

马应龙 (600993 CH, 买入, 目标价: RMB37.49)

买入

持有

卖出

目标价: RMB37.49 当前股价: RMB24.95

股价上行/下行空间 +50%

52 周最高/最低价 (RMB) 31.18/20.20

市值 (US\$mn) 1,485

当前发行数量(百万股) 431

三个月平均日交易额 (US\$mn) 26

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

中国宝安 29

武汉国资委 6

交银施罗德 4

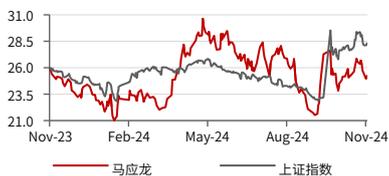
按 2024 年 11 月 18 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (RMB)	37.49	N/A	N/A
2024E EPS (RMB)	1.33	N/A	N/A
2025E EPS (RMB)	1.59	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	1.78	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	3,567 (+8%)	3,977 (+13%)
EPS (RMB)	1.31 (+2%)	1.51 (+6%)

注: 所示市场预测来源于 Wind, 正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

传承与创新让老字号中药品牌保持活力; 首次覆盖给予买入评级

- 坚持传承与创新的市场和品牌领导者, 保持业务持续增长; 我们预计 2023-26E 公司收入、利润增速 CAGR 有望达到 17.7%/ 20.1%;
- 有效的渠道治理为治疗类药物价格进入提价周期铺平道路;
- 首次覆盖给予“买入”评级, DCF 目标价为 37.49 元。

围绕肛肠健康需求, 坚持“传承与创新”: 我们认为, 马应龙依托肛肠领域的品牌影响力和产品产业的结构优势, 通过一系列“守正出奇”的策略打造“国药新网红”形象, 保持了四百年老字号品牌年轻活力。我们预计公司 23-26E 收入和利润的 CAGR 分别为 17.7% 和 20.1%。根据公司 24 年中期财报, 在公司产品中, 治疗类药物是公司医药工业收入的主要来源 (1H24 占医药工业收入比例超过 70%)。根据 2023 年年报, 治疗类药物在过去一年中经历了渠道改革和库存管理, 其库存水平降至 2016-17 年以来的最低水平。我们认为, 作为市场领导者, 随着公司产品进入提价周期, 2023-26E 公司治疗类药物收入 CAGR 有望达到 15.1%。公司大健康业务主要包括眼部健康和护肤品等, 作为医药制造领域核心药品生产的补充, 预计其在 2023-26E 期间将以 34.8% CAGR 增长。在创新品类的推动下, 我们预计 2023-26E 医药工业增速 CAGR 有望达到 20.0%。

医疗服务和医药商业拓展肛肠全产业链: 我们认为, 包括诊断和治疗中心在内的医疗服务业务是公司拓展肛肠全产业链的重要支点。我们预计, 虽然受行业政策影响, 医疗服务业务收入较难快速增长。然而, 随着诊治中心的持续扩大, 以及公司品牌效应, 我们认为其收入仍有望保持一定增长。马应龙的第三大收入支柱是其医药商业业务, 涵盖药品零售 (药店) 和药品物流。通过调整下游客户结构, 增加供应品种的数量和规模, 公司经营目标提高药品分销业务的效益。我们预计, 2024E/ 25E/ 26E 年医药商业业务收入同比增长 20.0%/ 15.0%/ 10.0%。

首次覆盖给予“买入”评级, DCF 目标价为 37.49 元 (WACC 9.0%): 我们的目标价对应公司 2025 年 24x PE 估值, 略高于行业平均 23x PE 估值水平。考虑到马应龙治疗类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力, 我们认为享受一定估值溢价较为合理。我们首次覆盖给予买入评级。

风险提示: 医药政策风险; 主导产品涨价效果及渠道库存管理不及预期; 成本上涨风险; 新品培育或销售不及预期; 大健康产品的安全风险; 宏观经济影响的风险; 环保风险。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

徐浩瀚, 分析师

证书编号: S1680520080002

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huaxingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	3,532	3,137	3,853	4,484	5,120
毛利润 (RMBmn)	1,498	1,315	1,793	2,121	2,414
归母净利润 (RMBmn)	479	443	573	687	767
每股收益 (RMB)	1.11	1.03	1.33	1.59	1.78
市盈率 (x)	20.1	24.6	18.8	15.7	14.0

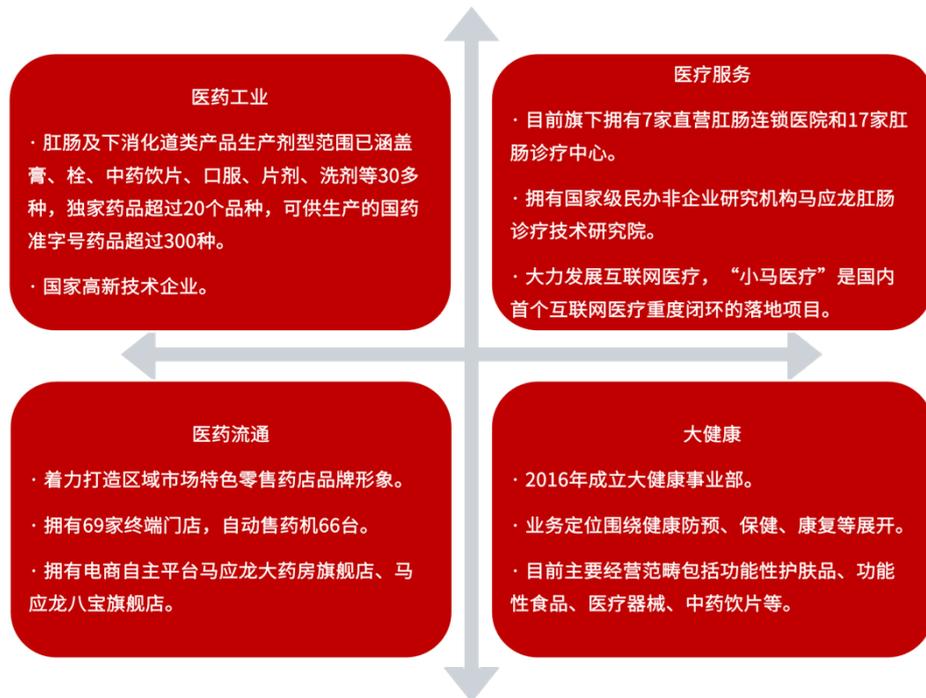
注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

目录

焦点图表.....	3
投资概述.....	5
马应龙：以肛肠为核心，构建大健康产品矩阵.....	7
医药工业：管控治痔类药物渠道，坚持发展大健康产业.....	7
治痔类：依托特色产品，成为肛肠健康领导品牌.....	7
大健康产品：聚焦眼科、皮肤重点品类，挖掘肛肠健康需求.....	13
医疗服务：拓展肛肠全产业链重要支点.....	15
医药商业：以品牌提升价值.....	15
追求卓越运营的中药老字号.....	15
财务分析.....	18
营收和利润分析.....	18
毛利率和净利率分析.....	19
各项费用分析.....	20
经营性现金流.....	21
估值.....	22
首次覆盖给予“买入”评级，DCF 目标价为 37.49 元。.....	22
风险提示.....	24
附录 I：公司概况.....	25

