

2025 年 01 月 14 日

## 马应龙 (600993. SH)

投资评级：买入（首次）

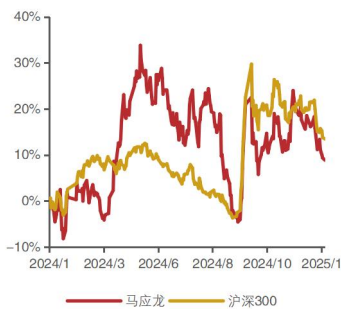
——肛肠领域老字号品牌，大健康业务全面加速

## 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com  
孙洁玲  
SAC: S1350524120004  
sunjieling@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 01 月 13 日

收盘价 (元)	24.55
一年内最高/最低 (元)	31.18/20.20
总市值 (百万元)	10,582.37
流通市值 (百万元)	10,564.04
总股本 (百万股)	431.05
资产负债率 (%)	19.40
每股净资产 (元/股)	9.28

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **肛肠健康领域品牌龙头，已具有四百多年历史的中华老字号。**公司以肛肠及下消化道领域为核心，致力于成为肛肠健康方案提供商，形成了医药工业、医疗服务、医药商业的全产业链布局。2023 年，公司实现营业收入 31.4 亿元 (yoy-11.2%)，实现归母净利润 4.4 亿元 (yoy-7.4%)，业绩下滑主因公司主动进行渠道调整和库存优化。具体来看，2023 年，医药工业、医药商业和医疗服务收入占比分别为 56%、33%和 11%，医药工业以 91%毛利占比成为主要利润来源，医药商业和医药服务的毛利占比分别 5%和 4%。我们认为通过渠道优化，公司有望轻装上阵，开启新一轮经营周期，同时品牌 OTC 具有一定的提价属性，公司盈利能力预计将进一步增强。
- **治痔药主业稳健增长，渠道优化释放业绩弹性。**2023 年中国城市实体药店和公立医院的痔疮药中成药市场规模分别为 18.9 亿元和 15.0 亿元，公司凭借肛肠领域的强品牌力和多元化产品组合，龙头地位稳固，2023 年药店和院内市场份额分别达 34%和 8%。治痔类药品 2024 年 1-3 季度实现收入同比增长 12.6%，我们预计治痔类药品 25-26 年有望保持较快增长，基于：1) 渠道优化，2023 年公司将核心产品渠道归拢，减少一级经销商合作数量，渠道管控能力显著增强；2) 营销创新，公司不断加大营销推广力度和终端产品动销，同时积极拓展线上营销和内容电商；3) 价格调整：鉴于公司产品定价低于同类竞品，预计公司将逐步提高产品终端零售价，同时伴随着渠道库存出清，出厂价具备提价空间。
- **持续拓展大健康业务，有望开启第二增长曲线。**公司深入挖掘老字号品牌价值，围绕肛肠和眼科健康拓展大健康增量业务，已累计开发大健康产品近百个，全面涵盖功能性化妆品、护理品、食品和消械产品。大健康业务 2024 年 1-3 季度实现收入同比增超 50%，随着公司聚焦马应龙八宝眼霜、湿厕纸等重点单品，我们预计大健康板块收入有望实现快速增长，成为公司新增长引擎。
- **肛肠全产业链布局，打造肛肠健康方案提供商。**1) 医疗服务：23 年实现收入 3.4 亿元 (yoy+33%)，旗下拥有 6 家直营肛肠连锁医院、90 余家马应龙肛肠诊疗中心和“小马医疗”移动医疗平台，构建一体化的肛肠健康生态圈。2) 医药商业：23 年实现收入 10.9 亿元 (yoy-20%)，其中医药零售线上线下全面布局，医疗物流深耕湖北市场，预计盈利能力有望提升。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.64 亿元、6.64 亿元、7.88 亿元，增速分别为 27%/18%/19%，当前股价对应 PE 分别为 19X、16X、13X。我们选取医药工商业于一体的中药老字号企业云南白药、同仁堂和达仁堂作为可比公司，考虑到公司是国内肛肠健康领域品牌龙头，工业主业稳健增长，同时大健康业务持续发力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**产品放量不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，原材料成本上涨的风险。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,532	3,137	3,604	4,066	4,581
同比增长率 (%)	4.35%	-11.20%	14.91%	12.80%	12.67%
归母净利润 (百万元)	479	443	564	664	788
同比增长率 (%)	3.01%	-7.38%	27.26%	17.65%	18.75%
每股收益 (元/股)	1.11	1.03	1.31	1.54	1.83
ROE (%)	13.69%	11.86%	13.73%	14.60%	15.57%
市盈率 (P/E)	22.11	23.87	18.76	15.95	13.43

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

马应龙是国内肛肠健康领域的龙头公司，渠道优化和经营效率提升有望驱动工业板块业务稳健增长，同时大健康业务持续发力，预计将快速贡献收入增量，开启第二增长曲线。我们预计 2024–2026 年归母净利润分别为 5.64 亿元、6.64 亿元、7.88 亿元，增速分别为 27%/18%/19%，当前股价对应 PE 分别为 19X、16X、13X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

1) **医药工业**：我们预计医药工业 2024–2026 年收入同比增长 20%/18%/16%。

治痔类产品龙头地位稳固，2023 年公司主动优化渠道库存，目前渠道已处于较为健康水平，随着公司加大营销推广力度和终端产品动销，积极拓展线上营销和内容电商，预计治痔类产品有望实现量价齐升。

大健康业务持续拓展，全面涵盖功能性化妆品、功能性护理品、食品和消械产品，随着公司聚焦马应龙八宝眼霜、卫生湿巾等重点单品的推广，大健康板块收入有望快速增长。

皮肤类药品主要为龙珠软膏，眼科类产品主要为八宝眼膏，预计保持平稳增长。

2) **医疗服务**：公司拥有 6 家直营肛肠连锁医院和 90 余家马应龙肛肠诊疗中心，并利用“小马医疗”云平台打造一体化的肛肠健康生态圈，我们预计医疗服务 2024–2026 年收入同比增长 5%/5%/5%。

3) **医药商业**：医药零售线上线下全面布局，医疗物流深耕湖北市场，持续优化存量业务，我们预计医药商业 2024–2026 年收入同比增长 5%/5%/5%。

