

中药肛肠老字号，立足主业谋发展

——马应龙(600993.SH)首次覆盖报告

报告要点:

● 马应龙：中医药肛肠老字号

马应龙药业集团股份有限公司(600993.SH)创始于公元1582年，是一家持续经营440年的“中华老字号”企业。公司以眼药起家，拥有八宝名方，后开发马应龙痔疮膏等一系列明星产品。公司业务布局涵盖医药工业、医药商业、医疗服务三大板块。公司2024一季度实现收入9.55亿元，同比增长14.70%，实现归母净利润1.98亿元，同比增长5.36%。

● 医药工业：痔疮膏稳健增长，大健康业务快速发展

痔疮作为一种常见的肛肠疾病，具有发病率高、难以根治等特点。随着用药人群的增加，痔疮用药市场规模也在逐年提升，2021年痔疮中成药占痔疮用药市场规模的84.30%，痔疮中药制药市场前景广阔。公司主导产品马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓凭借品牌与价格优势，在市场上占据较大份额。同时公司积极优化渠道，清理库存，提升营运能力。公司也积极回归眼药本源，近年来，拓展发展眼部健康产业，大力发展眼部美妆和大健康业务。公司眼药的核心产品为马应龙八宝眼膏，皮肤品类以龙珠软膏为核心，深挖潜力，盘活存量资源，继续研发相关产品。逐步构建形成了以肛肠为核心，以眼科、皮肤等为支柱的产品格局。

● 医药商业：批发零售稳健发展

公司医药商业包括医药零售和医药批发两大业务。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，线上业务创新发展为平台。医药商业业务有望继续保持平稳发展，持续与制药主业加强协同效应。

● 医疗服务：线上+线下协同发力，构建肛肠诊疗大平台

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。线下积极发展肛肠专科连锁医院与诊疗中心，线上打马应龙健康云平台“小马医疗”，构建全链条、一体化的肛肠诊疗平台。

● 投资建议与盈利预测

公司痔疮类产品在市场上具有较强的竞争优势，未来伴随公司渠道优化以及产品价格变化，营收预期迎来增长。大健康类产品近年来发展也较为迅速。我们预计2024-2026年公司收入为33.89/36.51/39.11亿元，归母净利润为5.36/6.02/6.95亿元，EPS为1.24/1.4/1.61元/股，对应PE为20.84/18.58/16.1倍。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险、国家带量采购降价风险、新业务拓展不及预期等风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3532.38	3136.75	3389.00	3651.00	3911.00
收入同比(%)	4.35	-11.20	8.04	7.73	7.12
归母净利润(百万元)	478.57	443.25	536.46	601.76	694.62
归母净利润同比(%)	3.01	-7.38	21.03	12.17	15.43
ROE(%)	13.69	11.86	13.08	13.33	13.91
每股收益(元)	1.11	1.03	1.24	1.40	1.61
市盈率(P/E)	23.36	25.23	20.84	18.58	16.10

资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价： 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 30.63 / 21.01

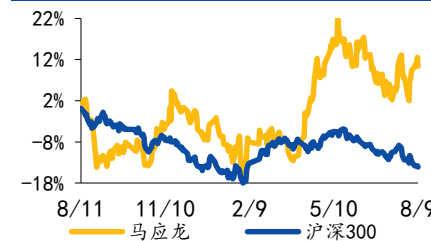
A股流通股(百万股): 430.31

A股总股本(百万股): 431.05

流通市值(百万元): 11747.38

总市值(百万元): 11767.77

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1.马应龙：稳中求进的肛肠治痔老专家	4
1.1 守正创新的中医药肛肠老字号	4
1.2 业绩稳健增长，制药工业占比不断提升	4
2.医药工业：痔疮膏稳健增长，大健康业务快速发展	6
2.1 坚守核心治痔产品，品牌力持续领跑	6
2.1.1 痔疮药物市场：庞大患者群体下的广阔机遇	6
2.1.2 老字号品牌深入人心，治痔类产品物美价廉	8
2.1.3 优化渠道布局，改善营运能力	11
2.2 回归眼药本源，拓展皮肤业务	12
2.3 大健康业务积极布局，寻求行业新发展	14
3. 医药商业：批发零售稳健发展	15
4.医院诊疗：线上+线下协同发力，构建肛肠诊疗大平台	15
5. 盈利预测	17
5.1 公司收入拆分	17
5.2 可比公司估值比较	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：马应龙公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2024.03.30）	4
图 3：近年营收及增长率（亿元，%）	5
图 4：近年归母净利润及增长率（亿元，%）	5
图 5：按主要产品分收入结构（亿元）	5
图 6：按主要行业分收入结构（亿元）	5
图 7：公司毛利率情况（%）	6
图 8：主要产品近年毛利率（%）	6
图 9：公司四项费用率情况（%）	6
图 10：2018-2022 年我国痔疮用药市场规模（亿元）	7
图 11：2021 年我国痔疮用药市场规模结构（%）	7
图 12：零售端主要痔疮类产品价格情况（元/盒）	10
图 13：2018-2022 年马应龙主要产品销售量（亿）	11
图 14：2021 年我国痔疮用药市场分品种结构（%）	11
图 15：公司应收账款及周转天数（亿元，天）	11
图 16：公司工业运行架构图	12
图 17：公司皮肤类和眼科类产品毛利率（%）	13
图 18：马应龙八宝配方	14
图 19：公司主要大健康产品	14
图 20：医药商业营业收入及同比变化（亿元，%）	15

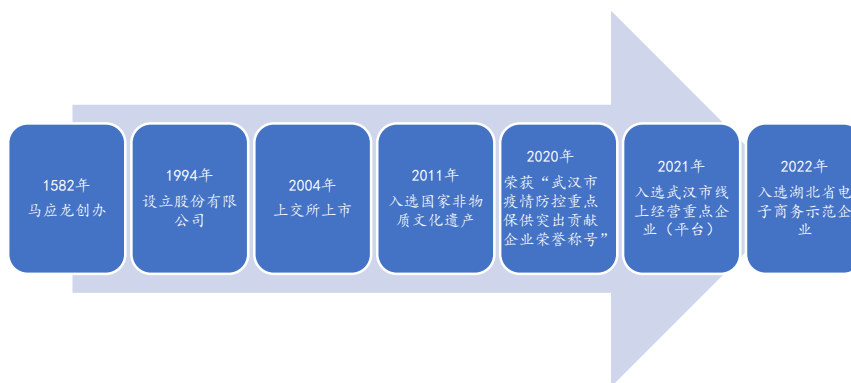
图 21: 医药商业毛利率变化 (%)	15
图 22: 小马医疗在线诊疗平台	16
图 23: 医院诊疗营业收入及同比变化 (亿元, %)	16
图 24: 医院诊疗毛利率变化 (%)	16
表 1: 痔疮的类型和症状.....	7
表 2: 马应龙治痔类产品.....	8
表 3: 2023 中国品牌价值评价信息发布——第十八组中国老字号.....	8
表 4: 常见治痔类产品比较	9
表 5: 公司眼科药物主要产品	12
表 6: 公司肛肠医院汇总.....	16
表 7: 公司收入拆分 (亿元, %)	17
表 8: 可比公司估值对比.....	18