焦点图表

图表 1: 公司主要产业布局



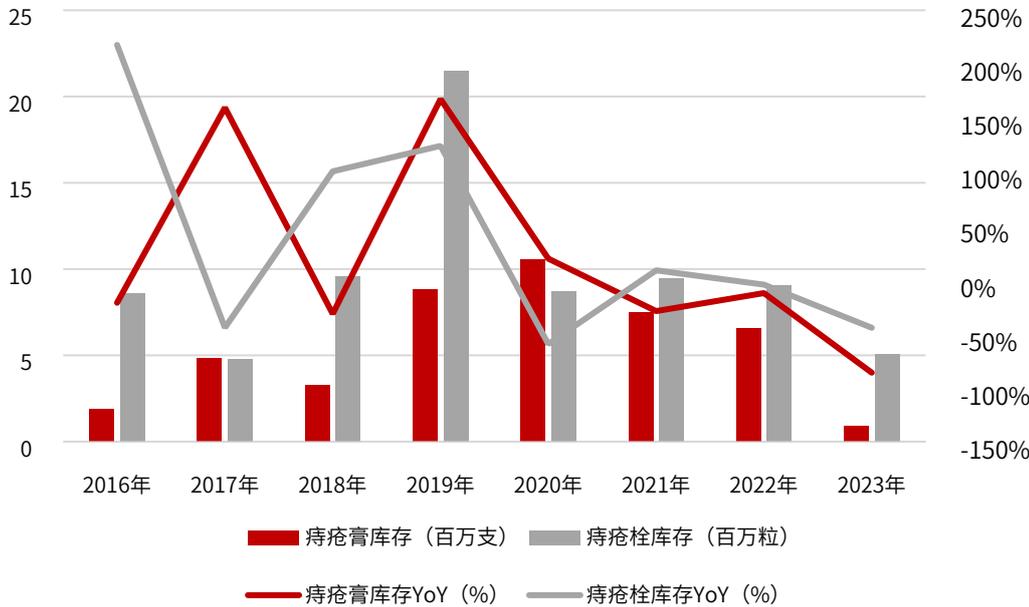
资料来源：公司年报、华兴证券整理

图表 2: 马应龙各业务板块发展战略



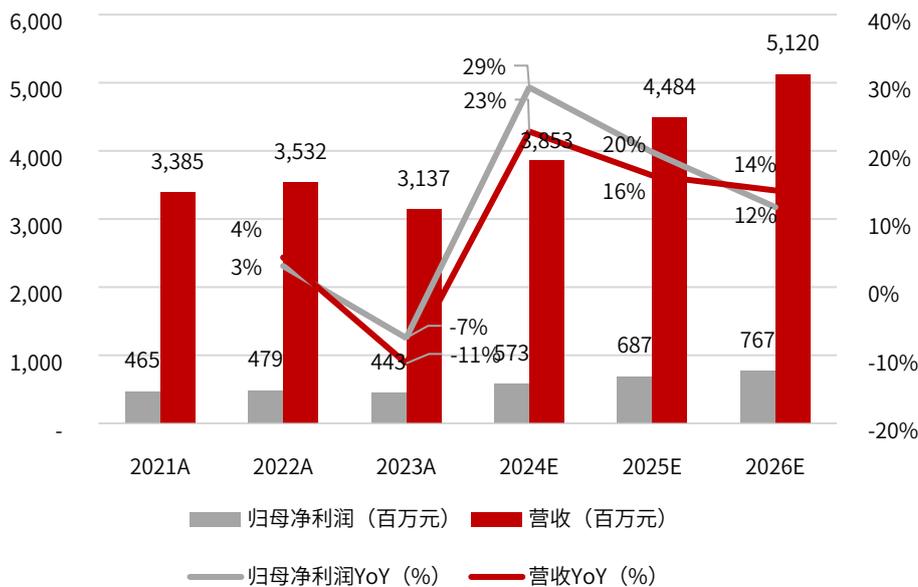
资料来源：公司年报、华兴证券整理

图表 3：马应龙主要治痔类药物库存量变化（2016-2023）



资料来源：公司公告、华兴证券整理

图表 4：马应龙—营收和净利润（百万元）及增长，2021-2026E



资料来源：公司公告、华兴证券预测

投资概述

中药老字号深挖肛肠健康需求

马应龙（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。公司依托肛肠领域的品牌影响力和产品产业的结构优势，积极拓展医疗服务，大力发展大健康产业（比如八宝系列美妆和湿厕纸），形成了集医药工业、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。公司坚持品牌经营的主导战略，通过一系列“守正出奇”的策略打造“国药新网红”形象，保持了四百年老字号品牌年轻活力。根据中康资讯《2021 年肛肠类市场竞争态势研究报告》，公司连续 19 年入选“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值达 502.58 亿元。我们认为，公司核心竞争主要体现为具有生命力的企业文化以及品牌力、产品力优势。我们首次覆盖公司给予买入评级和目标价 RMB37.49 元。

医药工业在“多元化”发展的道路上坚持“传承与创新”

治痔类药物是公司医药工业收入的主要来源（1H24 占医药工业收入比例超过 70%）。根据我们的研究，中国治痔类药物市场发展特点包括：1) 行业增速平稳，中药占据主流；2) 龙头企业地位稳固，院外市场成为重要发展渠道；3) 高性价比的痔疮用药面临良好的发展机遇。根据智研咨询，我国痔疮治疗用药市场规模从 2018 年的 38.54 亿元增长至 2022 年的 49.73 亿元，2018-22 年的 CAGR 为 6.6%。智研咨询预计 2028 年国内痔药行业市场规模有望达到 74.75 亿元，23-28 年 CAGR7.0%。

根据公司 2024 年中财报，公司治痔类药物的主要策略是：1) 深化药线渠道营销变革，加强零售渠道终端动销；2) 通过新设广阔渠道，深挖三四线市场潜力。根据 2023 年年报，公司的痔疮膏库存仅有 92 万支，为 2016 年以来最低水平；公司的痔疮栓库存为 500 万粒，接近 2017 年水平。根据我们的研究，在痔疮用药常见品种中，马应龙系列产品最高限价大幅低于竞品。

我们认为，随着公司产品进入提价周期，有望带动公司库存上升，进一步提振公司收入增速。我们认为，在维持合理的库存水平情况下，长期看公司收入有望恢复至 10-15% 的目标。我们预计，2024-26E 公司治痔类药物收入增速有望达到 19%/15%/12%。

根据 24 年中公司财报，在大健康产业上（收入在公司财报中合并入医药工业），公司大力发展眼部医美健康业务，同时积极盘活皮肤用药，由皮肤治疗向皮肤健康护理延展。在大健康产品中，我们认为，随着公司继续深化市场布局和产品创新，马应龙八宝系列产品有望继续保持增长势头；公司新开发的湿厕纸则有望成为爆款新消费潜力。我们认为湿厕纸行业 23-28 年有望保持 CAGR20% 左右的快速增长趋势，预计到 2028 年市场规模能超过 30 亿元。在创新品类的推动下，我们预计，2024-26E 大健康品类收入增速有望达到 48%/28%/29%。

在治痔类药物渠道管控取得成效，以及大健康品类持续创新的带动下，我们预计，2024-26E 医药工业增速有望达到 25%/18%/17%。

医疗服务和医药商业拓展肛肠全产业链

根据 24 年中公司财报，公司的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。公司以诊疗中心为依托，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。我们预计，虽然受政策影响，其收入增速未来三年较难快速发展，但是受诊疗中心的持续扩张，2024-26E 医疗服务增速仍能实现 0%/3%/5%。同时，医疗服务业发展也受益于公司品牌支持。

公司的医药商业业务是公司第三大收入来源，主要包括医药零售和医药物流两大业务。医药零售方面，马应龙大药房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。马应龙大药房将继续丰富 PB（Private Brand，自有品牌商品）产品序列，带动药品零售业务整体营收增长。医药物流方面，公司将通过调整下游客户结构（客户从全国范围收缩至武汉等部分区域），增加供应品种数量及规模，带动整体业绩提升。我们预计，2024-26E 医疗商业业务收入增速为 20%/15%/10%。

首次覆盖给予“买入”评级，DCF 目标价为 37.49 元（WACC：9.0%）

我们的目标价对应公司 2025 年 24x PE 估值，稍高于行业平均 23x PE 估值水平。考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，我们认为享受一定估值溢价较为合理。我们还认为，随着公司渠道清理成效显现，治痔类产品有望开启提价窗口；同时大健康产业有望为公司业绩增长带来新的驱动力，我们首次覆盖给予买入评级。

风险提示： 医药政策风险；主导产品涨价效果及渠道库存管理不及预期；成本上涨风险；新品培育或销售不及预期；大健康产品的安全风险；宏观经济影响的风险；环保风险。

马应龙：以肛肠为核心，构建大健康产品矩阵

马应龙（600993.SH）坚持“目标客户一元化，服务功能多元化”的发展思路，致力于为客户提供专业化、个性化、多样化的肛肠健康解决方案。根据公司 2023 年年报，公司已拥有 60 余家直营专科医院和共建肛肠诊疗中心。公司的大健康产品包括功能性护肤品、功能性护理品、功能性食品、肛肠健康产品四大类。

医药工业：管控治痔类药物渠道，坚持发展大健康产业

公司的医药工业按治疗领域分，可以分为治疗类、皮肤类、眼科类和其他类。根据 2023 年公司年报，公司医药工业收入 18.41 亿元，同比下降 11.21%。其中，治疗类、皮肤类、眼科类、其他类收入分别为 12.92 亿元/1.17 亿元/0.35 亿元/3.91 亿元，占医药工业收入比例分别为 70.18%/6.36%/1.90%/21.24%，YoY 分别为 -13.18%/-1.24%/-43.92%/-3.48%。其中，治疗药品主要因渠道调整、主动优化渠道库存等影响，营收同比减少。眼科药品因外部市场影响，营收同比减少。根据 1H24 中报，公司医药工业实现收入 11.60 亿元，同比增长 25.13%，显示渠道调整的成功。其中，治疗产品营收同比增长 22.02%，大健康营收同比增长 33.27%。

马应龙传承 440 年“八宝名方”精髓（主要含有麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硃砂等八味中药），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。

公司拥有 100 多个国药准字药品文号和 400 多个大健康产品 SKU，形成了以肛肠类为核心，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”产品格局。其中，“马应龙眼药制作技艺”入选国家级非物质文化遗产（2011 年），治痔膏药由国家工信部评定为“制造业单项冠军产品”（2019 年），马应龙八宝系列眼霜成为互联网爆款品类（2009 年）。

治痔类：依托特色产品，成为肛肠健康领导品牌

痔疮是临床常见的肛肠科疾病，病灶位于肛门部位，具有较高的发病率，任何年龄均可发病。该病多因局部肛垫组织受到不良刺激出现水肿、充血、血管扩张、血瘀导致，疾病早期患者通常不予重视，一旦加重则对患者的日常生活、工作造成严重影响。痔疮用药是指用于治疗痔疮的药物，包括口服药和外用药两大类。外用药又分为栓剂、膏剂和洗剂。口服药主要是促进淋巴回流、促进血液循环的药物，具有缓解痔疮充血、便血的作用。外用药则直接作用于痔疮部位，帮助减轻症状、促进愈合。

中国治痔类药物市场发展特点

随着生活方式的改变和不健康饮食习惯的增多，如低纤维饮食和高脂肪、高糖饮食，痔疮的发病率有所增加。随着公众健康意识的提高，人们对痔疮的认知和重视程度也在增加，促使中国痔疮用药行业市场规模的上涨。根据 2015 年中华中医药学会肛肠分会发布的《中国成人常见肛肠疾病流行病学调查》，我国城乡居民肛肠疾病总患病率已超过 50%。该研究以 18 岁以上人口为基础测算，我国患有不同程度肛门直肠疾病的人数超 5 亿，患病率远超心脑血管疾病、高血压、糖尿病等一般疾病。其中，痔疮患者人数占肛门直肠疾病总数的 98.1%，患病率高达 49.1%。

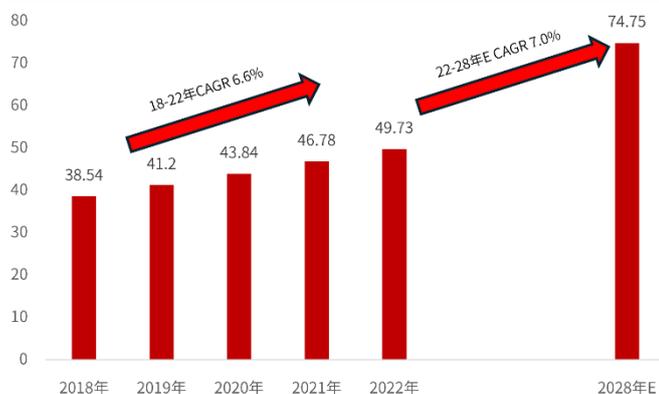
行业增速平稳，中药占据主流

根据智研咨询，我国痔疮治疗用药市场规模从 2018 年的 38.54 亿元增长至 2022 年的 49.73 亿元，2018-22 年的 CAGR 为 6.6%。近年来，快节奏的工作和生活，不规律饮食和作息，导致我国居民痔疮患者出现年轻化迹象，此外，痔疮的复发率非常高，大多数患者需要连续用药治疗一段时间。由于上述原因痔疮药物市场带来了持续稳定的市场需求。智研咨询预计 2028 年国内痔疮行业市场规模有望达到 74.75 亿元，23-28 年 CAGR7.0%。我们预计，未来痔疮治疗用药仍有望保持 6-7% 的增速。