### 投资逻辑要点

公司是国内肛肠健康领域的龙头公司，渠道优化和经营效率提升有望驱动工业板块业务稳健增长，同时大健康业务持续发力，预计将快速贡献收入增量，开启第二增长曲线。

### 核心风险提示

产品放量不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，原材料成本上涨的风险。

## 内容目录

---

1. 马应龙：百年肛肠品牌，拓展大健康业务 .....	6
2. 医药工业：肛肠健康龙头，大健康业务打开第二增长曲线 .....	11
2.1. 治痔产品：龙头地位稳固，渠道优化释放业绩弹性 .....	13
2.2. 大健康业务：品牌价值延升，快消品有望成为新增长引擎 .....	17
3. 医疗服务：肛肠全产业链布局，打造肛肠健康方案提供商 .....	17
4. 医药商业：业务结构优化，盈利能力有望持续改善 .....	19
5. 盈利预测与评级 .....	20
6. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日) .....	7
图表 3: 马应龙主要药品情况 (按治疗领域分类) .....	7
图表 4: 公司产品布局涵盖药品和大健康产品 .....	8
图表 5: 公司收入及增速情况 (2017-2024Q1-Q3) .....	8
图表 6: 公司归母净利润及增速情况 (2017-2024Q1-Q3) .....	8
图表 7: 公司主营业务收入拆分 (2017-2023) .....	9
图表 8: 公司主营业务毛利拆分 (2017-2023) .....	9
图表 9: 公司毛利率及净利率情况 (2017-2024Q1-Q3) .....	9
图表 10: 公司期间费用率情况 (2017-2024Q1-Q3) .....	9
图表 11: 公司销售人员数量及占比 (2017-2023) .....	10
图表 12: 公司销售费用结构 (2017-2023, 单位: 百万元) .....	10
图表 13: 2022-2024Q3 母公司应收账款情况 .....	10
图表 14: 2022-2024Q3 母公司经营性现金流净额及增速 .....	10
图表 15: 公司药品研发情况 .....	11
图表 16: 公司现金分红情况 (2017-2023) .....	11
图表 17: 公司股息率情况 (2017-2023) .....	11
图表 18: 医药工业主要产品及其推出时间 .....	12
图表 19: 医药工业收入及同比增速 (2017-2023) .....	12
图表 20: 医药工业毛利率 (分产品) .....	12
图表 21: 医药工业收入结构 (2023) .....	13
图表 22: 医药工业毛利结构 (2023) .....	13
图表 23: 痔病诊疗流程 .....	13
图表 24: 中国城市实体药店痔疮药中成药市场规模及增速 .....	14
图表 25: 中国城市公立医院痔疮药中成药市场规模及增速 .....	14
图表 26: 中国城市实体药店痔疮药中成药竞争格局 (2023) .....	14
图表 27: 中国城市公立医院痔疮药中成药竞争格局 (2023) .....	14
图表 28: 马应龙在中成药痔疮用药零售市场和医院市场的市占率均保持领先 .....	15
图表 29: 主要治痔类药物零售价比较 .....	15

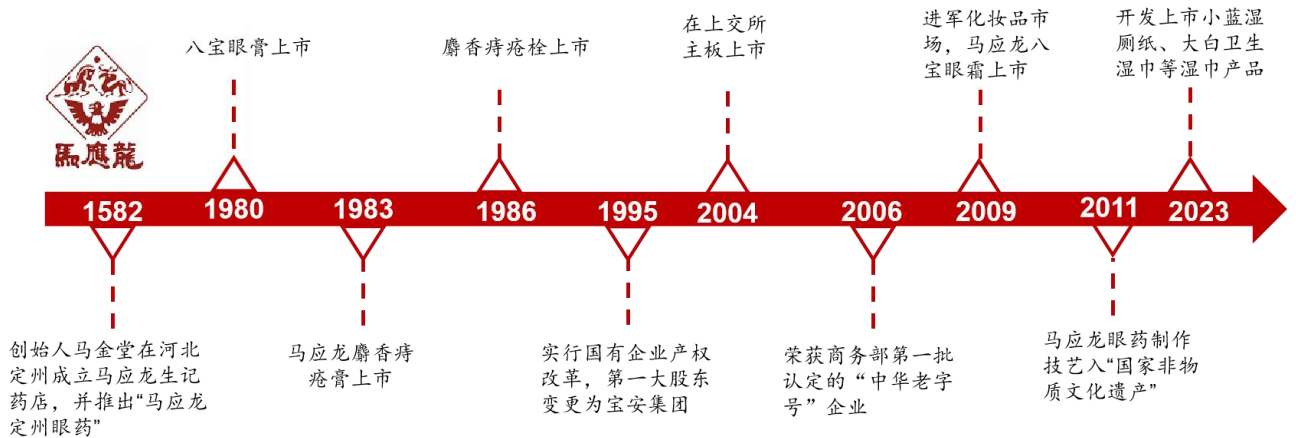
图表 30: 公司治痔类产品 2023 年销量下滑主因公司渠道调整 .....	16
图表 31: 公司治痔类产品收入及同比增速 (2017-2023) .....	16
图表 32: 公司治痔类产品院内挂网价较为稳定 .....	16
图表 33: 公司大健康产品布局 .....	17
图表 34: 医药服务收入及同比增速 (2017-2023) .....	18
图表 35: 马应龙旗下肛肠连锁医院 .....	18
图表 36: 马应龙肛肠诊疗中心合作模式 .....	19
图表 37: 医药商业收入及同比增速 (2017-2023) .....	20
图表 38: 武汉马应龙大药房净利润 (2020-2023) .....	20
图表 39: 2024-2026 年马应龙收入预测 (百万元) .....	21
图表 40: 可比公司估值表 .....	21

## 1. 马应龙：百年肛肠品牌，拓展大健康业务

**肛肠健康领域品牌龙头，已具有四百多年历史。**马应龙创始于 1582 年，以眼药起家，拥有八宝名方，是一家拥有 442 年历史的中华老字号企业。1995 年，公司前身武汉第三制药厂实施产权改革，实现了股权结构多元化。其后在第一大股东宝安集团和第二大股东武汉国资的协力支持下，于 1996 年全面恢复使用马应龙商号，通过聚焦肛肠领域，逐步建立了肛肠细分市场优势地位。

公司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，延伸发展大健康产业，通过实施品牌经营战略，根据“目标客户一元化、服务功能多元化”的发展思路，向诊疗产业延伸产业链，大力发展互联网医疗，并围绕大健康领域积极寻求发展机会，形成了医药工业、医疗服务、医药商业的立体产业布局。

