 | 25 | 25 | 25 | 资产处置收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 11 | 13 | 15 | 17 | 营业利润 | 537 | 647 | 762 | 888 |
| 其他非流动资产 | 161 | 161 | 161 | 161 | 营业外净收支 | (12) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4,830 | 5,399 | 6,453 | 7,204 | 利润总额 | 525 | 647 | 762 | 888 |
| 流动负债 | 681 | 552 | 816 | 669 | 减:所得税 | 73 | 87 | 103 | 120 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 79 | 79 | 79 | 79 | 净利润 | 452 | 559 | 660 | 768 |
| 经营性应付款项 | 290 | 84 | 312 | 130 | 减:少数股东损益 | 9 | 2 | 2 | 2 |
| 合同负债 | 92 | 99 | 112 | 125 | 归属母公司净利润 | 443 | 558 | 658 | 766 |
| 其他流动负债 | 221 | 290 | 313 | 335 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.03 | 1.29 | 1.53 | 1.78 |
| 非流动负债 | 279 | 419 | 549 | 679 | EBIT | 401 | 570 | 684 | 795 |
| 长期借款 | 100 | 200 | 300 | 400 | EBITDA | 491 | 629 | 745 | 858 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 41.91 | 43.73 | 44.01 | 44.13 |
| 租赁负债 | 94 | 134 | 164 | 194 | 归母净利率(%) | 14.13 | 15.85 | 16.51 | 17.18 |
| 其他非流动负债 | 85 | 85 | 85 | 85 | 收入增长率(%) | (11.20) | 12.18 | 13.21 | 11.90 |
| 负债合计 | 960 | 970 | 1,364 | 1,348 | 归母净利润增长率(%) | (7.38) | 25.79 | 17.94 | 16.44 |
| 归属母公司股东权益 | 3,738 | 4,296 | 4,953 | 5,719 | | | | | |
| 少数股东权益 | 132 | 134 | 136 | 138 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,870 | 4,429 | 5,089 | 5,857 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,830 | 5,399 | 6,453 | 7,204 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 604 | 450 | 852 | 664 | 每股净资产(元) | 8.67 | 9.97 | 11.49 | 13.27 |
| 投资活动现金流 | 448 | (88) | (95) | (101) | 最新发行在外股份(百万股) | 431 | 431 | 431 | 431 |
| 筹资活动现金流 | (579) | 130 | 115 | 111 | ROIC(%) | 8.22 | 10.98 | 11.30 | 11.32 |
| 现金净增加额 | 473 | 492 | 872 | 673 | ROE-摊薄(%) | 11.86 | 12.98 | 13.28 | 13.39 |
| 折旧和摊销 | 90 | 59 | 61 | 63 | 资产负债率(%) | 19.87 | 17.97 | 21.14 | 18.71 |
| 资本开支 | (245) | (84) | (84) | (84) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 28.09 | 22.33 | 18.93 | 16.26 |
| 营运资本变动 | 127 | (155) | 132 | (177) | P/B (现价) | 3.33 | 2.90 | 2.51 | 2.18 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>