痔疮中医治疗具有外治见效快、疗效显著、治疗费用低等优点。根据智研咨询，在中国痔疮用药中，中成药占据了半数以上的份额，2022 年占比为 84.82%。根据华经产业研究院数据，乳膏剂因其使用方便，效果显著，成为患者常用的外用药物，占比为 62%；其次栓剂也是常用的外用药物，具有良好的止痛和消炎效果，市场占有率次于乳膏剂，占比为 18%。外用药物因其使用方便、直接作用于患处以及快速缓解症状而受到患者的青睐。由于中成药在痔疮治疗中有着悠久的历史，且被

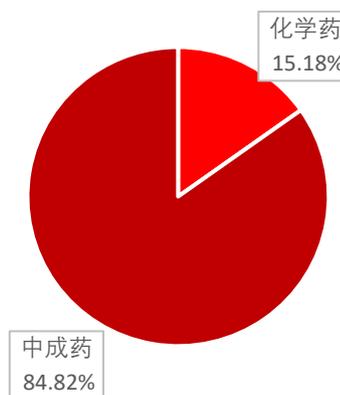
认为副作用较少且疗效稳定，我们预计在痔疮治疗中将占有重要地位并且在未来 3-5 年中将继续增长。

图表 5：中国治痔类药物市场规模（亿元）



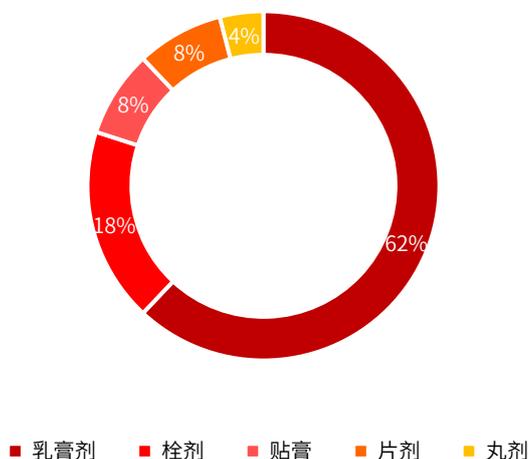
资料来源：智研咨询、华兴证券整理

图表 6：2022 年中国治痔类药物分类占比



资料来源：智研咨询、华兴证券整理

图表 7：中国治痔类药物剂型占比



资料来源：华经产业研究院、华兴证券整理

根据中康开思，在院外市场，2021 年/2022 年/2023 年，整个肛肠类-痔疮用药销售额分别是 23.26 亿元/24.37 亿元/23.21 亿元，平均单价分别为 22.73/23.54/24.15 元/盒。2023 年，院外市场占痔疮治疗市场规模的 62.25%。根据中康开思，治痔类药物零售终端 2017-23 年 CAGR 为 5.5%，医院终端 2017-23 年 CAGR 为 8.0%。虽然医院终端的其复合增速快于零售终端，但规模仍远小于零售终端规模。

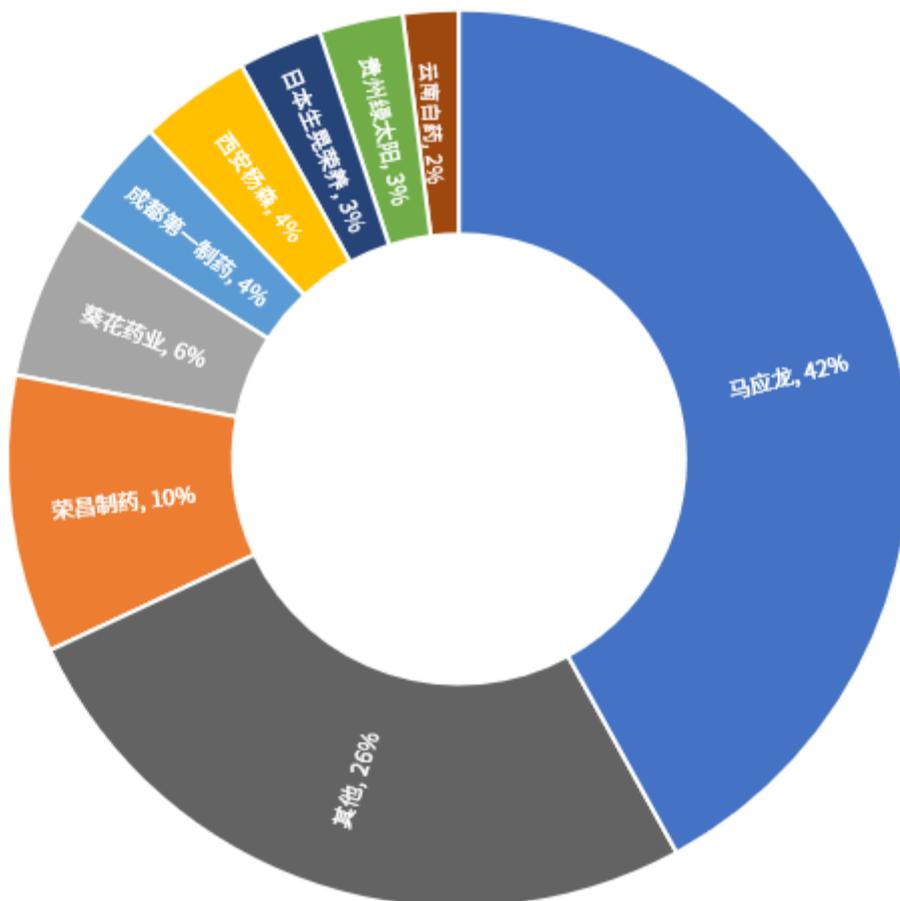
龙头企业地位稳固，院外市场成为重要发展渠道

我们认为，由于痔疮发病位置的特殊性，导致痔疮用药在零售 OTC 领域占比较高，同时外用剂型占据主导地位。此外，痔疮治疗药物院外市场的增长受益于在线药房的发展，由于在线购物的便利性使得患者能够更隐私和方便地购买药物，推动了这一领域院外市场的增长。两大终端市场产品用药途径结构有较大差异：零售终端侧重外用药，医院终端侧重口服用药。根据华经产业研究院数据，零售终端外用药占比高达 69%，膏剂和栓剂是销售主要驱动；医院终端口服用药占比高达 60%，片剂和栓剂是其销售主要驱动。

痔疮用药市场国产药有着性价比较高、效果较优的优势。马应龙、荣昌制药、广州敬修堂、江西瑞金三九药业等国内企业在痔疮用药市场上占据较大市场份额。龙头企业马应龙已成为痔药市场的代名词，拥有膏、栓、片剂、熏洗、喷剂等多种剂型产品，成为了肛肠健康的领导品牌。我们注意到，各龙头厂商均有自己重点发展的市场和产品组合，因此直接竞争并不激烈。比如，马应龙痔疮用药产品在零售市场市占率长期稳坐头把交椅，占据痔疮膏市场龙头地位，具有明显优势，但医院终端占比较低。荣昌制药的肛泰系列主要有贴剂、栓剂和软膏剂，药店零售市场主要以贴剂为主，栓剂和软膏剂主要在医院销售。

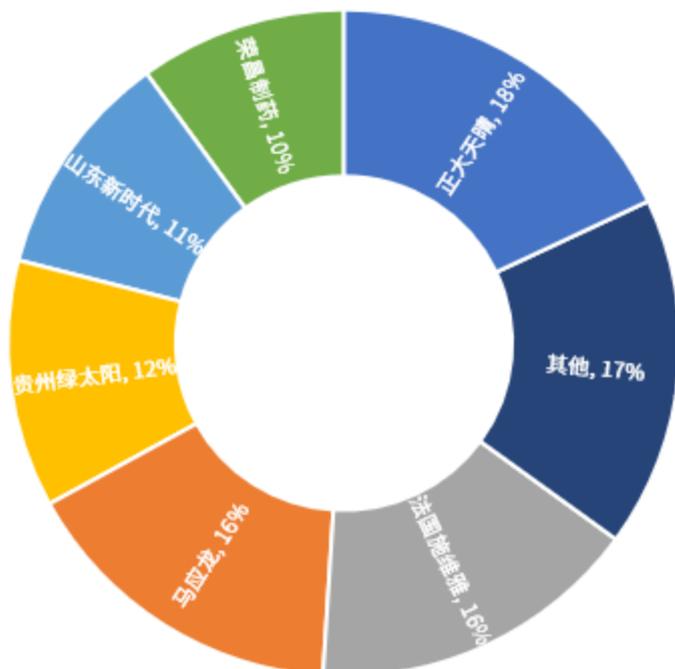
根据公司介绍，马应龙 2020 年开始对主导产品在不同渠道做了明确的划分。根据公司介绍，目前马应龙痔疮类产品在院内和院外的收入占比为 3:7。

图表 8：2023 年零售终端痔疮类药物竞争格局



资料来源：中康开思、华兴证券整理

图表 9：2023 年医院终端痔疮类药物竞争格局



资料来源：中康开思、华兴证券整理

根据国家卫健委近期新闻稿介绍，在以控药费为主要目标的公立医院改革中，性价比高的基本药物使用范围有扩大趋势，目前已有北京、上海、江苏等省市逐步在二、三级医院推广使用基本药物。未来，性价比高的痔疮用药将会面临良好机遇。我们分析了根据公司年报披露的 21-23 年公司主要产品价格情况，主导产品基本保持价格稳定。

高性价比的痔疮用药面临良好的发展机遇

在痔疮用药常见品种中，马应龙系列产品最高限价大幅低于竞品。我们通过京东大药房对比零售市场上肛肠治痔类主要产品可发现，马应龙麝香痔疮膏日用药金额为 1~2 元，麝香痔疮栓日用药金额为 2-4 元，相较荣昌制药的肛泰软膏/栓、德国迈之灵片价格优势显著。

图表 10：马应龙主要产品基本情况

细分行业	主要治疗领域	药品名称	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	肛肠治痔	马应龙麝香痔疮膏	中药 6 类	否	是	是	是
中成药	肛肠治痔	麝香痔疮栓	中药 6 类	否	否	是	是
化药	肛肠治痔	地奥司明片	化药 4 类	是	否	是	是
中成药	皮肤	龙珠软膏	中药 6 类	否	否	是	是
中成药	肛肠治痔	痔炎消片	中药 9 类	否	否	否	否
中成药	眼科	马应龙八宝眼膏	中药	否	否	是	是
中成药	肛肠治痔	金玄痔科熏洗散	中药 6 类	是	否	否	否