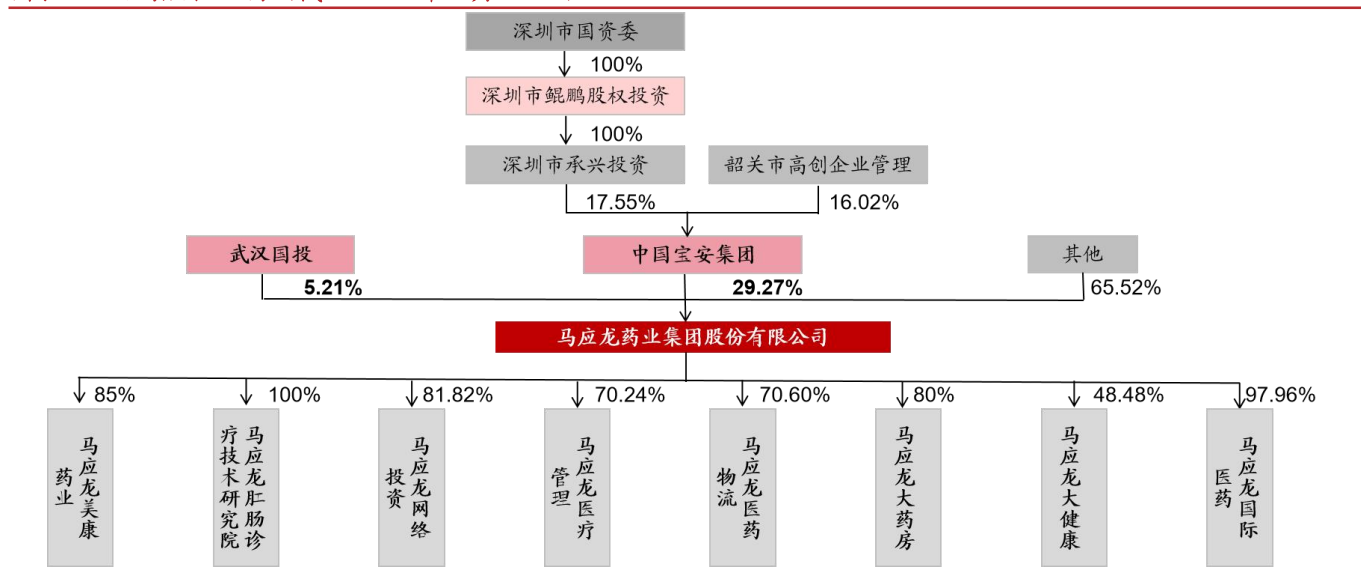
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，商务部，中共湖北省委外事工作委员会办公室等，华源证券研究所

**公司当前无实控人，第一大股东为中国宝安。**截至 2024 年 9 月 30 日，公司第一大股东中国宝安集团持有公司 29.27% 的股份，第二大股东武汉国有资本投资运营集团持有公司 5.21% 的股份。中国宝安当前处于无控股股东和实际控制人状态，故马应龙当前无实际控制人。中国宝安的第一大股东承兴投资及其一致行动人鲲鹏新产业投资合计持有其 18.40% 的股份，承兴投资的实控人为深圳国资委；第二大股东韶关高创持有其 16.02% 的股份。2024 年 12 月 16 日，中国宝安公告董事局换届结果，第十五届董事局包含黄旭、曾广胜、陈文昌、徐飏、孙学东、单慧等 6 名非独立董事，其中 3 人为深圳国资背景。随着中国宝安董事局换届的正式完成，大股东管理机制有望进一步理顺，为公司发展带来积极影响。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，华源证券研究所；备注：深圳国资委直接和间接合计持有鲲鹏股权的 100% 股权

**聚焦肛肠、打造系列化治痔药品，积极拓展大健康业务。**马应龙拥有八宝名方，含有麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硃砂等八味中药，具有清热解毒、活血消肿、去腐生肌的卓著功效。公司于 1980 年推出马应龙八宝眼膏，后在八宝名方的基础上聚焦肛肠领域，陆续推出了马应龙麝香痔疮膏（1983）、麝香痔疮栓（1986）、龙珠软膏（1995）等独家药品，经过多年深耕，逐步构建了肛肠细分市场的优势地位。同时，公司围绕肛肠健康、眼科健康、皮肤健康等，积极拓展大健康增量业务，全面涵盖功能性化妆品、功能性护肤品、功能性食品、消械产品四大类别，有望打造第二增长曲线。

图 3：马应龙主要药品情况（按治疗领域分类）

治疗领域	产品名称	上市时间	处方药	基药目录	国家医保	同品种厂家数	2023 年销量 (万支/万粒/ 万片/万袋)	适应症
肛肠治痔	马应龙麝香痔疮膏	1983	×	✓	✓	1	12,942	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，亦用于肛周湿疹。
	麝香痔疮栓	1986	×	×	✓	1	24,023	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的各类痔疮和肛裂。
	地奥司明片	2005	✓	×	✓	3	17,473	治疗与静脉淋巴功能不全相关的各种症状；痔急性发作。
	痔疮消炎片	2007	×	×	×	2	10,534	清热解毒，润肠通便。用于痔疮发炎肿痛。
	金玄痔科熏洗散	2008	✓	×	×	1	498	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。
皮肤	龙珠软膏	1995	×	×	✓	1	493	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。
眼科	马应龙八宝眼膏	1980	×	×	✓	1	61	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。

资料来源：公司公告，米内网，华源证券研究所

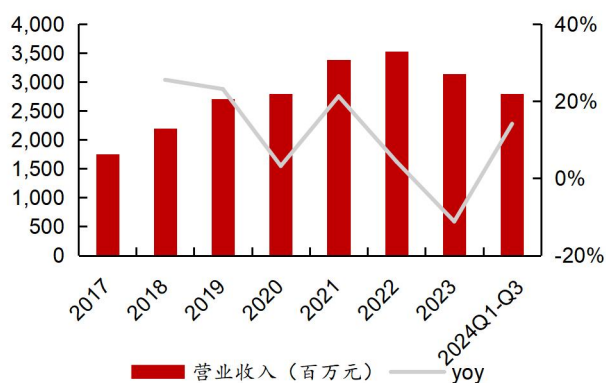
图表 4：公司产品布局涵盖药品和大健康产品



资料来源：公司公告，华源证券研究所

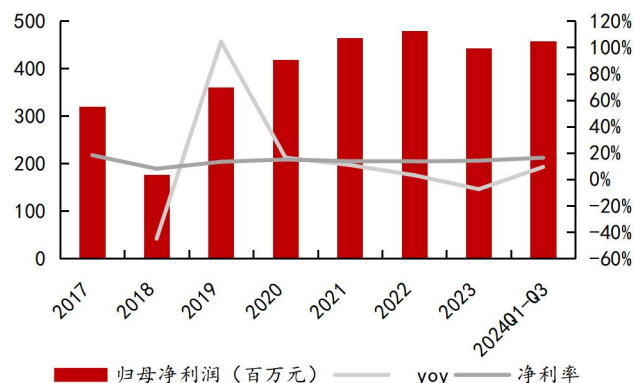
**业绩稳健增长，医药工业板块贡献主要收入和毛利。**2023 年，公司实现营业收入 31.37 亿元，同比减少 11.20%，实现归母净利润 4.43 亿元，同比减少 7.38%，2023 年收入与利润下滑主因公司渠道调整、主动优化渠道库存，医药工业板块收入同比减少 11.52%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 27.92 亿元，同比增加 14.13%，实现归母净利润 4.58 亿元，同比增加 9.35%。从收入结构看，公司三大业务中，医药工业、医药商业和医疗服务 2023 年营收占比分别为 56%、33%和 11%，其中医药工业贡献主要毛利，2023 年医药工业毛利贡献占比达 91%。