1. 马应龙：稳中求进的肛肠治痔老专家

1.1 守正创新的中医药肛肠老字号

马应龙药业集团股份有限公司（股票代码：600993.SH）创始于公元 1582 年（明朝万历年间），是一家拥有 442 年历史的“中华老字号”，于 1994 年设立股份有限公司，并于 2004 年成功在上海证券交易所上市。马应龙药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）以眼药起家，拥有八宝名方，即含有麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硃砂等八味中药，在此基础上公司不断创新并推出了一系列产品，如马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏和马应龙八宝眼霜等，涵盖膏、栓、口服、片剂、洗剂、中药饮片等多种形式，构建了以肛肠为核心、以眼科、皮肤等为支柱的产品格局。多年来，公司贯彻执行“目标客户一元化，服务功能多元化”的发展思路，形成了医药工业、医疗服务、医药商业、大健康的多领域立体产业结构布局。

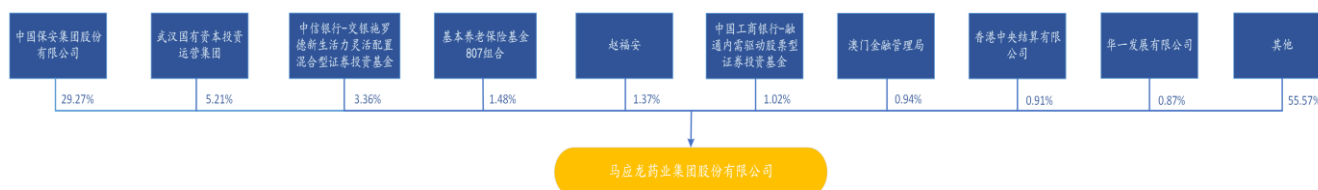
图 1：马应龙公司发展历程



资料来源：公司官网，iFinD，国元证券研究所

公司目前无实际控制人，第一大股东是中国宝安集团股份有限公司，占总股本比例为 29.27%。

图 2：公司股权结构（截至 2024.03.30）

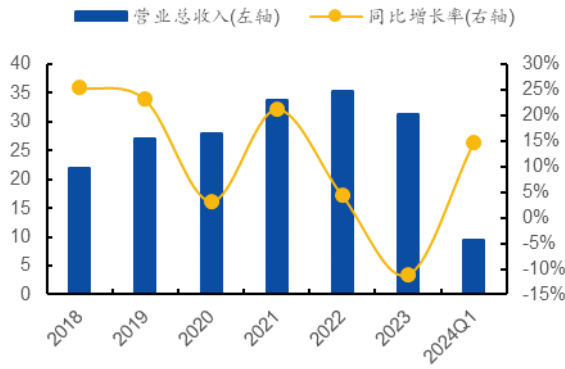


资料来源：iFinD，国元证券研究所

1.2 业绩稳健增长，制药工业占比不断提升

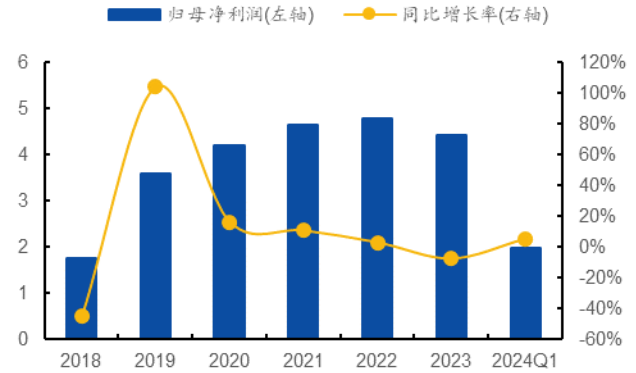
公司收入和利润一直保持稳健增长，公司 2023 年营收 31.37 亿元，同比下降 11.20%；实现归母净利润 4.43 亿元，同比下降 7.46%，收入和利润端出现下降主要与公司清理渠道库存有关，进入 2024 年一季度，公司业绩恢复增长，2024Q1 实现收入 9.55 亿元，同比增长 14.70%，实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 5.36%。

图 3：近年营收及增长率（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

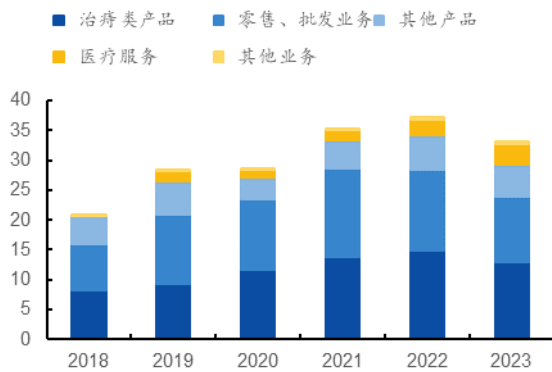
图 4：近年归母净利润及增长率（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

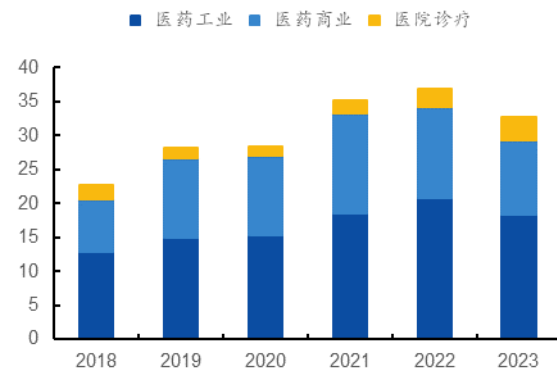
医药工业是目前公司最主要的收入来源，占比不断提升。同期公司零售、批发业务的收入规模不断扩大，收入从 2018 年的 7.87 亿元增长至 2023 年的 10.88 亿元。医疗服务的收入规模在近年来也不断增加，自 2019 年开始启动，收入从 2019 年的 1.54 亿元增加到 2023 年的 3.45 亿元。

图 5：按主要产品分收入结构（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

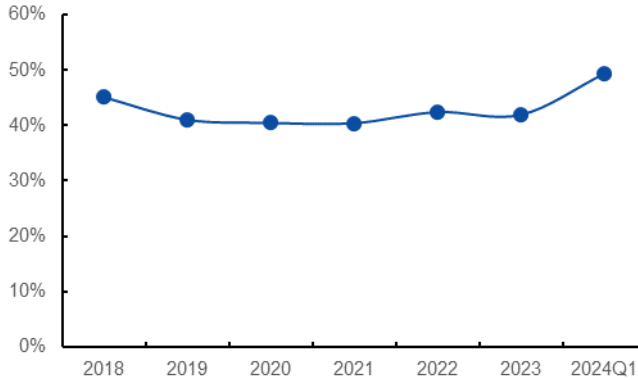
图 6：按主要行业分收入结构（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

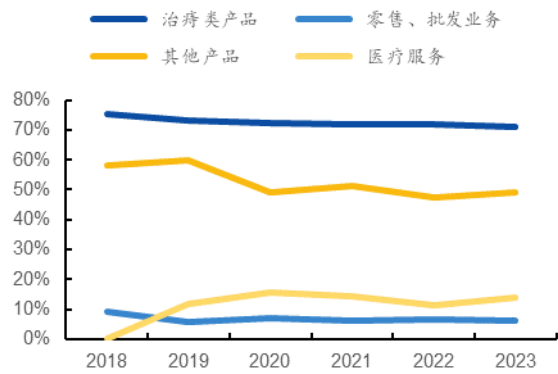
公司治疗类产品是公司的主要毛利贡献来源，系影响公司主营业务毛利率的主要因素。从 2018 年到 2023 年，销售毛利率由 45% 下降到 41% 左右，在 2024 年一季度公司毛利率有所恢复，回升至 49.32%。近年来，治疗类产品毛利率由 2018 年的 75% 减少至 2022 年 72%，零售、批发业务毛利率保持在 7% 上下，医疗服务自 2019 年建立就保持稳中向好的趋势，毛利率在 13% 上下浮动。