资料来源：公司公告、华兴证券整理

图表 11：马应龙主要产品集中采购中标价格情况

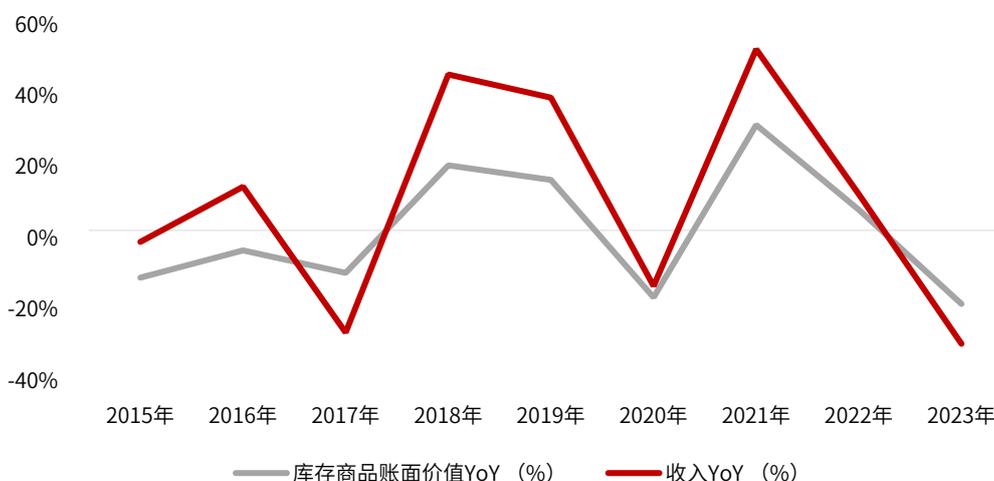
主要药品名称	23 年中标价格区间	22 年中标价格区间	21 年中标价格区间
马应龙麝香痔疮膏 (20g/支)	13.8 元	13.8 元	13.8 元
马应龙麝香痔疮膏 (4g*6 支/盒)	20.68 元	20.68 元	20.68 元
麝香痔疮栓 (12 粒/盒)	21.92 元	21.92-22.10 元	21.92-22.10 元
地奥司明片 (24 片/盒)	15.3-27.59 元	15.3-28.09 元	27.59-28.09 元
龙珠软膏 (15g/支)	17.65 元	17.65-20.5 元	17.65 元
马应龙八宝眼膏 (5g/支)	58 元	58-58.2 元	58-58.2 元
金玄痔科熏洗散 (4 袋/盒)		20.80-25.8 元	20.80 元
聚乙二醇 4000 散 (10 袋/盒)	7.39 元	7.39-8.45 元	

资料来源：公司公告、华兴证券整理

马应龙治痔类药品库存清理卓有成效

根据公司介绍，过去 10 多年，公司通过清晰的三步骤战略，马应龙很快成为痔疮用药领域细分龙头：第一步，采用低价策略，扩大市场份额，最终取得零售端垄断地位；2、强化马应龙品牌塑造，建立“马应龙=痔疮膏”的品牌记忆；3、垄断市场后，稳步提价提高利润率。

根据 2023 年年报，公司治痔类药物的主要策略是深化药线渠道营销变革，加强零售渠道终端动销；通过新设广阔渠道，深挖三四线市场潜力。公司自 2016 年开始公布主要商品库存，因此我们也能从公司库存变化中推断其渠道库存管理的成效。根据 2023 年年报，公司的痔疮膏库存仅有 92 万支，为 2016 年以来最低水平；公司的痔疮栓库存为 500 万粒，接近 2017 年水平。在过去十年中，公司库存水平的增加往往是由销售渠道的补货活动而驱动，这实际上反应了分销商为了应对公司产品价格上涨，而采取了积极补货的措施，因此其库存增加并非由终端市场销售增长而推动。考虑到产品的保质期，分销渠道中不合理的存货增长，往往最终导致了马应龙产品实际的零售市场价格下跌、以及公司业绩的波动。为了应对渠道库存不合理增长，马应龙在过去几年中开始着重控制渠道库存。我们研究了 2015-23 年，公司收入和商品库存账面价值 YoY 增速变化之间的关系。我们发现，当公司商品库存账面价值增速下降时相应的收入增速也较低，表示公司进入去库存时期（两者的相关系数为 0.74）。

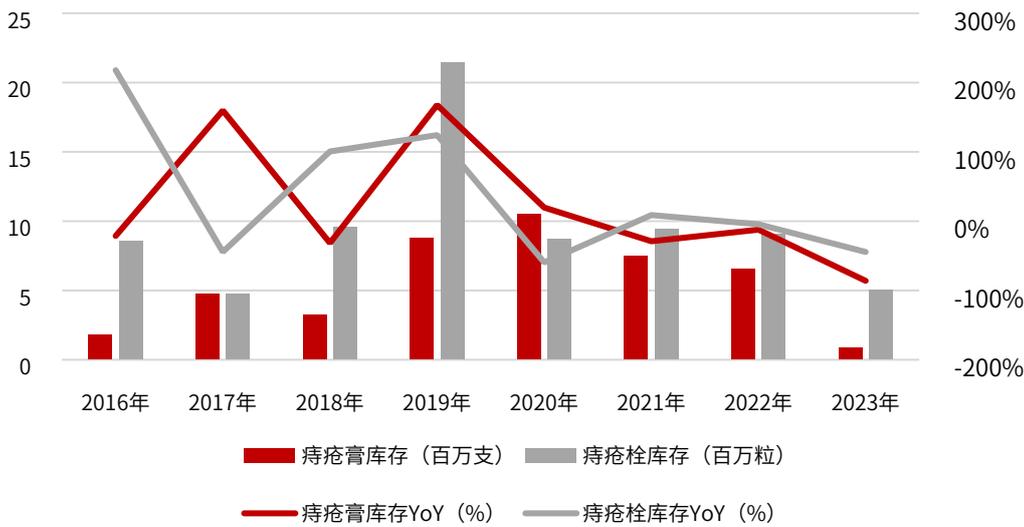
图表 12：马应龙库存商品账面价值 YoY 和公司收入 YoY 变化 (2015-2023)


资料来源：公司公告、华兴证券整理

根据 2024 年中财报，公司主要还是以控制库存增长为主要经营目标。治痔类药物主要以先款后货方式销售，保证现金流。随着渠道调整逐渐到位，公司目前渠道库存处于低位。根据公司介绍，公司设定的安全渠道库存为 1 个月，目前渠道库存为 2-3 个月。而 OTC 行业的库存水平大概在 3-6 个月，根据产品特点不同。因此，我们认为，未来进一步削减库存的下行空间非常有限，库存可能会反弹。我们认为，这可能是马应龙近期至中期收入的另一个增长动力。

在零售端，公司治痔类的竞品都属于高毛利、高返利产品。公司认为，在 2024 年中开始的药品价格治理中相关竞品销售受到影响较大，而公司的产品由于售价较低，销售反而得益。

图表 13：马应龙主要治痔类药物库存量变化（2016-2023）



资料来源：公司公告、华兴证券整理

在零售端，由于单日服用价格低于竞争对手，马应龙痔疮膏和痔疮栓具备长期提价的能力（图表 14）。2017 年 2 月，公司公告 10g 马应龙痔疮膏提价 18%。2021 年 7 月 1 日，公司有 2 个品种提价，10g 马应龙麝香痔疮膏和 6 粒马应龙麝香痔疮栓提价幅度 9.4% 左右。根据中康开思数据，马应龙痔疮膏，2017 年平均销售价格为 11.35 元/盒，2022 年平均销售价格为 15.66 元/盒，17-22 年 CAGR 为 6.65%。

图表 14：马应龙主要产品日用金额和竞争对手比较

企业	药品	规格	用量	价格 (元)	日用药金额 (元)
	马应龙痔疮膏	20g/支	一日 1-2 次，一次 1g	18	0.9-1.8
	痔疮消炎片	0.53g*30 片	一日 3 次，一次 3-6 片	33	9.9-19.8
马应龙	马应龙痔疮栓	1.5g*14 粒	一日 1-2 次，一次 1 粒	24	1.71-3.43
德国礼达	迈之灵	0.26g*40 片	一日 2 次，每次 1-2 片	88	4.4-8.8
	肛泰软膏	10g/支	一日 1-2 次，一次 1g	20.6	2.06-4.12
荣昌制药	肛泰痔疮栓	1g*12 粒	一日 1-2 次，一次 1 粒	34.9	2.91-5.82
云南白药	痔疮膏	1.5g*6 支	一日 1-2 次，一次 1 支	24.9	4.15-8.3
片仔癀	痔疮膏	10g/支	一日 1-2 次，一次 1g	23.99	2.40-4.80
白云山敬修堂	化痔栓	1.4g*10 粒	一日 1-2 次，一次 1 粒	24.61	2.46-4.92
广西嘉进药业	痔疮胶囊	0.4g*36 粒	一日 3 次，一次 4-5 粒	7.5	3.0-3.75

资料来源：京东大药房、华兴证券整理

根据公司介绍，作为公司库存管理的一部分措施，公司不会给市场明确的提价预期，以免短期的价格变动导致终端的销售发生混乱。公司目前对一线考核的要求，也以销量考核为主。我们认为，随着公司商品库存清理到位后，2024 年开始，公司产品有望进入新一轮提价周期。我们认为，随着公司产品在 2024 年进入提价周期，有望带动公司库存上升（比如行业渠道库存一般在 3-6 个月），进一步提振公司收入增速。我们注意到，由于补库存因素的存在，公司 24 年上半年收入开始改善，同比增长率从 1H23 年和 2023 年全年的-15%/-11%反弹至 1H24 年的 17%。

我们预计，受价格上涨和库存增长的推动，2024 年公司治痔药物的收入增长将达到 19%。我们预计，在 25E/26E 期间，收入增长将逐渐恢复正常，同比增长 15%/12%，与公司认为在库存和价格合理增长的情况下实现 10-15%的长期收入增长目标相一致。