图表 5：公司收入及增速情况（2017-2024Q1-Q3）



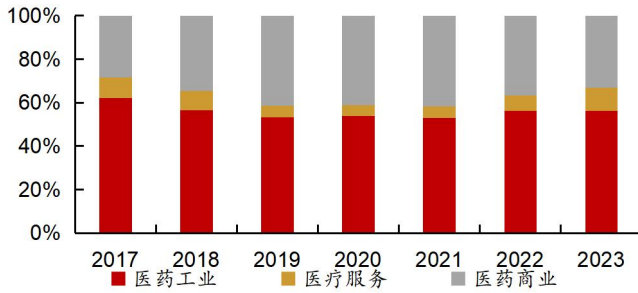
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：公司归母净利润及增速情况（2017-2024Q1-Q3）

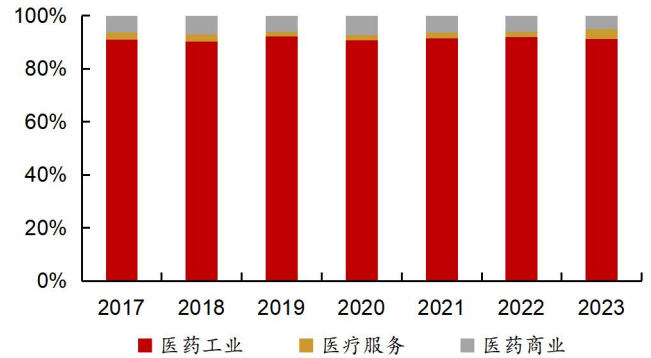


资料来源：Wind，华源证券研究所



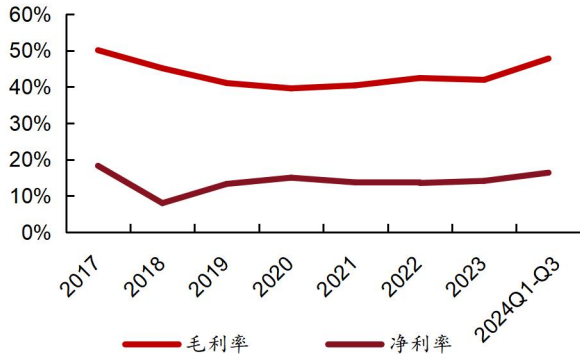
**图表 7：公司主营业务收入拆分（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

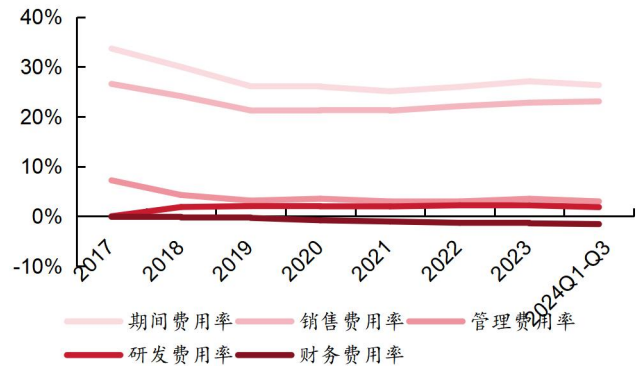
**图表 8：公司主营业务毛利拆分（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**期间费用率保持稳定，盈利能力持续提升。**2018-2023 年公司销售毛利率稳定在 40% 左右，2024 年前三季度，毛利率达 47.77%，同比提升 4.39pct，我们预计主因治疗类药品部分品规提价及大健康业务规模效应增强所致。2023 年公司净利率为 14%，盈利能力优异。2024Q1-Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 23%、3%、2%、-2%。我们预计随着公司大健康业务的快速增长，以及加强医药商业及医疗服务板块的精细化管理，公司盈利能力有望进一步提升。

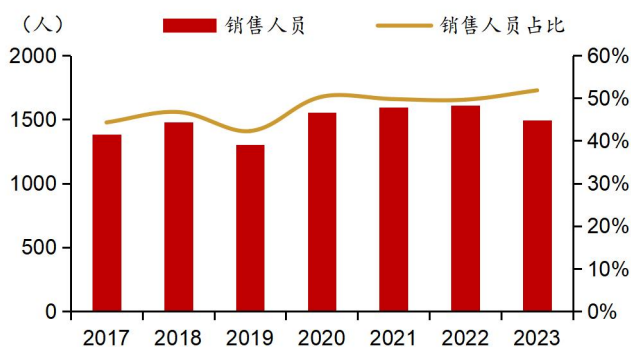
**图表 9：公司毛利率及净利率情况（2017-2024Q1-Q3）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

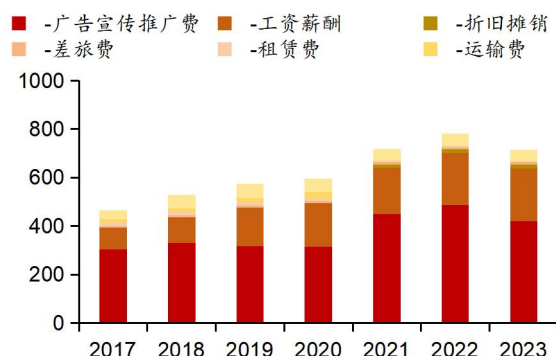
**图表 10：公司期间费用率情况（2017-2024Q1-Q3）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**营销体系不断优化，线上线下多渠道协同发展。**1) 线下：公司持续优化线下渠道，提升渠道运营能力，积极拓展县域市场和下沉市场，截至 2023 年底，公司拥有近 1500 名销售人员，占公司员工总数的 52%。2) 线上：公司持续提升马应龙品牌影响力，2023 年广告宣传推广费达 4.22 亿元；此外，通过拓展线上全域营销，公司已基本实现抖快平台全覆盖，积极发力品牌自播，提高自播占比，2023 年自播金额同比增长超过 100%。

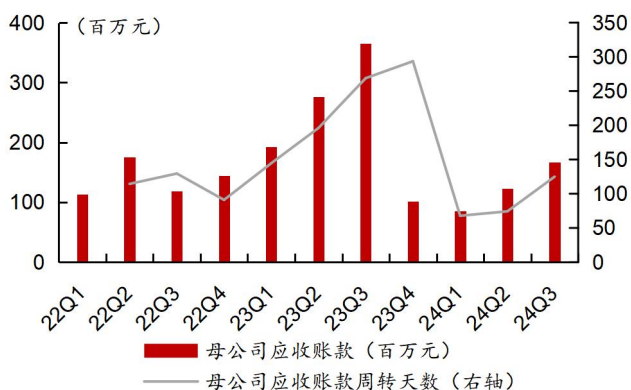
**图表 11：公司销售人员数量及占比（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