图 7：公司毛利率情况（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

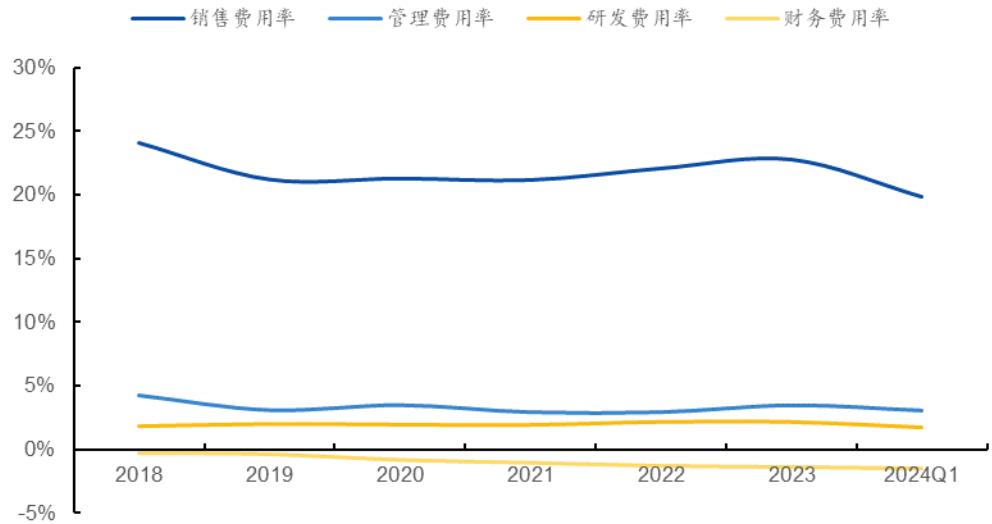
图 8：主要产品近年毛利率（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司期间费用率整体保持平稳，2019 年开始，销售费用率持续维持在 22% 左右，管理费用率维持在 3% 左右，研发费用率维持在 2% 左右，因为公司利息收入一直多于利息支出，财务费用率一直维持为负。

图 9：公司四项费用率情况（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 医药工业：痔疮膏稳健增长，大健康业务快速发展

2.1 坚守核心治痔产品，品牌力持续领跑

2.1.1 痔疮药物市场：庞大患者群体下的广阔机遇

痔疮是一种常见的肛肠疾病，发病率高、难以根治，痔疮用药市场潜力巨大。民间流传有“十人九痔”的说法。根据 2016 年发表的《中国城市居民常见肛肠疾病流行病学调查》文章显示，患有肛肠疾病的成年人占总调查人群的 51.14%，其中痔疮的发

病率最高，达到 50.28%；痔疮的患病率随年龄增加而升高，尤其是在 25 至 64 岁的年龄段。痔疮的具体成因尚不明确，但某些增加腹腔压力的因素，如便秘、腹泻、长时间如厕等，可能会提高痔疮的风险。此外，妊娠期间痔疮的发生率也较高。2018 年到 2022 年期间，我国的痔疮用药市场规模逐年提升，从 38.54 亿元增加至 49.73 亿元，未来发展潜力巨大。

图 10：2018-2022 年我国痔疮用药市场规模（亿元）

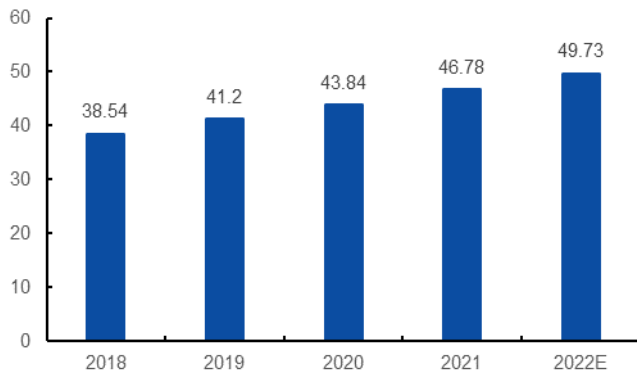
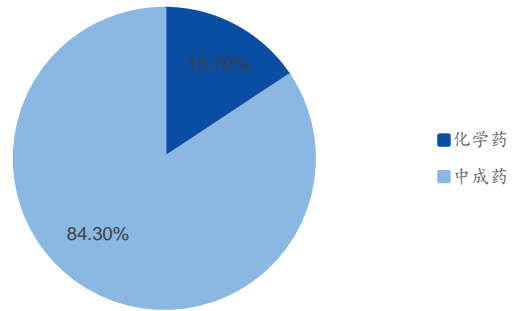


图 11：2021 年我国痔疮用药市场规模结构（%）



资料来源：观研天下，国元证券研究所

资料来源：智研咨询，国元证券研究所

痔疮通常被称为肛门和直肠静脉曲张，是指肛门和直肠下段内部及周围血管的扩张和膨胀。根据痔疮的位置，可分为外痔、内痔和混合痔。内痔位于直肠内部，通常不易察觉，一般不会引起不适。但在排便时用力过猛或受到刺激时，可能会导致出血。外痔则通常会引起肛门周围疼痛或肿胀，颜色较深；在没有发生血栓或炎症时，通常无明显症状。混合痔同时具有内外痔的特征，主要症状包括脱出、坠胀、疼痛和反复感染。

表 1：痔疮的类型和症状

类型	症状
内痔	I 度 排便时带血；滴血或喷射状出血，排便后出血可自行停止；无痔脱出
	II 度 常有便血；排便时有痔脱出，排便后可自行还纳
	III 度 偶有便血；排便或久站、咳嗽、劳累、负重时有痔脱出，需用手还纳
	IV 度 偶有便血；痔持续脱出或还纳后易脱出，偶伴有感染、水肿、糜烂、坏死和剧烈疼痛
外痔	肛门部软组织团块，有肛门不适、潮湿瘙痒或异物感，如发生血栓及炎症时可有疼痛
混合痔	内痔和外痔的症状同时存在，严重时表现为环状痔脱出

资料来源：中国痔病诊疗指南（2020），国元证券研究所

许多痔疮患者对自己的病情认识不足，常因尴尬而推迟就医，直到痔疮严重时才寻求医疗帮助。实际上，痔疮有多种治疗方法，包括保守治疗、器械治疗和手术治疗。其中保守治疗包含了传统中药的药物治疗。一项综述指出，一些专利草药和人工合成化合物可有效减轻痔疮的部分症状。近年来，中医药行业政策不断利好、规章制度细化，国家在顶层设计上加大了对中医药的支持力度。2021 年痔疮中成药占痔疮用药市场规模的 84.30%，超过化学药占比的 5 倍，显示出痔疮中药制药的广阔市场前景。

2.1.2 老字号品牌深入人心，治痔类产品物美价廉

公司坚持传承老字号的中医药配方，在八宝名方（麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硃砂等八味中药）的基础上，陆续研制推出了马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓等深受用户好评的产品。公司生产的五项治痔类产品（马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、地奥司明片、痔疮消炎片、金玄痔科熏洗散），涵盖内服和外用多种规模的产品，其中有三项产品被纳入国家医保目录、四项被纳入省级医保目录。