大健康产品：聚焦眼科、皮肤重点品类，挖掘肛肠健康需求

根据公司 24 年中期报告，公司充分发挥老字号企业优势，回归眼科本源，大力发展眼部医美健康业务，同时积极盘活皮肤用药，由皮肤治疗向皮肤健康护理延展。公司以“马应龙”品牌和核心资源为基础，组建了涵盖功能性化妆品、功能性食品、母婴护理产品、消杀产品、医疗器械、中药饮片等超过 300 个品种的开发、拓展和销售在内的产品系列矩阵。公司的大健康产品主要包括在其他收入中，2021-23 年，公司其他收入为 3.24 亿元/4.05 亿元/3.91 亿元，同比 29.52%/37.00%/-3.48%。2023 年，通过调整大健康经营策略，聚焦重点单品推广，着力提升经营质量，大健康业务盈利能力明显增强。虽然 2021 到 2023 年，公司毛利率从 51.17%增加到 52.63%，但是其收入有所下降。

公司的大健康产品主要可以分为：1) 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；2) 功能性护理品包括婴幼儿纸品、婴幼儿护肤品、女性用品等；3) 功能性食品包括润肠促消化、补肾固本、膳食补充等产品；4) 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、消毒杀菌类等。

八宝系列有望继续保持增长势头。功能性化妆品是大健康产品中的主要品类，2023 年收入占比为 60-70%，主要为马应龙八宝眼霜、眼膜贴等，主要通过线上渠道销售。根据 2023 年年报，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%。

八宝系列护肤品的研发团队拥有一个较大的研发基地，全程自主研发，将中医药理论与现代工艺技术相结合，形成了一条完整且成熟的产业链。八宝眼霜结合了中医药理论和现代美容科学，选用琥珀、珍珠等名贵中药材，并添加光果甘草，采用了微粉化技术工艺，在滋润、修复、抗氧化等方面有一定功效。根据 1H24 报告，马应龙创新开发了马应龙八宝祛眼袋及祛皱抗衰 2 个核心功效组方，拓展了马应龙八宝系列眼霜，这些新产品带动了八宝系列的快速增长。

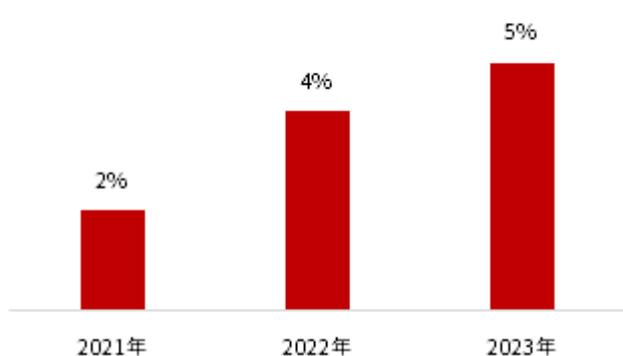
我们认为，马应龙八宝系列产品的销售增长得益于公司的创新策略、市场拓展以及品牌影响力的提升。同时，得益于 2024 年掀起的“国潮”风，公司预计八宝系列 2024 年有望实现 1.5-2 亿元收入，同比增长 50%-100%。未来，随着公司继续深化市场布局和产品创新，马应龙八宝系列产品有望继续保持增长势头。

湿厕纸有望成为爆款新消费品。公司深挖挖掘肛肠健康需求，与 CBNdata 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。根据《白皮书》，在生活用纸的所有品类中，湿厕纸快速崛起，渗透率逐年提高；有 7 成的消费者认为湿厕纸的使用体验优于传统干纸。

根据智研咨询，2023 年中国湿厕纸行业市场规模为 13.8 亿元，同比增长 13.77%。根据中研网数据，中国纸巾市场规模从 2019 年的约 450 亿元人民币增长至 2023 年的 670 亿元人民币，19-23 年的 CAGR 为 10.5%。根据《白皮书》，中国的湿厕纸线上渗透率仅为 5%，与瑞士的 50%和德国近 40%的渗透率相比，存在显著差距。根据我们的测算，湿厕纸占整体纸巾市场比例约为 2%，因此我们认为湿厕纸行业 23-28 年有望保持 CAGR20%左右的快速增长趋势，预计到 2028 年市场规模能超过 30 亿元。

公司 2023 年开始推出湿厕纸业务，公司预计 2024 年有望实现 1 亿元左右销售，目前该产品仍处于销售爬坡状态。公司认为，3-5 年的经营目标为实现 5 亿元左右收入。

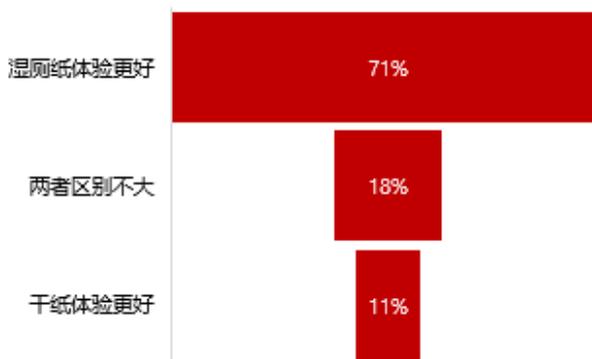
图表 15: 2021-23 线上湿厕纸在生活用纸品类的渗透率



资料来源：《2023 年湿厕纸新消费趋势白皮书》、华兴证券整理

数据主要来自于淘宝、京东、抖音三个平台。

图表 16: 消费者湿厕纸 vs 传统干纸使用体验对比



资料来源：《2023 年湿厕纸新消费趋势白皮书》、华兴证券整理

数据主要来自于淘宝、京东、抖音三个平台。

营销变革带来大健康系列规模增长。根据 24 年中期财报，公司增强营销推广协同。制定并实施品牌季营销方案，围绕“529 肠道健康日”、“66 爱眼日”主题，系统组织开展多形式、多层次、广覆盖的推广活动，如线下举办专家讲座、义诊、趣味大促，联合滴滴出行发起“出行护航计划”，发布肛周皮肤微生态护理白皮书等，线上打造多平台直播间，加大直播力度，促进线上线下营销协同。1H24，公司以八宝眼霜系列为代表的眼部护理产品、卫生湿巾系列产品等代表性品种销售规模快速增长，带动大健康整体规模增长。1H24 大健康营收同比增长 33.27%。

我们预计，2024-26E 大健康品类增速有望达到 48%/28%/29%。

医疗服务：拓展肛肠全产业链重要支点

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、大同等地建立马应龙肛肠连锁医院。根据 1H24 报告，公司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，拥有主任、副主任医师 40 多人，博士生导师 6 人，硕士生导师 15 人，为当下国内规模领先的肛肠专科连锁医院。根据 2023 年年报，公司医疗服务收入 3.45 亿元，同比增长 33.28%。1H24，因医疗服务供应链业务规模下降，医疗服务营收同比下降 7.61%，收入为 1.80 亿元。

1H24，公司加快推进“全国百家重点肛肠专科共建计划”，新增签约 9 家肛肠诊疗中心，累计签约家数达 89 家。公司以诊疗中心为依托，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。此外，公司还通过“小马医疗”云平台建设，将公司打造为健康方案提供商，建设专业化、垂直化移动医疗平台，构建全链条、一体化的肛肠健康生态圈。

由于医疗服务行业整体政策环境趋严，我们预计，2024-26E 医疗服务增速为 0%/3%/5%。

医药商业：以品牌提升价值

医药商业包括医药零售和医药物流两大业务。根据 2023 年年报，公司医药商业收入 10.88 亿元，同比-19.67%。公司医药零售由旗下子公司马应龙大药房运营，实行以会员管理为中心的健康家运营模式。马应龙大药房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医保定点零售药房、DTP 院线药房、重症慢病定点药房、中医诊疗等；线上渠道分布在天猫、京东、美团等各大平台。

公司医药物流主要从事药品批发、医疗器械经营、药品互联网信息服务等，致力于深耕湖北区域市场，构建比较优势，采购模式主要包括协采和商采，销售模式主要包括自营业务、分销业务、委托储存配送业务等。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，分销业务主要为线下聚焦重点连锁配送、线上聚焦核心 C 端配送；委托储存配送业务是按药品第三方物流管理规范为委托方提供药品存储、运输等服务。

1H24，医药零售方面，积极应对行业政策及发展趋势变化，丰富 PB（Private Brand，自有品牌商品）产品序列，带动药品零售业务整体营收增长。目前，公司医药零售线下业务处于收缩状态，关闭了一批不盈利的线下门店，同时将主要销售渠道集中于线上。医药物流方面，优化供应链建设，进一步丰富品种资源；通过调整下游客户结构，增加供应品种数量及规模，带动整体业绩提升。1H24，2024 年上半年医药商业营收同比增长 17.01%，收入至 6.92 亿元。

随着公司在医药商业业务上的战略调整逐渐奏效，我们预计，2024-26E 医药商业业务实现收入增速为 20%/15%/10%。

追求卓越运营的中药老字号

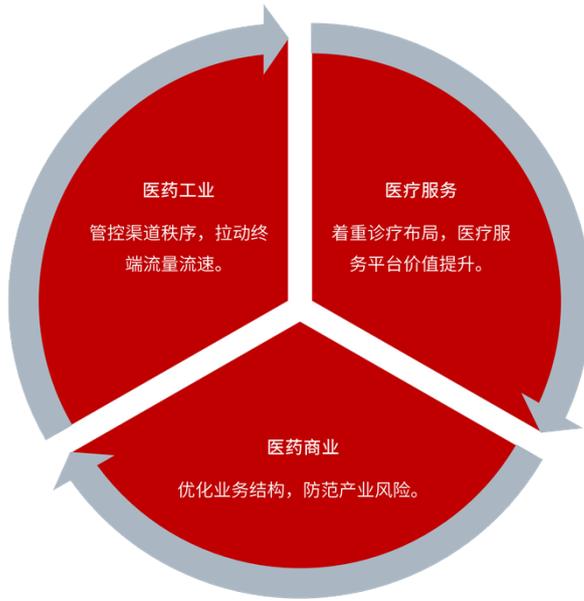
在医药工业上，2023 年以来，公司重点优化线下渠道，提升渠道运营能力。深化营销组织调整，组建营销工作委员会，促进全渠道营销协同推进，提升营销协同效率。公司增设共建渠道部和广阔渠道部，拓展县域市场和下沉市场。同时，公司针对核心品种品规归拢渠道，减少渠道一级经销商合作数量，优化与渠道经销商的合作方式，加强重点品种管控，规范产品市场秩序，渠道管控能力显著增强。截至 2023 年底，母公司应收账款及应收票据金额较期初下降 35.83%，存货金额较期初减少 22.41%，经营性现金流净额同比大幅提升 19.3%。我们认为，这些指标均显示了公司优化运营战略目标成功的标志。