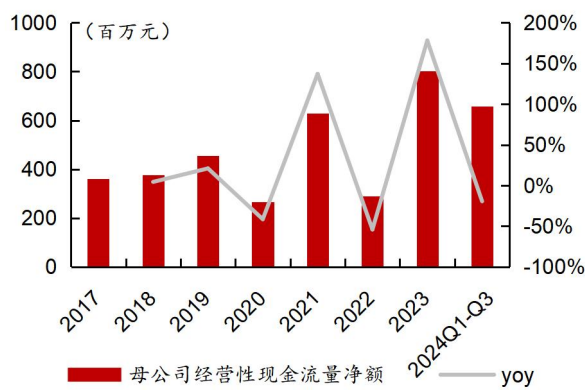
**图表 12：公司销售费用结构（2017-2023，单位：百万元）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**公司营运情况良好，渠道库存处于健康水平。**2023 年公司强化现金流管理并优化渠道库存，加大现金回款力度，目前核心产品渠道库存已处于较为合理水平。公司不断深化渠道变革，建立了经济评估、风险防控和阶段性审视的监测系统，制定了包含现金回笼、销售利润等关键指标挂钩的激励约束方案，经营效率持续提升。2024Q3，母公司应收账款周转天数为 125 天，为历史较低水平，2024Q1-Q3 经营性现金流净额为 8.17 亿元，核心业务的现金流和回款情况均保持良好态势。

**图表 13：2022-2024Q3 母公司应收账款情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 14：2022-2024Q3 母公司经营性现金流净额及增速**


资料来源：Wind，华源证券研究所

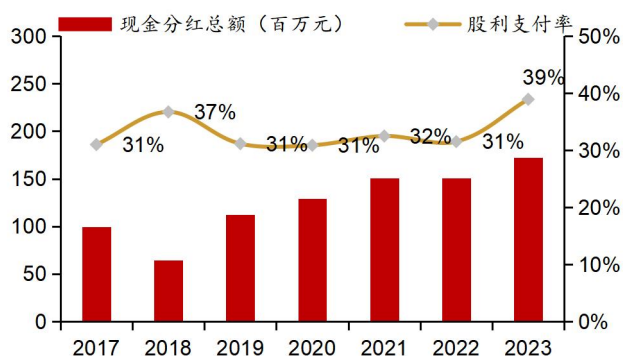
**持续加大肛肠、眼科和皮肤健康领域创新，在研产品丰富。**公司持续加强研发创新，2023 年公司研发费用为 6901 万元，研发费用率维持在 2% 左右，1) 在药品领域，公司聚焦肛肠、眼科和皮肤领域，2024 年复方聚乙二醇电解质散 ( III )、盐酸莫西沙星滴眼液、地夸磷索钠滴眼液等 3 个产品已获批，在研产品中包括 3 个一类创新药，其中中药 1.1 类新药“MYL 软膏”（暂定名称：虎麝止血止痛膏）已于 24M12 获批临床，适应症为用于痔症状改善和痔术后患者；便秘类用药 MC-001、腹泻类用药腹泻康方处于临床前研究阶段；2) 在大健康产品领域，公司采用整合式开发模式，围绕肛肠健康、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，布局功能型化妆品、功能型护理品、功能型食品、中药饮片及医疗器械方向，不断丰富大健康系列产品组合。

**图表 15：公司药品研发情况**

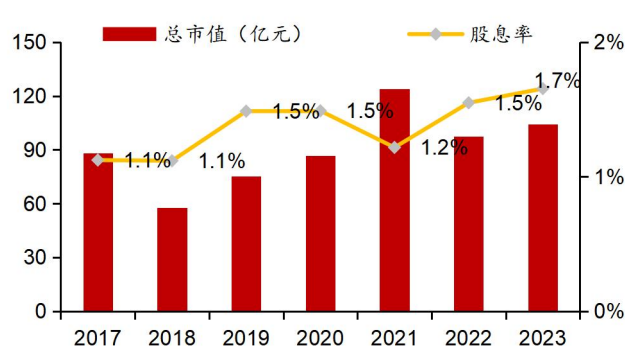
治疗领域	产品名称	注册分类	功能主治	处方药	研发阶段
肛肠	MYL 软膏	中药 1.1 类新药	清热利湿、消肿止痛、止血生肌。用于痔的症状改善，症见出血、疼痛、脱出等；以及改善术后疼痛、肿胀等症状，促进创面愈合	✓	获批临床
肛肠	复方聚乙二醇电解质散（Ⅲ）	化药 4 类	用于大肠内窥镜检查和大肠手术前处置时的肠道内容物的清除。	✓	24M4 获批上市
眼科	盐酸莫西沙星滴眼液	化药 4 类	用于治疗敏感微生物引起的细菌性结膜炎。	✓	24M7 获批上市
眼科	地夸磷索钠滴眼液	化药 4 类	用于经诊断为伴随泪液异常的角结膜上皮损伤的干眼患者。	✓	24M6 获批上市
皮肤	当归饮子（中药经典名方）	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。症见皮肤瘙痒等。	✓	药学研究
皮肤	龙珠软膏（升级）	补充申请	清热解毒，消肿止痛，祛腐生肌。	×	药学研究

资料来源：公司公告，米内网，华源证券研究所

**持续现金分红，重视股东回报。**公司高度重视投资者的回报，自 2004 年 5 月上市以来，已连续 20 年进行现金分红，累计现金分红达 13.66 亿元。2023 年，公司进一步加大分红力度，向全体股东每 10 股派发现金股利 4 元（含税），总计派发现金红利 1.72 亿元，分红比例达到 39%，2023 年底股息率为 1.7%。

**图表 16：公司现金分红情况（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 17：公司股息率情况（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所；备注：总市值基于当年 12 月 31 号收盘价

## 2. 医药工业：肛肠健康龙头，大健康业务打开第二增长曲线

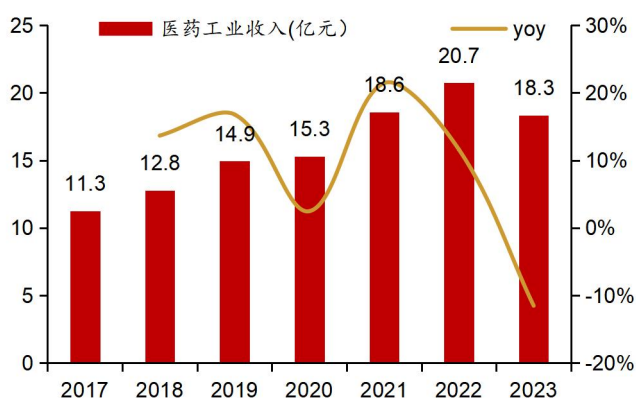
工业板块，公司聚焦肛肠细分领域，同时积极拓展眼科与皮肤类药物，并由眼科皮肤药物向皮肤健康护理延展，形成了以肛肠为核心，以眼科、皮肤等为支柱的产品格局。2023 年，公司医药工业实现收入 18.3 亿元，同比下滑 12%，毛利率保持在 64.5% 的较高水平。