表 2：马应龙治痔类产品

细分行业	产品名称	适应症或功能主治	注册分类	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	是否纳入省级医保目录
中成药	马应龙麝香痔疮膏	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。	中药6类	否	是	是	是
中成药	麝香痔疮栓	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。	中药6类	否	否	是	是
化药	地奥司明片	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。	化药4类	是	否	是	是
中成药	痔疮消炎片	清热解毒，润肠通便。用于止血，止痛，消肿。用于痔疮发炎肿痛。	中药9类	否	否	否	否
中成药	金玄痔科熏洗散	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。	中药6类	是	否	否	是

资料来源：公司公告，国元证券研究所

品牌效应吸引力升高。药品市场消费者的需求和偏好因人而异，但总体来说，消费者们倾向于注重药品的疗效、安全性和价格。而在搜集药品疗效和安全性的信息时，知名品牌的产品往往更容易进入消费者视野。经过多年来的苦心经营，公司已成为肛肠治痔领域优势品牌，品牌价值持续提升。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。根据中康资讯《2021年肛肠类市场竞争态势研究报告》显示，2021年公司整体市场份额和零售终端市场份额均实现同比提升，主导产品马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓市场表现良好。在2023中国品牌价值评价信息发布榜单上，公司以903的品牌强度和品牌价值95.19亿元位列中华老字号组第8位，已经连续8年荣登该榜单。

表 3：2023 中国品牌价值评价信息发布——第十八组中国老字号

序号	企业名称	品牌强度	品牌价值（亿元）
1	佛山市海天调味食品股份有限公司	924	592.17
2	漳州片仔癀药业股份有限公司	926	409.37
3	广州王老吉药业股份有限公司	887	241.19

4	东阿阿胶股份有限公司	909	180.56
5	安徽迎驾贡酒股份有限公司	842	143.88
6	山东扳倒井股份有限公司	858	122.81
7	九芝堂股份有限公司	871	108.03
8	马应龙药业集团股份有限公司	903	95.19
9	江苏恒顺醋业股份有限公司	886	80.22
10	山东福牌阿胶股份有限公司	856	58.33
11	上海永久自行车有限公司	825	42.22
12	广州白云山中一药业有限公司	852	18.08
13	广州白云山光华制药股份有限公司	818	13.8
14	北京王致和食品有限公司	883	10.53
15	广州白云山陈李济药厂有限公司	842	10.36
16	雷允上药业集团有限公司	864	9.6
17	烟台三环锁业集团股份有限公司	856	7.45
18	天津宏仁堂药业有限公司	834	6.9
19	广州白云山医药集团股份有限公司白云山何济公制药厂	798	5.65
20	广州白云山潘高寿药业股份有限公司	826	5.03

资料来源：中国品牌建设促进会，国元证券研究所

价格低廉优势显著。马应龙治痔类产品价格低廉、性价比高等特质不断吸引消费者，让顾客粘性增加。目前市场上畅销的治痔类产品有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔炎消片、肛泰痔疮贴、999消痔软膏等。在同类产品中，马应龙治痔类产品价格优势明显，日用药金额相对较低。较低的日用药金额与较为稳定的价格体系为产品未来提供了一定的涨价空间。

表 4：常见治痔类产品比较

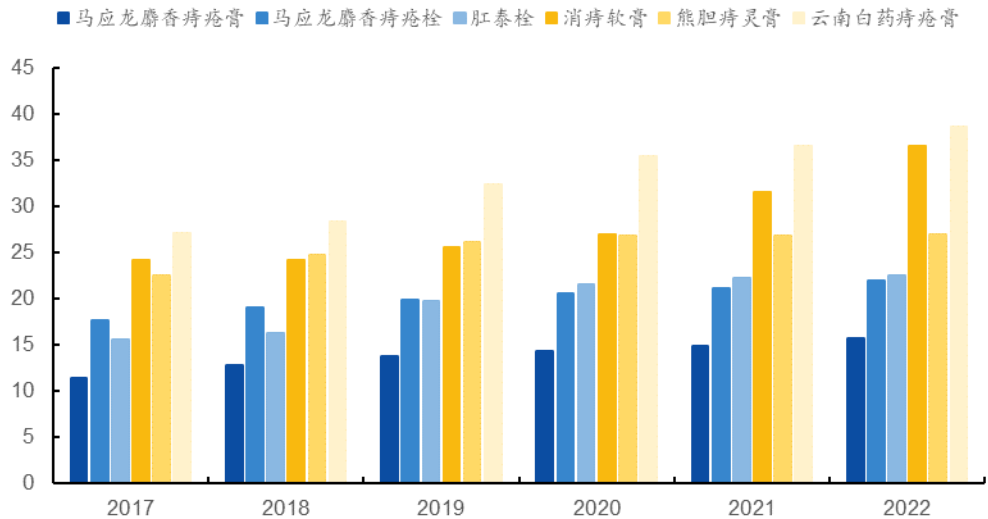
产品	规格	用量	价格 (元)	日用药金额 (元)	厂商
麝香痔疮膏	10g	一次 1g，一日 2 次	11.50	2.3	马应龙
	20g	一次 1g，一日 2 次	18.50	1.85	
	4g*6 支/盒	一次一支，一日 2 次	21.20	7.07	
	4g*12 支/盒	一次一支，一日 2 次	37.70	6.28	
麝香痔疮栓	1.5g*6 粒	一次 1 粒，一日 2 次	15.90	5.30	
	1.5g*12 粒	一次 1 粒，一日 2 次	20.40	3.40	
	1.5g*14 粒	一次 1 粒，一日 2 次	25.80	3.69	
痔炎消片	0.53g*10 片*3 板	一次 3~6 片，一日三次	38.00	11.4-22.8	
	0.53g*10 片*4 板		42.00	9.45-18.9	
肛泰痔疮贴	0.5g*4 片	一次 1 片，一日一次	24.90	6.23	
	0.5g*6 片		47.43	7.91	

肛泰栓	1g*6粒	一次1粒，一日2次	16.15	5.38	
	1g*12粒		24.90		
999 消痔软膏	2.5g*6支	一次2-3g，一日2次	93.00	24.8-37.2	桂林天和药业伊维
葵花医用卡波姆 痔疮敷料	20g/支	每天2-3次	39.80	/	山西康必健医疗
熊胆痔灵膏	10g	一日两次	14.00	/	葵花药业
熊胆痔灵栓	2g*6粒	一次1粒，一日2次	13.00	4.33	
云南白药痔疮膏	1.5g*6支	一次1.5g，一日2次	63.00	21	云南白药

资料来源：京东大药房，阿里健康，京东自营官方旗舰店，国元证券研究所（注：价格截取日期为2024.07.04；痔疮膏等根据患者具体情况用量有所差别）

从终端零售价格来看，据中康开思数据显示，市场主流治疗痔疮的产品近几年均保持了持续的小幅涨价，马应龙痔疮膏（不分品规）2017年的平均零售价格为11.35元/盒，2022年的平均零售价格为15.66元/盒，年均复合增长率为6.65%。