在医疗服务上，公司发展战略重点在于提升直营医院经营质量和加快布局肛肠诊疗中心共建。利用医疗服务业务的发展，公司加快构建闭环的医药供应链业务，反哺医药工业的发展。同时，利用利用小马医疗平台积累肛肠医生用户 4 万余人，平台在肛肠学术领域影响力不断提升。

在医药商业领域，整合集团区域产业资源，打造马应龙健康家模式。同时通过深化与头部电商合作，加强上下游合作经营。

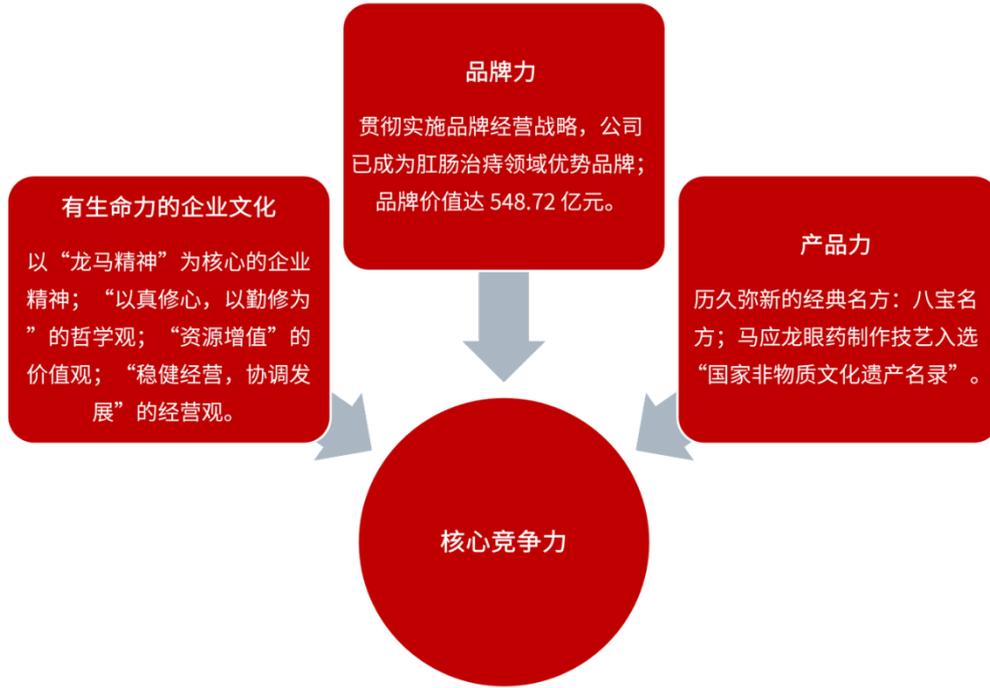
公司核心竞争主要体现为具有生命力的企业文化以及品牌力、产品力优势。

图表 17：马应龙各业务板块发展战略



资料来源：公司年报、华兴证券整理

图表 18：马应龙核心竞争力



资料来源：公司年报、华兴证券整理

财务分析

营收和利润分析

马应龙的营收按产品类型主要可以分为医药工业、医药商业和医疗服务业。医药工业是公司目前最主要的收入来源，占收入比重不断提高，2021-23 年从 54.89% 提高至 58.69%（1H24，占比为 60.17%）。

我们预计公司 2024E-26E 年的营收将为 31.37 亿元/ 38.53 亿元/ 44.84 亿元，同比增长 22.8%/ 16.4%/ 14.2%，2023-2026E CAGR 为 17.7%，分板块看：

1) 医药工业：2023 年，公司开始对治痔类产品进行渠道清理，导致产品销量有所下滑。我们预计 2024 年开始，公司治痔类产品收入将进入新的成长周期，我们预计 2024E-26E 年，治痔类收入增长为 18.7%/ 14.6%/ 12.1%。随着公司开始加大重点健康品种培育，以八宝眼霜、卫生湿巾系列产品为代表的大健康产品有望快速发展。我们预计 2024E-26E 年，在创新品类的推动下，大健康收入增长为 48.3%/ 28.1%/ 29.1%。我们预计 2024E-26E 年，医药工业收入增长为 25.2%/ 18.1%/ 16.9%。

2) 医疗服务业：医疗服务板块是公司拓展肛肠全产业链的重要支点。然而，由于医疗服务行业政策环境趋紧，我们预计，2024E-26E 年，其收入增长为 0.0%/ 3.0%/ 5.0%。

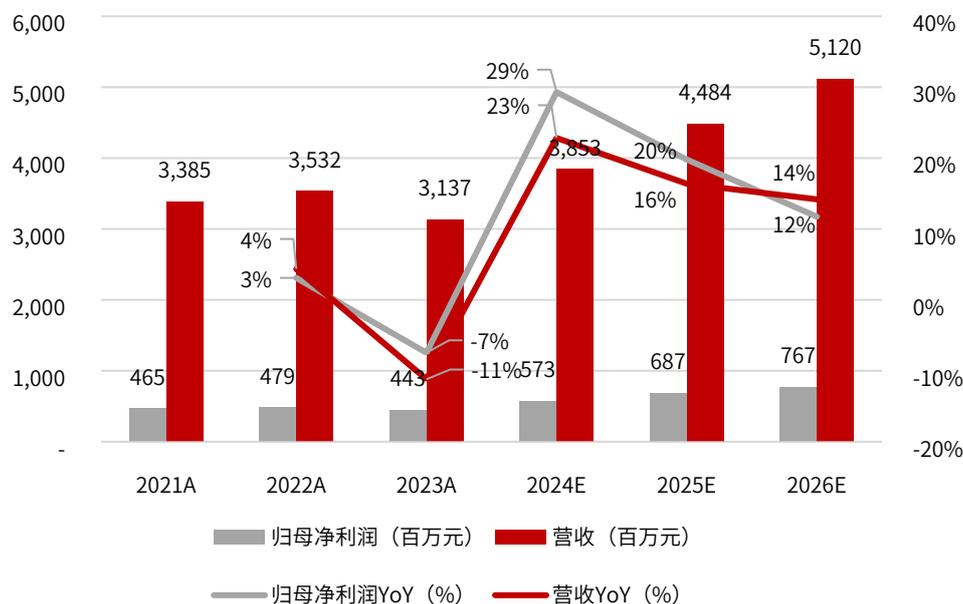
3) 医药商业：2023 年，公司开始调整医药流通业务结构，优化网络拓展分销业务，至 1H24 已初步显现成效。我们预计，2024E-26E 年，其收入增长为 20.0%/ 15.0%/ 10.0%。

我们预计 2024-26 年公司净利润将达到 5.73 亿元 / 6.87 亿元 / 7.67 亿元，同比增长 29%/20%/12%，2023-2026E CAGR 为 20.1%。净利润的增长快于营收的增长，主要是由于毛利率的改善和各项费用率的稳定，我们将在下面讨论。

图表 19：马应龙—2021-2026E 分产品营收预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2023-2026 CAGR
总收入(百万元)	3385	3532	3137	3853	4484	5120	17.7%
YoY (%)	21.3%	4.4%	-11.2%	22.8%	16.4%	14.2%	
按产品拆分(百万元)							
医药工业	1858	2073	1834	2297	2712	3170	20.0%
治痔类	1384	1488	1292	1534	1758	1971	15.1%
皮肤类	129	118	117	147	173	200	19.7%
眼科类	54	62	35	36	38	41	5.5%
大健康	324	405	391	580	743	959	34.8%
医疗服务	185	259	352	352	363	381	2.6%
医药商业	1467	1354	1120	1344	1546	1700	14.9%
其他	23	35	38	42	46	51	10.0%
内部抵消	-147	-189	-182	-182	-182	-182	0.0%
YoY (%)							
医药工业	21.4%	11.6%	-11.5%	25.2%	18.1%	16.9%	
治痔类	18.8%	7.5%	-13.2%	18.7%	14.6%	12.1%	
皮肤类	27.7%	-6.5%	-18.4%	30.0%	20.0%	20.0%	
眼科类	0.0%	14.0%	-43.9%	5.5%	5.5%	5.5%	
大健康	29.5%	25.1%	-3.5%	48.3%	28.1%	29.1%	
医疗服务	33.8%	40.1%	36.1%	0.0%	3.0%	5.0%	
医药商业	25.3%	-7.7%	-17.3%	20.0%	15.0%	10.0%	
其他	36.2%	55.9%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%	
内部抵消	128.7%	28.4%	-3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 20：马应龙—营收和净利润（百万元）及增长，2021-2026E


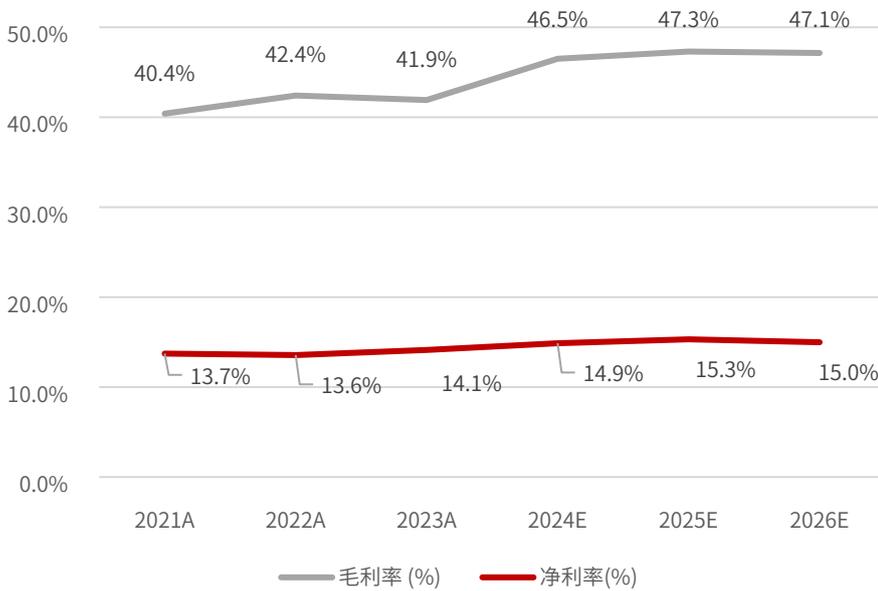
资料来源：公司公告、华兴证券预测

毛利率和净利率分析

从 2021-2023 年，公司的销售毛利率维持在 42%-45% 之间。1H24，公司毛利率上升到了 48.35%，其中主要原因是医药工业的毛利率显著上升，2021/2022/2023/1H24 分别为 66.60%/65.11%/64.40%/71.08%。其中，1H24 治疗类产品毛利率为 76.65%，同比去年上升 5ppts，主要原因为成本管控措施。