图表 18: 医药工业主要产品及其推出时间



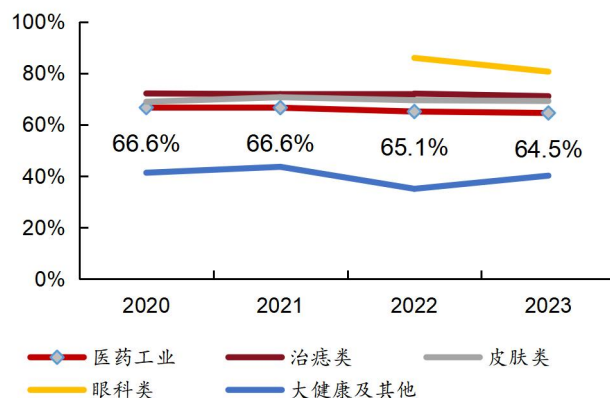
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 19: 医药工业收入及同比增速 (2017-2023)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

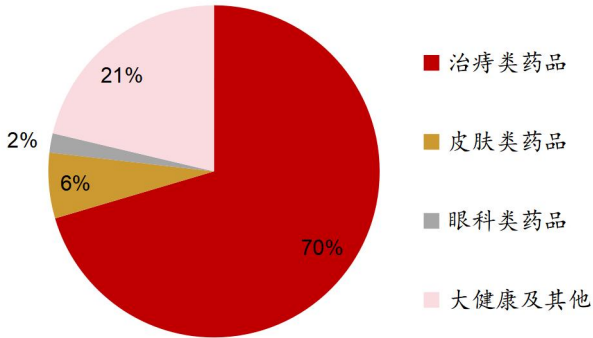
图表 20: 医药工业毛利率 (分产品)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

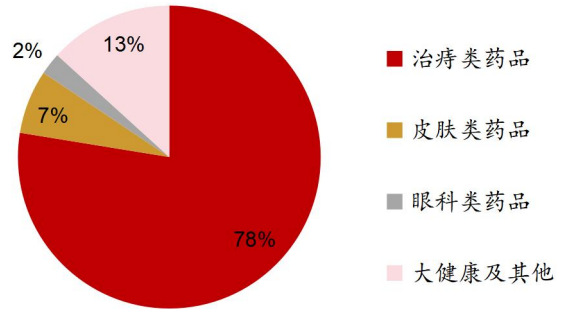
分治疗领域来看, 治痔类药品 2023 年实现收入 12.9 亿元 (yoy-13%), 收入与毛利占比分别达 70%和 78%, 为工业板块主要收入来源; 皮肤类药品 2023 年实现收入 1.2 亿元 (yoy-1%), 收入与毛利占比分别为 6%和 7%; 眼科类药品 2023 年实现收入 3453 万元 (yoy-44%), 收入与毛利占比分别为 2%和 2%; 大健康产品 2023 年实现收入约 3.9 亿元 (yoy-3%), 收入与毛利占比分别为 21%和 13%。

图表 21：医药工业收入结构（2023）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：医药工业毛利结构（2023）

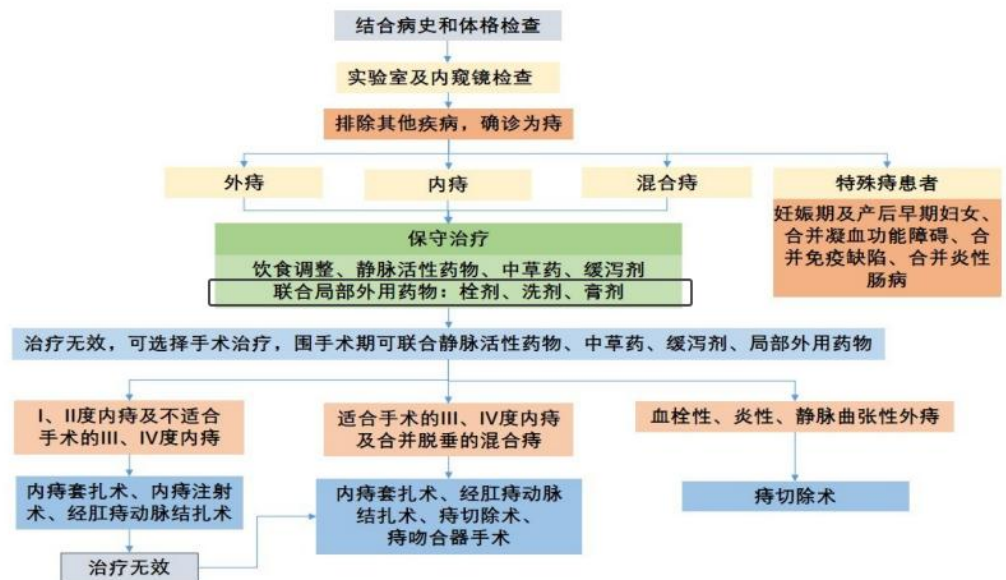


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2.1. 治痔产品：龙头地位稳固，渠道优化释放业绩弹性

痔是临床上最常见的肛肠疾病之一，患病率高达 50%，且随年龄增长而上升。痔疮是直肠和肛门壁上肿胀的静脉，是最常见的肛肠疾病之一。据《中国痔病诊疗指南(2020)》，一项于 2013—2014 年开展的对我国大陆地区 31 个省（自治区、直辖市）42792 名城市居民常见肛肠疾病流行病学调查结果显示，患有肛肠疾病的成年人占总调查人群的 51.14%，其中痔的患病率最高（50.28%）。此外，痔的患病率随着年龄的增加而升高，不健康的生活方式（如饮酒、辛辣饮食、久站久行）以及错误的排便习惯都会增加患痔的风险。指南强调痔病预防和保守治疗，不主张过度的器械和手术治疗，其中保守治疗包括饮食疗法和缓泻剂、局部外用药物（包括栓剂、软膏和洗剂）等药物疗法。