图 12：零售端主要痔疮类产品价格情况（元/盒）



资料来源：CHIS，国元证券研究所

近年来，公司进一步强化品牌经营战略，通过多种营销网络建设，优化肛肠品类经营，扩大产品生产规模，治痔类产品销售规模稳步提升。截至2022年，治痔类产品的销售量持续增加，呈上升趋势。2021年麝香痔疮膏、麝香痔疮栓和痔疮消炎片总共占我国市场痔疮用药市场的41.40%。受原材料价格升高和治痔类产品规模扩大影响，治痔类产品毛利率下降至72%。虽然马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓发明专利已于2022年10月到期，但仍有其他外围专利进行保护，如原料制备方法等，且中药仿制难度较大，一些产品原料需要进行复杂的中药前处理，具有一定技术门槛，药粉研配工艺也是独家秘方。

图 13: 2018-2022 年马应龙主要产品销售量 (亿)

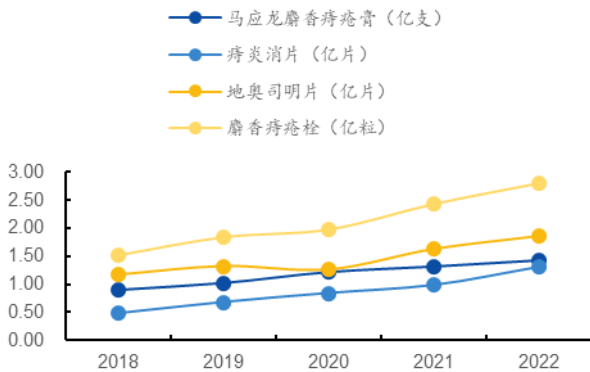
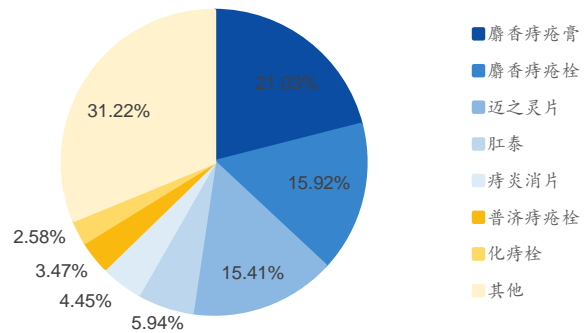


图 14: 2021 年我国痔疮用药市场分品种结构 (%)



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

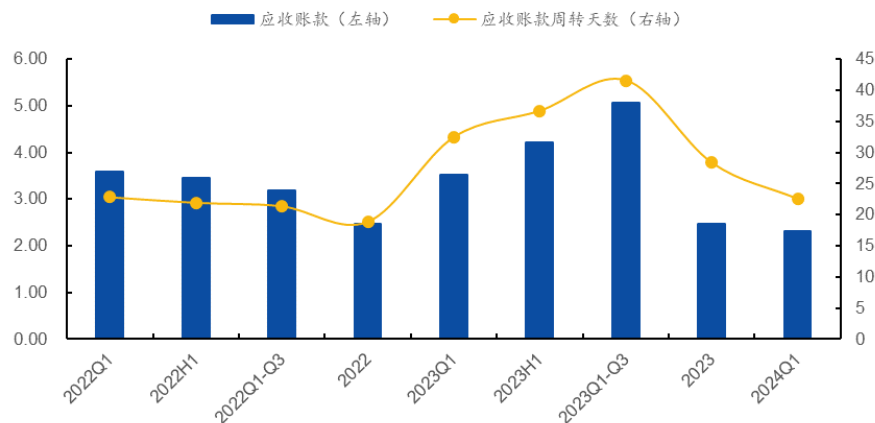
资料来源: 智研咨询, 国元证券研究所

2.1.3 优化渠道布局, 改善营运能力

公司痔疮类产品在市场上具有较强的品牌效应与竞争优势, 从而导致下游经销商为了抢占市场份额进行大量囤货, 从而导致公司回款相对较慢, 应收账款相对较高。且下游经销商的大量囤货也会对产品价格形成扰动, 影响市场稳定。

公司积极调整, 优化线下渠道, 提升渠道运营能力。主要开展以下工作: 深化营销组织调整, 组建营销工作委员会, 促进全渠道营销协同推进, 提升营销协同效率; 增设共建渠道部和广阔渠道部, 拓展县域市场和下沉市场。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, 加强重点品种管控, 规范产品市场秩序, 渠道管控能力显著增强; 加强营销中台支持, 升级数字化营销, 上线流向直连系统、“码上稽查”APP、启动 400 客服平台, 基本实现进销存全链路数据采集与跟踪, 全面提升渠道管理质量。公司 23 年四季度和 24 年一季度应收账款金额有所下降, 应收账款周转天数减少, 渠道清理效果显著, 公司营运能力进一步增强。

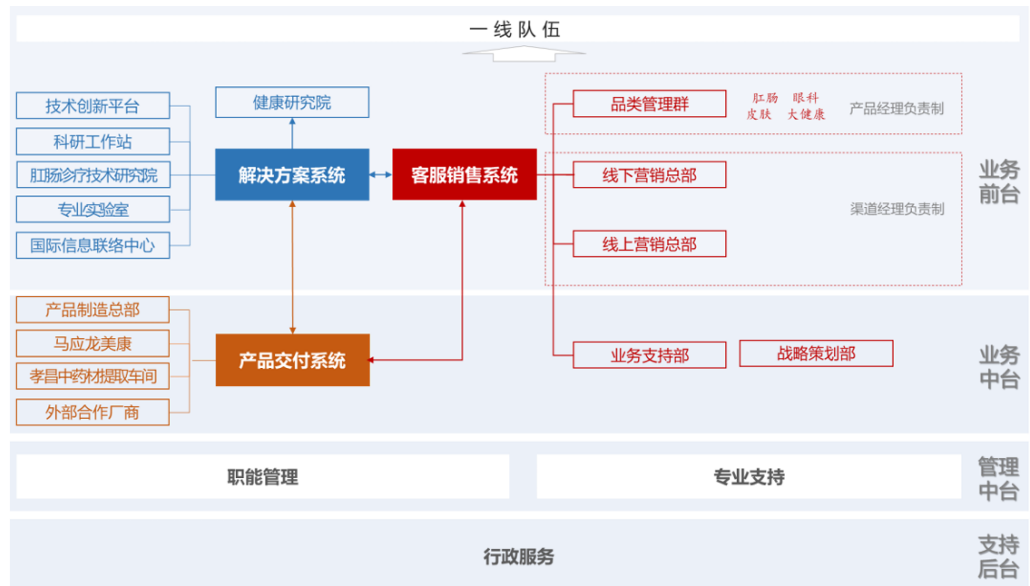
图 15: 公司应收账款及周转天数 (亿元, 天)



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

公司贯彻落实“全渠道布局，分类侧重”的经营思路，拓展线上线下市场，通过业务人员加强对经销商、代理商、零售药店、医疗机构、专卖店、大型商超等渠道的拓展与维护。线上市场按照产品类别分线配置，涵盖美妆线、护理品线、药品线等，产品种类丰富。公司也在持续搭建医疗服务网络，覆盖范围逐渐扩大，截至目前累计签约共建诊疗中心 65 家。

图 16：公司工业运行架构图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 回归眼药本源，拓展皮肤业务