我们预测公司 2024E-26E 年毛利率为 46.3%/ 47.3%/ 47.1%；我们预测公司 2024E-26E 年净利率分别为 14.9%/ 15.3%/ 15.0%。尽管受益于价格上涨，考虑到原材料价格上涨，我们预计 2024E/ 25E/ 26E 年痔疮药物的毛利率将稳定在 75%/ 74%/ 73%。然而，公司大力开发的大健康产品的毛利率扩张主要依赖于规模效应，其初始毛利率低于药品，导致公司整体毛利率保持平稳。

我们预计公司的净利率水平也保持平稳，主要由于公司的大健康产品净利率水平低于药品。

图表 21：马应龙毛利率及净利率，2021-2026E


资料来源：公司公告、华兴证券预测

各项费用分析

公司的销售费用率自 2021 年以后保持稳定增长，为 21.2%/22.1%/22.8%。我们预计，随着大健康业务市场策划投入增加，2024E-2026E 年销售费用率将保持增长趋势，为 23.5%/24.0%/24.5%。

在管理费用方面，随着公司的经营管理效率持续提升，公司的管理费用率保持下降趋势。我们预计，2024E-26E 年，公司的管理费用率为 3.5%/ 3.2%/ 3.0%。

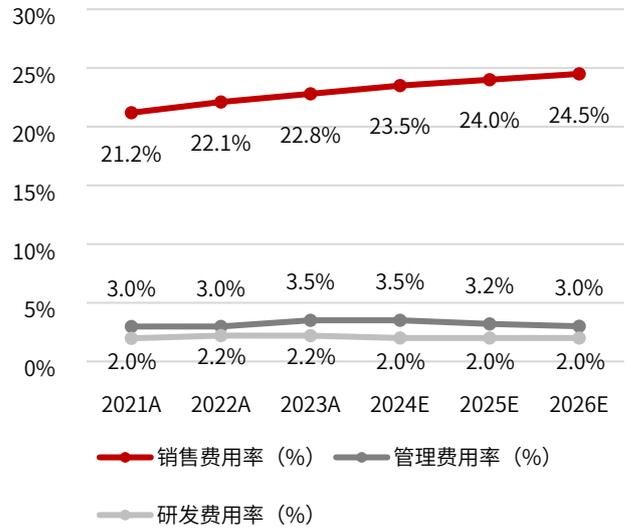
我们预计公司的研发费用率 2024E-26E 年将保持在 2%左右。

图表 22：公司主要运营费用支出（百万元），2021-2026E



资料来源：公司公告、华兴证券整理

图表 23：公司费用率情况，2021-2026E

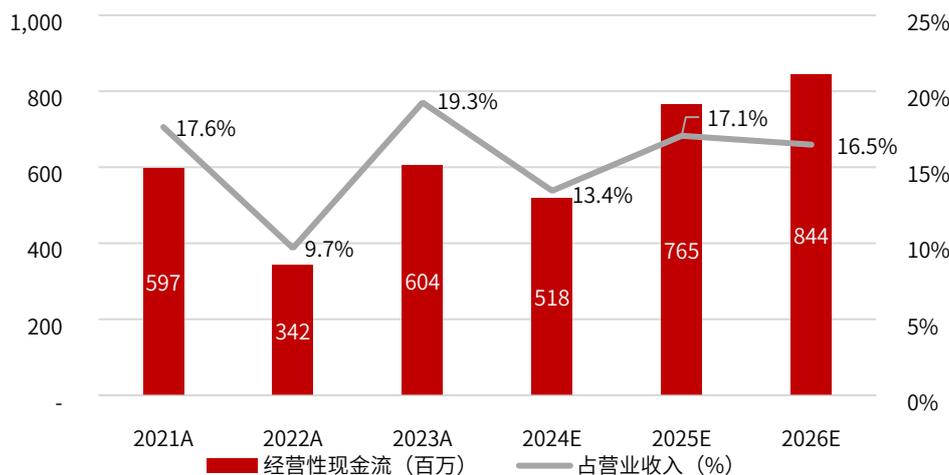


资料来源：公司公告、华兴证券整理

经营性现金流

2023 年，马应龙经营性现金流达到 6.04 亿元。随着产品销售收入增长，公司整体收益增加，公司经营现金流状况良好。我们预计公司的经营性现金流净额将保持相对稳定，2024-2026 分别为 5.18 亿元/7.65 亿元/8.44 亿元，占营收比例为 13.4%/17.1%/16.5%。

图表 24：马应龙-经营现金流净额（百万元）及其营业总收入占比（%），2021-2026E



资料来源：公司公告、华兴证券整理

估值

首次覆盖给予“买入”评级，DCF 目标价为 37.49 元。

我们使用两阶段的 DCF 模型对马应龙进行估值：第一阶段从 2025 年至 2030 年，第二阶段是以 2031 年为起始的永续期。我们使用的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 1%。我们的 WACC 估算基于以下假设：3.0% 的无风险利率；7.0% 的股权风险溢价；0.85 的贝塔系数；4.7% 的债务成本；25% 的边际税率；0% 的债务/总资本比率。

我们得出 DCF 目标价为 37.49 元，相较于 11 月 18 日最新收盘价 24.95 元有 50% 的上升空间。马应龙目标价对应 24x 2025E P/E，略高于我们覆盖的同行业可比公司平均水平 23x 的估值。进一步考察可比公司当前的估值，我们注意到同仁堂、片仔癀和东阿阿胶都属于 OTC-TCM 类别（与马应龙相同），他们的 PE 估值受到独特的产品和品牌知名度的支持，均处于较高水平。我们认为，考虑到马应龙治痔类产品领先的品牌力以及“医+药+健康”全产业链的发展潜力，马应龙的估值理应享受一定的溢价。

目标价对应的估值也高于公司 5 年平均估值（22x）。我们认为，1) 受益于药品价格治理，公司产品在终端的销售情况持续好转；2) 公司的大健康产业有望为公司业绩增长带来新的驱动力，我们首次覆盖给予马应龙买入评级。

图表 25：马应龙-DCF 估值

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	498	548	559	525	704	843	942	1,051	1,168	1,297	1,436
财务费用	23	-36	-46	-44	-59	-66	-79	-93	-107	-123	-142
EBIT	520	513	513	480	645	777	864	958	1,061	1,174	1,295
EBIT*(1-t)	453	438	434	407	526	634	703	779	862	953	1,050
固定资产折旧	40	43	47	50	54	58	63	-	-	-	-
无形资产摊销	25	15	18	18	16	24	33	43	53	65	78
营运资本变动	-116	79	-251	130	-64	64	61	17	54	44	37
资本开支	-45	-65	-75	-248	-120	-132	-145	-160	-176	-193	-213
自由现金流	357	510	172	358	412	648	715	680	794	869	953
贴现因子						-	1	2	3	4	5
自由现金流现值						648	715	680	794	869	953

估值简介	2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	4,659
永续现金流现值	7,886
企业价值	12,545
(-) 净负债	-3,747
(-) 少数股东权益	132
股权价值	16,160
总股本(百万)	431
目标价(元)	RMB37.49
最新收盘价	RMB24.95
上行(下行)空间%	50%
2025E EPS (RMB)	1.59
目标价对应P/E	24

WACC计算	
无风险利率	3.0%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	0.85
权益成本	9.0%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	0.0%
WACC	9.0%
永续增长率	1.0%

目标价(人民币)敏感性分析对应永续增长率和WACC	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
0.5%	43.81	39.54	36.32	33.82	31.83
0.8%	44.87	40.29	36.88	34.26	32.18
1.0%	46.02	41.11	37.49	34.72	32.54
1.3%	47.26	41.98	38.13	35.20	32.91
1.5%	48.63	42.93	38.81	35.72	33.31

注：股价采用 11 月 18 日收盘价。

资料来源：Wind、公司公告、华兴证券预测

图表 26：马应龙 - 动态市盈率及平均值


资料来源: WIND, 华兴证券整理

图表 27：马应龙-行业可比公司估值比较

公司	代码	收盘价	市值	EPS (元)				P/E (倍)				2023A-26E EPS CAGR
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
华润三九*	000999 CH	RMB47.57	61,094	2.11	2.68	2.92	3.22	23	18	16	15	15%
同仁堂*	600085 CH	RMB41.08	56,340	1.22	1.54	1.81	2.08	34	27	23	20	20%
片仔癀*	600436 CH	RMB246.60	148,778	4.64	5.23	6.25	7.28	53	47	39	34	16%
云南白药*	000538 CH	RMB58.96	105,200	2.29	2.53	2.70	2.99	26	23	22	20	9%
东阿阿胶*	000423 CH	RMB57.97	37,331	1.79	2.26	2.75	3.33	32	26	21	17	23%
以岭药业	002603 CH	RMB17.12	28,602	1.23	0.78	0.91	1.06	14	22	19	16	-5%
A股可比公司平均值								30	27	23	20	13%
马应龙*	600993 CH	RMB24.95	6,475	1.03	1.33	1.59	1.78	24	19	16	14	20%