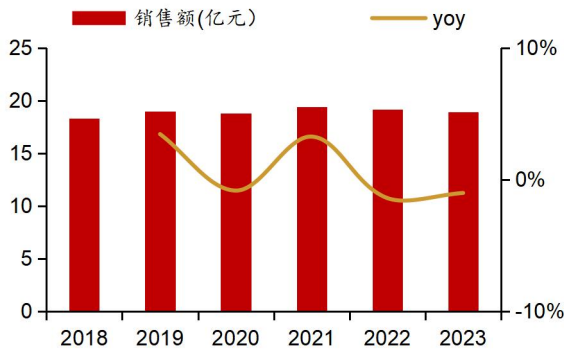
图表 23：痔病诊疗流程



资料来源：《中国痔病诊疗指南(2020)》，华源证券研究所

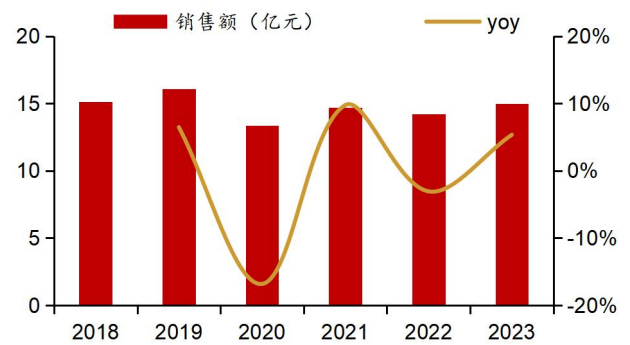
痔疮药中成药市场规模稳健增长，零售市场和医院市场规模相近。痔疮药中成药 2023 年中国城市实体药店市场规模为 18.9 亿元，同比下滑 1%，近五年保持稳定发展态势；痔疮药中成药 2023 年中国城市公立医院市场规模为 15.0 亿元，同比增长 5%，整体规模近五年同样维持在相对稳定的水平。

图表 24：中国城市实体药店痔疮药中成药市场规模及增速



资料来源：米内网，华源证券研究所

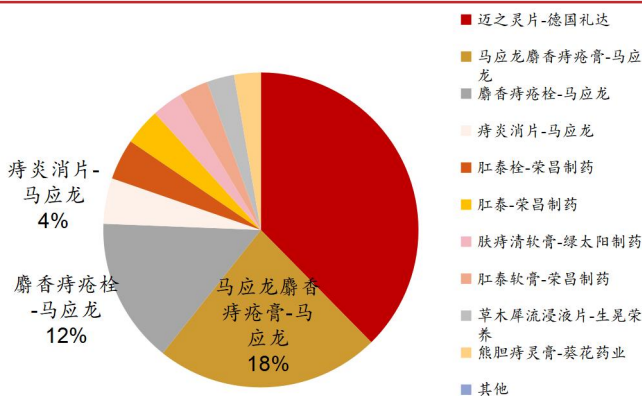
图表 25：中国城市公立医院痔疮药中成药市场规模及增速



资料来源：米内网，华源证券研究所

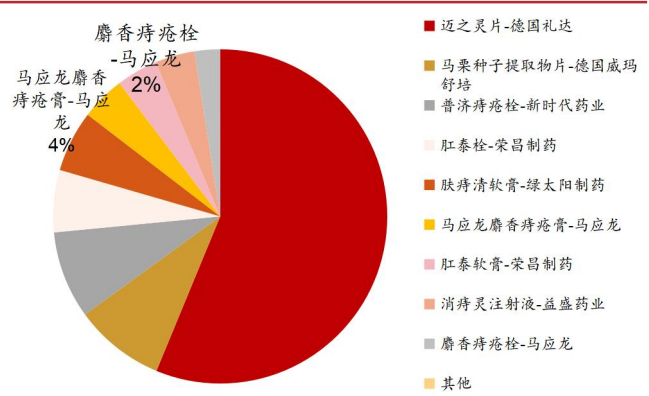
凭借肛肠领域强品牌力和多元化产品组合，马应龙在痔疮药市场占据领先地位，OTC 份额达 33%，院内份额达 8%：1) 药店端：2023 年，中国城市实体药店中成药痔疮药市场中，马应龙市占率达 34%，稳居国产品牌之首，其中麝香痔疮膏、麝香痔疮栓和痔炎消片三款主打产品分别占据 18%、12%和 4%的市场份额。此外，德国礼达的迈之灵片虽然份额第一，但其主要用于治疗慢性静脉功能不全、静脉曲张，也适用于痔疮治疗，若将迈之灵片非痔疮治疗的市场剔除，预计马应龙的实际市占率将有进一步提升；2) 医院端：2023 年，中国城市公立医院中成药痔疮药市场中，马应龙市占率达到 7.9%，排名第三，其中麝香痔疮膏和麝香痔疮栓两个产品分别排名第 6 和第 9，市场份额分别为 4%和 2%。

图表 26：中国城市实体药店痔疮药中成药竞争格局 (2023)



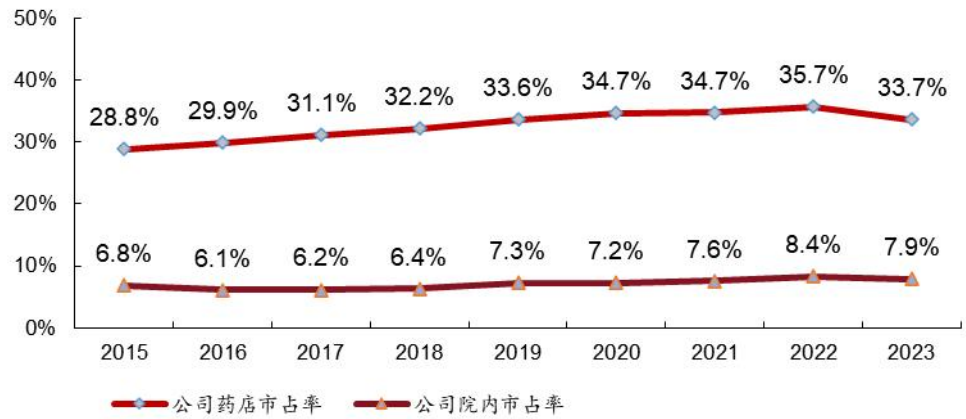
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 27：中国城市公立医院痔疮药中成药竞争格局 (2023)



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 28：马应龙在中成药痔疮用药零售市场和医院市场的市占率均保持领先



资料来源：米内网，华源证券研究所

**核心产品定价偏低，具备提价弹性。**公司的麝香痔疮膏与麝香痔疮栓作为 OTC 畅销品牌药，品规丰富，且零售价低于同类竞品，产品性价比优势明显，根据阿里健康大药房的数据，20g/支的膏剂、4g/支的膏剂和栓剂（6 粒/盒）的单价分别为 23 元、4 元和 18 元。凭借马应龙患者认可度高、品牌力强、确切的疗效以及亲民的价格等竞争优势，我们预计公司治痔系列药品终端零售价有望进一步提升，同时伴随着渠道库存健康，出厂价未来仍有一定的提价空间，看好治痔类药品收入持续稳步增长。