公司以眼药起家，医药工业逐步构建形成了以肛肠为核心，以眼科、皮肤等为支柱的产品格局。回归眼科本源，公司近年积极发展眼部健康产业，大力发展眼部美妆和大健康业务。公司眼药的核心产品为马应龙八宝眼膏，有清热退赤，止痒去翳的功效，用于风火上扰所致的眼睛红肿痛痒、流泪。皮肤品类以龙珠软膏为核心，深挖潜力，盘活存量资源，继续研发相关产品。龙珠软膏有清热解毒，消肿止痛，去腐生肌的功效，适用于疮疖、红、肿、热、痛及轻度烫伤。

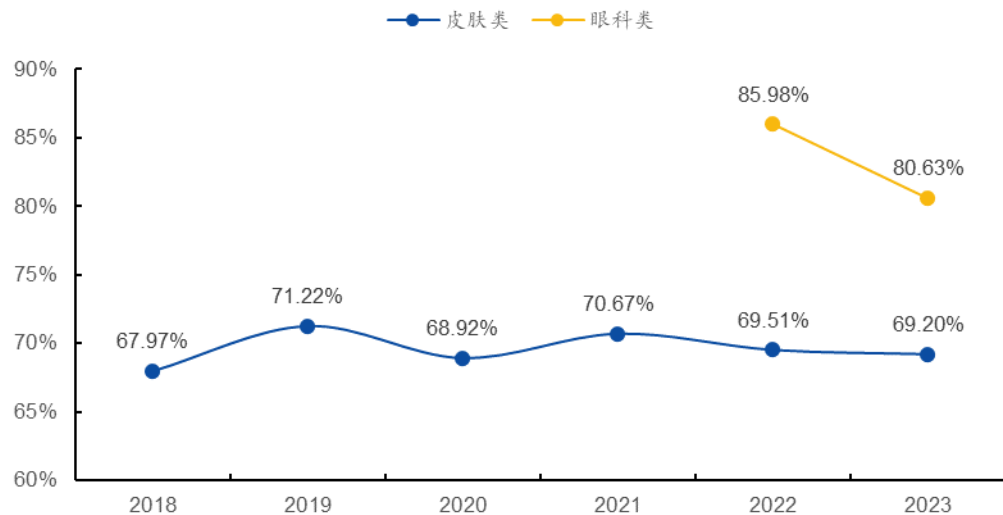
表 5：公司眼科药物主要产品

细分行业	药（产）品名称	适应症或功能主治	注册分类	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	是否纳入省级医保目录	成分
中成药	龙珠软膏	清热解毒，消肿止痛，去腐生肌。适用于疮疖、红、肿、热、痛及轻度烫伤。	中药 6 类	否	否	是	是	人工麝香、人工牛黄、珍珠、琥珀、硼砂、冰片、炉甘石
中成药	马应龙八宝眼膏	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。	中药	否	否	是	是	炉甘石、冰片、硼砂、牛黄、珍珠、麝香、琥珀、硼砂。辅料：凡士林、羊毛脂

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2022 年内眼科品类销售规模快速增长，增速达 24%，眼科类治疗领域的毛利率达到 85.98%，比上年增长 1.82%。皮肤类产品的毛利率在 2018-2022 年间保持在 68% 以上。在 2023 年度中国非处方药产品中成药综合统计中，马应龙八宝眼膏和龙珠软膏皆榜上有名，分别位于眼科类第 5 和皮肤科类第 4。除此之外，公司眼科类产品马应龙八宝眼袋型眼霜和八宝眼纹型眼霜在 2023 年度中国健康产品综合统计排名中分别位于第 14 和第 19 名。

图 17：公司皮肤类和眼科类产品毛利率（%）

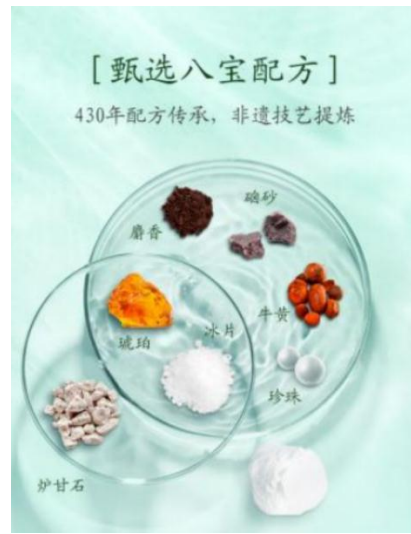


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2006 年，马应龙痔疮膏可去黑眼圈的新闻被广泛传播，应广大网友要求，马应龙药业集团组建博士后工作站，历经三年潜心研发，于 2009 年上市第一款马应龙八宝眼霜，上市后深受消费者喜爱。马应龙八宝依托马应龙药业 400 余年眼药制作技艺，以八宝古方为研发核心，开发系列眼部、面部、颈部等护肤产品，目前旗下拥有 20 多个系列产品。

公司明星产品眼袋型眼霜甄选八宝配方中的核心成分冰片、珍珠粉，加入天然抗氧衰老剂—牛油果树果脂，核桃仁提取物对抗黑色素，当归活血化瘀，珍珠粉提亮眼周。北京工商大学空军总医院植物实验室对 30 名成年人进行 42 天的产品测试发现：使用 6 周后，眼袋体积减少 12.3%，黑色素含量减少 8.17%，产品效果显著。

图 18: 马应龙八宝配方



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2.3 大健康业务积极布局，寻求行业新发展

公司切实落实“主体集成，整合经营，运行中优化”的经营机制，大力推动大健康业务发展。大健康产品按照肛肠健康、眼美康、皮肤健康、抗毒提免等若干主题集结，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，品类结构以“械食卫妆消”为基础，全面涵盖功能性化妆品、功能性护理品、功能性食品和消械产品四大类。其中，功能性化妆品涵盖眼部护理、眼部日用品、面部和身体清洁及护理等；功能性护理品囊括婴幼儿纸制品、婴幼儿护肤品、女性用品等；功能性食品包含助消化、补肾固本、膳食补充等产品；消械产品则包括肛肠术后护理、日用电子辅助设备、眼部器械护理、消毒杀菌等产品。目前，已上市的 SKU 超过 400 个，研发中的产品超过 100 个，2022 年内自主在研项目 81 个，上市 44 个，获得 2 个发明专利授权。

图 19: 公司主要大健康产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前大健康发展势头良好。公司重组大健康事业部，构建高效有序出品体系，积极推动全渠道布局，报告期内大健康业务发展势头良好，营业收入较上年同期增长 23.75%，线下、线上销售均取得良好进展。

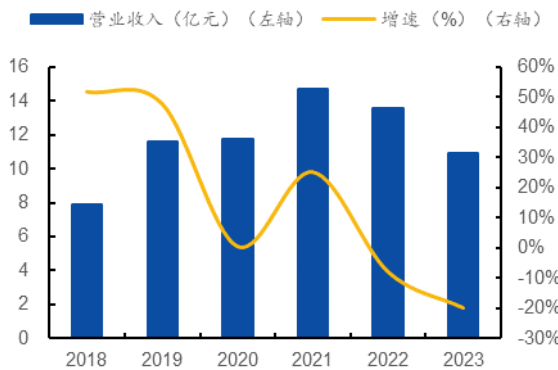
3. 医药商业：批发零售稳健发展

公司医药商业包括医药零售和医药批发两大业务。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，以“安全、专业、实惠、便利”为核心价值主张，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。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上。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，采购模式主要包括协议分销和市场比价采购，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；分销业务主要是向取得代理或经销资格的商业企业采购，同时会同生产厂家签订三方分销协议；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。