资料来源: WIND, 华兴证券预测。股价采用 11 月 18 日收盘价。

注: 除以岭药业外, 其他公司预测均为华兴证券预测。以岭药业预测为 Wind 一致预期。

风险提示

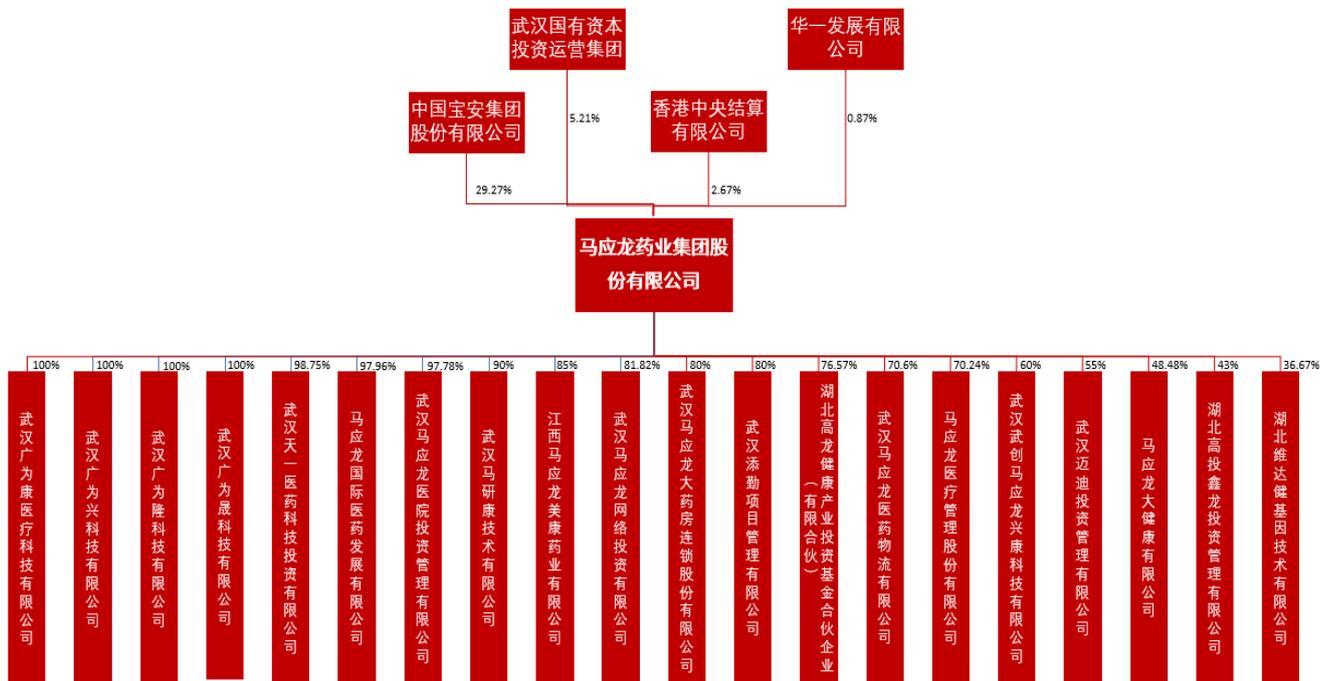
- **医药政策风险：**公司的多款产品纳入医保支付，且医保支付为产品放量的重要假设。未来医保支付端变化或医改政策的变化均有可能影响公司产品推广。
- **主导产品涨价效果与渠道库存管理不及预期：**我们预计，随着该公司进入涨价周期，其经销渠道的库存水平将增加。如果公司未能提高价格或价格上涨导致终端市场销售额急剧下降，经销渠道的补货活动可能不会像我们预期的那样增长，可能会对我们的收入预测产生负面影响。
- **成本上涨风险：**原辅包装材料价格的任何大幅上涨都可能对其生产成本产生负面影响，从而影响其利润率。
- **新品培育或销售不及预期：**若公司新品培育或销售不及预期，比如公司的皮肤健康产品和湿厕纸，可能限制公司未来增长潜力的释放，影响长期增速。
- **大健康产品的安全风险：**公司的大健康产品主要为眼部美容产品、皮肤保健产品（比如湿厕纸），均为和人体接触紧密的健康产品。如果这些产品出现任何安全问题，可能会损害公司的品牌和声誉，从而对其业务扩张和收入增长产生负面影响。
- **宏观经济影响的风险：**鉴于马应龙产品的可选消费品属性，中国经济长期低迷对消费者消费能力造成一定压力，可能会削弱其销售额，从而对公司的财务业绩产生负面影响。
- **环保风险：**随着国家及地方环保部门环保监管要求的提高，社会环保意识逐步增强，对企业在环保规范、污染防治等方面的要求日益严格。如果这些环境标准要求大幅增加，可能会对公司的生产成本产生影响，从而影响其利润表现。

附录 I：公司概况

马应龙创始于 1582 年，以眼药起家，拥有八宝名方。根据中医异病同治的原理以及马应龙八宝名方所具有的“清热解毒、活血化瘀、消肿止痛、祛腐生肌”的功效，20 世纪 80 年代以来，公司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。

公司以眼药起家，结合当时的市场竞争状况，选择聚焦肛肠领域，经过多年深耕，逐步构建了肛肠细分市场优势地位。公司贯彻执行品牌经营战略，遵循“目标客户一元化，服务功能多元化”的发展思路，构建肛肠健康方案提供商，大力发展大健康产业，由原先的以药品治疗为主向全生命周期的健康管理延伸，涵盖预防、保健、诊断、治疗、康复，并逐步构建细分领域竞争屏障。公司目前已构建形成医药工业、医疗服务和医药商业的立体产业结构布局。

图表 28：马应龙-公司股权结构图（1H24）



资料来源：公司数据，华兴证券整理

图表 29：马应龙-主要管理层情况

姓名	年龄	职位	工作经历
陈平	51	董事长,董事	现任中国宝安集团股份有限公司执行董事，董事副总裁。1995 年至今任马应龙药业集团股份有限公司董事长。曾任武汉国际租赁有限公司副总经理，中国宝安集团股份有限公司总经济师，副总经理，常务副总裁等职务。
夏有章	46	总经理	现任马应龙药业集团股份有限公司董事，总经理。曾任马应龙药业集团股份有限公司品牌管理部副部长，董事会秘书处主任，行政总监，董事会秘书，总经理助理，副总经理等职务。
田正军	56	副总经理	现任马应龙药业集团股份有限公司副总经理，质量总监。曾任安徽大安生物制品药业有限公司副总经理，总经理，马应龙药业集团股份有限公司总经理助理等职务。
宋志奇	50	副总经理	现任马应龙药业集团股份有限公司副总经理。曾任马应龙药业集团股份有限公司人力资源部部长，销售中心总经理，武汉马应龙医药物流有限公司总经理等职务。
刘平安	38	副总经理	现任马应龙药业集团股份有限公司副总经理。曾任广西玉柴重工有限公司企业管理部专员，中国宝安集团股份有限公司企业管理部高级项目经理，办公室副主任级秘书等职务。
马倩	43	副总经理	现任马应龙药业集团股份有限公司董事会秘书，总经理助理。曾任马应龙药业集团股份有限公司证券事务代表，董事会秘书处主任，信息中心总经理等职务。
茅涛	47	财务总监	现任马应龙药业集团股份有限公司财务管理中心总经理，纪委书记。曾任马应龙药业集团股份有限公司办事处会计，财务部部长助理，副部长，财务管理中心副总经理等职务。

资料来源：公司公告，华兴证券整理

附：财务报表

年结：12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
医药工业	1,834	2,297	2,712	3,170
医疗服务	352	352	363	381
医药流通	1,120	1,344	1,546	1,700
其他收入	(170)	(140)	(136)	(131)
营业收入	3,137	3,853	4,484	5,120
营业成本	(1,822)	(2,060)	(2,363)	(2,707)
毛利润	1,315	1,793	2,121	2,414
管理及销售费用	(894)	(1,118)	(1,309)	(1,511)
其中：研发支出	(69)	(77)	(90)	(102)
其中：市场营销支出	(715)	(905)	(1,076)	(1,254)
其中：管理支出	(110)	(135)	(143)	(154)
息税前利润	480	645	777	864
息税折旧及摊销前利润	570	702	844	943
利息收入	17	8	8	8
利息支出	(61)	(66)	(74)	(87)
税前利润	525	704	843	942
所得税	(73)	(120)	(143)	(160)
净利润	443	573	687	767
基本每股收益 (RMB)	1.03	1.33	1.59	1.78

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,772	4,276	4,967	5,717
货币资金	2,988	3,336	3,893	4,509
应收账款	280	369	429	490
存货	273	324	381	438
其他流动资产	33	33	33	33
非流动资产	1,058	1,122	1,186	1,252
固定资产	1,058	1,122	1,186	1,252
无形资产	90	144	197	249
商誉	25	25	25	25
其他	22	22	22	22
资产	4,830	5,397	6,153	6,969
流动负债	681	673	756	838
短期借款	46	46	46	46
预收账款	0	0	0	0
应付账款	290	235	300	360
长期借款	100	100	100	100
非流动负债	279	451	646	841
负债	960	1,125	1,402	1,678
股份	431	431	431	431
资本公积	52	52	52	52
未分配利润	2,957	3,360	3,839	4,378
归属于母公司所有者权益	3,738	4,141	4,619	5,158
少数股东权益	132	132	132	132
负债及所有者权益	4,830	5,397	6,153	6,969

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	443	573	687	767
折旧摊销	90	56	67	79
利息（收入）/支出	17	(59)	(66)	(79)
其他非现金科目	(79)	(93)	(107)	(123)
其他	44	109	131	156
营运资本变动	130	(64)	64	61
经营活动产生的现金流量	604	518	765	844
资本支出	(248)	(120)	(132)	(145)
收购及投资	(391)	0	0	0
处置固定资产及投资	464	0	0	0
其他	624	0	0	0
投资活动产生的现金流量	448	(120)	(132)	(145)
股利支出	(168)	(171)	(208)	(228)
债务筹集（偿还）	391	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(802)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(579)	(171)	(208)	(228)
现金及现金等价物净增加额	473	348	557	616
自由现金流	358	412	648	715

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率 (%)	41.9	46.5	47.3	47.1
销售费用率 (%)	22.8	23.5	24.0	24.5

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	(11.2)	22.8	16.4	14.2
毛利润	(12.2)	36.4	18.3	13.8
息税折旧及摊销前利润	(5.1)	23.0	20.3	11.7
净利润	(7.5)	29.3	19.8	11.7
稀释每股调整收益	(7.5)	29.3	19.8	11.7
盈利率 (%)				
毛利率	41.9	46.5	47.3	47.1
息税折旧摊销前利润率	18.2	18.2	18.8	18.4
息税前利润率	15.3	16.7	17.3	16.9
净利率	14.1	14.9	15.3	15.0
净资产收益率	11.9	13.8	14.9	14.9
总资产收益率	9.2	10.6	11.2	11.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	5.5	6.3	6.6	6.8
速动比率	5.1	5.9	6.1	6.3
估值比率 (x)				
市盈率	24.6	18.8	15.7	14.0
市净率	25.3	25.0	25.0	25.0
市销率	3.4	2.8	2.4	2.1

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。