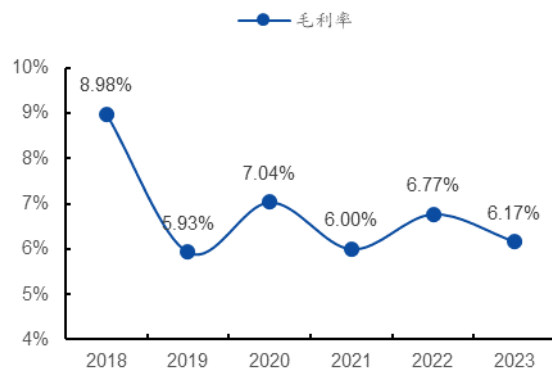
2023 年公司医药商业实现收入 10.88 亿元，同比下降 19.67%，毛利率为 6.17%，整体保持平稳。预计公司医药商业业务有望继续保持平稳发展，持续与制药主业加强协同，为公司贡献稳定利润。

图 20：医药商业营业收入及同比变化（亿元，%）

图 21：医药商业毛利率变化（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所



资料来源：iFinD，国元证券研究所

4. 医院诊疗：线上+线下协同发力，构建肛肠诊疗大平台

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。公司先后在武汉、北京、西安、南京、大同等地建立马应龙肛肠连锁医院，目前已汇聚了一批由中国肛肠病治疗领域最具影响力的专家领衔组成的医生团队为当下国内规模领先的肛肠专科连锁医院。同时，为充分发挥马应龙在肛肠领域的优势，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，公司先后与 80 家县市级基层医疗机构共建了马应龙肛肠诊疗中心。马应龙肛肠连锁医院也与众多国家级医药科研机构保持着良好合作，共同建立了多家研发机构，并先后承担多项省部级以上科研课题，力图将马应龙

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。

表 6：公司肛肠医院汇总

子公司名称	主要经营地	持股比例 (%)	取得方式
武汉马应龙中西医结合肛肠医院有限公司	武汉	100	设立
武汉马应龙综合门诊部有限公司	武汉	100	设立
南京马应龙中医医院有限公司	南京	100	设立
北京马应龙长青肛肠医院有限公司	北京	99.77	非同一控制下企业合并
西安马应龙肛肠医院有限公司	西安	90.63	非同一控制下企业合并
大同马应龙肛肠医院有限公司	大同	67.59	非同一控制下企业合并

资料来源：公司年报，国元证券研究所

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，希望通过整合药品经营、诊疗技术、医疗服务、健康数据等各种资源，链接药企、医院、医疗信息化厂商、医疗器械和智能硬件厂商、体检机构、保险机构等行业资源，构建全链条、一体化的肛肠健康生态圈。

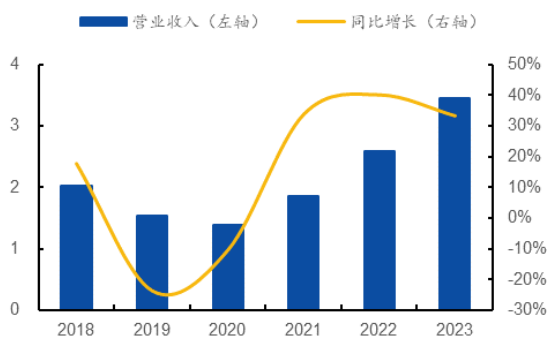
图 22：小马医疗在线诊疗平台



资料来源：小马医疗官网，国元证券研究所

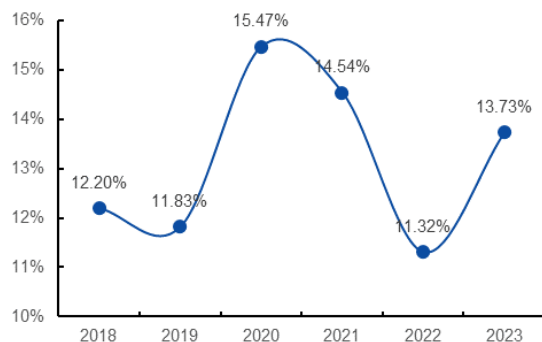
北京医院为民营医院中唯一的三甲肛肠专科医院，武汉医院联合小马医疗获批成为湖北省内首家民营互联网医院。2023 年医疗服务营业收入同比增长 33.28%，毛利率为 13.73%。

图 23：医院诊疗营业收入及同比变化（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 24：医院诊疗毛利率变化（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

5. 盈利预测

5.1 公司收入拆分

关键假设：

1、医药工业：以马应龙痔疮膏等为代表的痔疮类产品在市场上具有较强的竞争优势，占据较大市场份额，产品具有一定定价权。23 年因公司渠道调整，痔疮类产品收入出现下降，进入 2024 年，公司产品发货已经实现正常，预计可以实现相对较快增长。大健康类产品近年来发展较为迅速，以马应龙眼袋型眼霜为代表的产品在市场上获得不错反响，带动系列产品的销售，目前公司大健康产品收入规模不到 5 亿元，随着大健康业务发展，预期给公司能够提供一定的业绩增量。我们预计 2024-2026 年医药工业的营收同比增速分别为 11.27%、10.70%、9.93%；

2、医药商业：公司商业业务经营成熟平稳，且于公司工业业务已经实现较好协同，总体稳步发展。预计 2024-2026 年医药商业的营收同比增速分别为 3.0%、3.0%、3.0%；

3、医院诊疗：持续改善经营质量，加强与药品联动，提升未来业绩。预计 2024-2026 年医院诊疗的营收同比增速分别为 8.0%、7.0%、5.0%。

表 7：公司收入拆分（亿元，%）

收入拆分（亿元）		2022	2023	2024E	2025E	2026E
医药工业	收入	20.73	18.34	20.41	22.59	24.83
	增速	11.57%	-11.53%	11.27%	10.70%	9.93%
	成本	7.23	6.50	7.13	7.86	8.60
	毛利	13.50	11.84	13.28	14.73	16.23
	毛利率	65.11%	64.56%	65.00%	65.00%	65.00%
医药商业	收入	13.54	10.88	11.21	11.54	11.89
	增速	-7.70%	-19.65%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	12.62	10.21	10.53	10.85	11.18
	毛利	0.92	0.67	0.67	0.69	0.71
	毛利率	6.77%	6.16%	6.00%	6.00%	6.00%
医院诊疗	收入	2.59	3.45	3.73	3.99	4.19
	增速	40.00%	33.20%	8.00%	7.00%	5.00%
	成本	2.30	2.97	3.22	3.44	3.62
	毛利	0.29	0.47	0.51	0.54	0.57
	毛利率	11.32%	13.62%	13.62%	13.62%	13.62%

其他业务	收入	0.35	0.38	0.40	0.42	0.44
	成本	0.05	0.08	0.08	0.09	0.09
	毛利	0.30	0.31	0.32	0.33	0.35
	毛利率	86.19%	79.96%	78.95%	78.95%	78.95%
内部摊销	收入	(1.89)	(1.68)	(1.85)	(2.03)	(2.24)
	成本	(1.86)	(1.54)	(1.69)	(1.86)	(2.05)
	毛利	(0.03)	(0.14)	(0.15)	(0.17)	(0.19)
汇总	营业收入	35.32	31.37	33.89	36.51	39.11
	增速	4.31%	-11.18%	8.04%	7.72%	7.14%
	营业成本	20.34	18.22	19.27	20.38	21.43
	毛利	14.98	13.15	14.62	16.13	17.68
	毛利率	42.40%	41.92%	43.14%	44.18%	45.20%

资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司痔疮类产品预期稳定增长，大健康业务和医院诊疗也处在发展阶段。预计公司2024-2026年营收分别为33.89/36.51/39.11亿元，增速分别为8.04%/7.73%/7.12%；归母净利润分别为5.36/6.02/6.95亿元，增速分别为21.03%/12.17%/15.43%；EPS为1.24/1.4/1.61元/股，对应PE为20.84/18.58/16.1倍。

5.2 可比公司估值比较

公司2024-2025年PE相比可比公司平均水平较高，但公司痔疮类产品在市场上具有较大优势，产品的提价空间相对较大，且痔疮类人群规模较大，对公司业绩提振作用显著。以马应龙八宝眼袋型眼霜为代表的大健康类产品近年来也在迅速发展，有望为公司提供业绩增量。医疗业务也在积极调整，争取与上市药品形成联动作用。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
600329.SH	达仁堂	33.17	255.5	1.54	1.85	21.46	17.95
600572.SH	康恩贝	4.32	111.0	0.28	0.33	14.68	12.73
603439.SH	贵州三力	11.64	47.7	0.86	1.07	13.52	10.85
平均值						16.55	13.84

资料来源：iFind，国元证券研究所注：可比公司EPS、PE来自iFind一致预期，数据截取自2024.08.01

6. 风险提示

- 1、行业竞争加剧风险：若未来有新进入者参与竞争，可能影响公司销售；
- 2、国家带量采购降价风险：如若未来公司核心产品被纳入国家带量采购范围，则可能产生产品降价风险；
- 3、新业务拓展不及预期等风险：公司目前在大健康等领域快速布局，如果发展不及预期，可能对公司中长期业绩造成一定影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4225.74	3771.58	4212.20	4709.85	5247.74
现金	2493.58	2988.10	3090.78	3476.22	4096.94
应收账款	247.47	246.37	209.27	255.35	274.09
其他应收款	37.16	25.37	24.56	30.53	31.19
预付账款	68.44	53.39	60.85	63.51	66.42
存货	336.20	273.48	300.68	317.05	331.75
其他流动资产	1042.89	184.87	526.06	567.19	447.34
非流动资产	862.38	1057.95	1003.48	961.72	915.92
长期投资	133.86	135.05	135.05	135.05	135.05
固定资产	331.19	303.43	366.02	368.43	340.74
无形资产	37.28	90.11	109.13	132.04	157.16
其他非流动资产	360.06	529.35	393.28	326.21	282.98
资产总计	5088.12	4829.52	5215.68	5671.57	6163.66
流动负债	858.14	681.07	716.54	752.60	757.28
短期借款	88.10	45.80	73.97	69.29	63.02
应付账款	151.47	210.01	162.31	186.11	207.74
其他流动负债	618.57	425.26	480.26	497.20	486.53
非流动负债	613.86	278.55	258.29	259.14	257.60
长期借款	400.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其他非流动负债	213.86	178.55	158.29	159.14	157.60
负债合计	1472.00	959.62	974.83	1011.74	1014.88
少数股东权益	121.50	131.94	139.31	146.26	156.59
股本	431.05	431.05	431.05	431.05	431.05
资本公积	100.74	51.51	51.51	51.51	51.51
留存收益	2960.36	3252.75	3616.78	4028.79	4507.35
归属母公司股东权益	3494.62	3737.97	4101.53	4513.57	4992.18
负债和股东权益	5088.12	4829.52	5215.68	5671.57	6163.66

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	341.85	604.07	395.13	517.86	590.22
净利润	479.35	451.84	543.83	608.70	704.96
折旧摊销	56.81	59.00	57.84	66.90	71.26
财务费用	-46.32	-44.38	-110.95	-120.18	-141.42
投资损失	-40.36	-90.52	-35.85	-39.02	-47.60
营运资金变动	-244.59	127.89	-42.25	-14.60	-4.68
其他经营现金流	136.96	100.23	-17.48	16.05	7.70
投资活动现金流	-618.76	448.27	-235.96	-60.14	105.01
资本支出	75.01	248.36	0.00	0.00	0.00
长期投资	574.13	-675.91	0.13	-0.09	0.02
其他投资现金流	30.38	20.73	-235.83	-60.23	105.04
筹资活动现金流	178.18	-579.16	-56.49	-72.28	-74.52
短期借款	0.10	-42.30	28.17	-4.68	-6.27
长期借款	400.00	-300.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-4.46	-49.23	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-217.47	-187.63	-84.65	-67.60	-68.25
现金净增加额	-97.49	473.43	102.68	385.44	620.72

资料来源: Wind, 公司公告, 公司招股书, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3532.38	3136.75	3389.00	3651.00	3911.00
营业成本	2034.20	1822.07	1927.00	2038.00	2143.00
营业税金及附加	26.05	24.39	25.54	27.61	29.82
营业费用	780.74	715.17	760.87	819.65	878.02
管理费用	105.31	110.04	106.94	117.38	128.78
研发费用	77.89	69.01	78.00	88.00	98.00
财务费用	-46.32	-44.38	-110.95	-120.18	-141.42
资产减值损失	-4.32	-13.28	-7.00	-6.30	-6.51
公允价值变动收益	-38.06	5.52	-4.97	-12.50	-3.98
投资净收益	40.36	90.52	35.85	39.02	47.60
营业利润	555.54	536.63	634.72	710.36	822.02
营业外收入	5.86	0.28	0.30	0.30	0.30
营业外支出	2.26	12.21	3.00	3.00	3.00
利润总额	559.14	524.70	632.02	707.66	819.32
所得税	79.78	72.86	88.19	98.96	114.35
净利润	479.35	451.84	543.83	608.70	704.96
少数股东损益	0.78	8.59	7.38	6.94	10.34
归属母公司净利润	478.57	443.25	536.46	601.76	694.62
EBITDA	566.03	551.25	581.61	657.08	751.86
EPS (元)	1.11	1.03	1.24	1.40	1.61

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.35	-11.20	8.04	7.73	7.12
营业利润(%)	0.95	-3.40	18.28	11.92	15.72
归属母公司净利润(%)	3.01	-7.38	21.03	12.17	15.43
获利能力					
毛利率(%)	42.41	41.91	43.14	44.18	45.21
净利率(%)	13.55	14.13	15.83	16.48	17.76
ROE(%)	13.69	11.86	13.08	13.33	13.91
ROIC(%)	55.42	48.49	51.88	61.05	74.50
偿债能力					
资产负债率(%)	28.93	19.87	18.69	17.84	16.47
净负债比率(%)	35.07	18.62	20.66	19.65	19.01
流动比率	4.92	5.54	5.88	6.26	6.93
速动比率	4.53	5.12	5.45	5.83	6.48
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.63	0.67	0.67	0.66
应收账款周转率	16.87	11.38	13.23	13.99	13.16
应付账款周转率	14.61	10.08	10.35	11.70	10.88
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.03	1.24	1.40	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.40	0.92	1.20	1.37
每股净资产(最新摊薄)	8.11	8.67	9.52	10.47	11.58
估值比率					
P/E	23.36	25.23	20.84	18.58	16.10
P/B	3.20	2.99	2.73	2.48	2.24
EV/EBITDA	14.60	14.99	14.21	12.58	10.99

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 指数或纳斯达克指数，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。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027