图表 29：主要治痔类药物零售价比较

	产品名称	企业	规格	价格（元）	用量	日用金额（元）
局部外用药	马应龙麝香痔疮膏	马应龙	10g/支	16	一次 1g，一日两次	3.2
			20g/支	23	一次 1g，一日两次	2.3
			4g*12 支	45	一次 1 支，一日两次	7.5
	麝香痔疮栓	马应龙	6 粒/盒	18	一次 1 粒，一日两次	6.0
			12 粒/盒	29	一次 1 粒，一日两次	4.8
	肛泰栓	荣昌制药	12 粒/盒	39	一次 1 粒，一日两次	6.5
	肛泰（肚脐贴）	荣昌制药	4 片/盒	39	一次 1 片，一日一次	9.7
	肤痔清软膏	贵州绿太阳	10g/支	46	一次 1g，一日两次	8.6
	肛泰软膏	荣昌制药	10g*1 支/盒	23	一次 1g，一日两次	4.6
	熊胆痔灵膏	葵花药业	10g/支	13	一次 1g，一日两次	2.6
云南白药痔疮膏	云南白药	1.5g*6 支/盒	63	一次 1 支，一日两次	21.0	
熊胆痔灵栓	葵花药业	6 粒/盒	9	一次 1 粒，一日两次	3.0	
口服用药	迈之灵片	德国礼达	40 片/盒	108	一次 1 片，一日两次	5.4
	痔炎消片	马应龙	30 片/盒	36	一次 3-6 片，一日三次	16.0
	草木犀流浸液片	生晃荣养	50 片/盒	100	一次 4 片，一日三次	8.5
	地奥司明片	马应龙	24 片/盒	33	一次 1 片，一日两次	2.8
	地奥司明片	正大天晴	20 片/盒	24	一次 1 片，一日两次	2.4

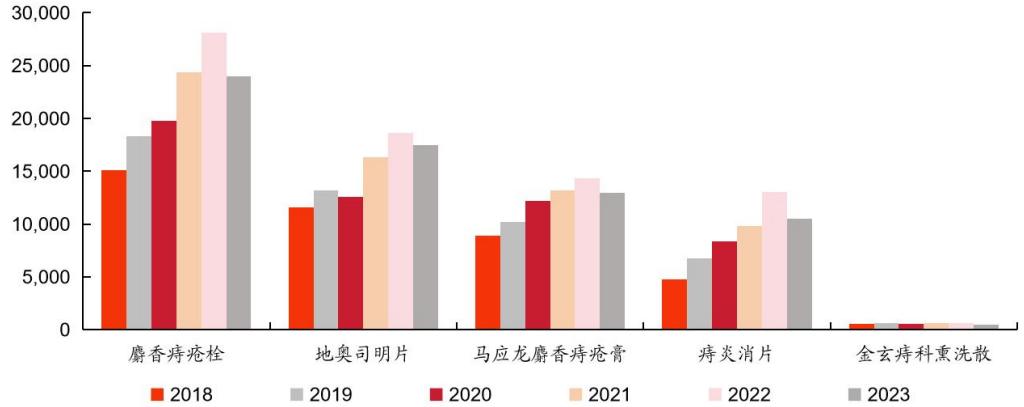
资料来源：阿里健康大药房，华源证券研究所；备注：价格数据基于 2025/1/5

2023 年公司治痔类产品实现收入 12.9 亿元，同比下滑 13%，主因公司渠道调整、主动优化渠道库存所致。具体到核心产品上，马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、地奥司明片和痔炎消片 2023 年销售量分别下滑 10%、15%、6%、19%。2024 年前三季度，治痔类产品收

入同比增长 12.59%，预计主因渠道库存调整完成、发货节奏回归正常，推动产品进入新一轮放量增长阶段。

图表 30：公司治痔类产品 2023 年销量下滑主因公司渠道调整

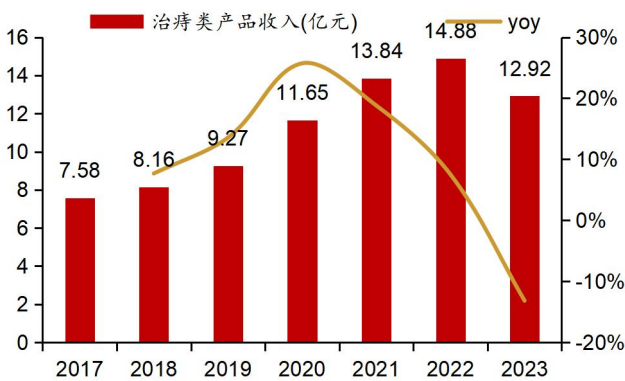
	麝香痔疮栓	地奥司明片	马应龙麝香痔疮膏	痔疮消片	金玄痔科熏洗散
2023 YOY	-15%	-6%	-10%	-19%	-17%
18-22 CAGR	17%	13%	13%	28%	3%



资料来源：公司公告，华源证券研究所；注：销量单位为万支、万粒、万片、万袋

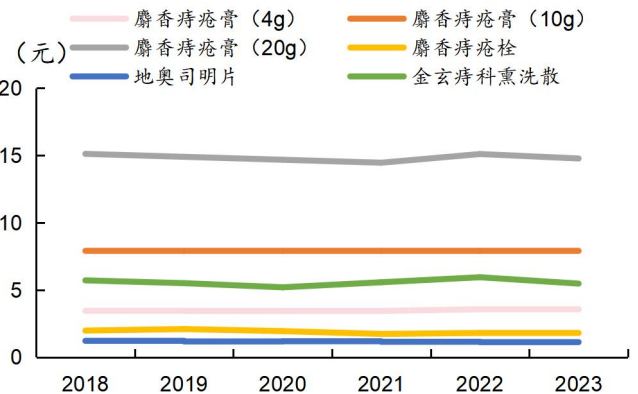
随着公司渠道库存调整至健康水平，渠道价格管控能力显著增强，且相比竞品优势显著，我们预计治痔类产品未来三年将保持较快增长，增长动力来自：1) 渠道端，公司持续优化线下线上渠道，2023 年公司将核心品种品规渠道归拢，减少了渠道一级经销商合作数量，并加强重点品种管控，实现进销存全链路数据跟踪，同时加强零售渠道终端动销，新设广阔渠道，深挖三四线市场潜力；2) 营销端，公司不断加大营销推广力度，拉动终端动销。2023 年公司组织开展“529 肛肠健康日”等品牌策划活动，聚焦重点连锁，加大终端产品动销，同时拓展线上营销和内容电商，积极发力抖快平台品牌自播，市场份额有望进一步提升。3) 价格端：公司品牌力突出，产品定价低于同类竞品，未来有望通过适度提价增厚业绩。

图表 31：公司治痔类产品收入及同比增速（2017-2023）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：公司治痔类产品院内挂网价较为稳定



资料来源：米内网，华源证券研究所



## 2.2. 大健康业务：品牌价值延升，快消品有望成为新增长引擎

**聚焦肛肠、眼科和皮肤健康，持续拓展大健康业务。**2024 年前三季度，公司大健康业务营业收入同比增长超 50%，公司围绕肛肠健康、眼科健康、皮肤健康等，积极拓展大健康业务，开发升级大健康产品近百个，全面涵盖功能性化妆品、功能性护理品、功能性食品、消械产品四大消费类产品，其中八宝眼霜系列、卫生湿巾系列产品等代表性品种销售规模快速增长。我们预计随着公司聚焦马应龙八宝眼霜系列、卫生湿巾等代表性品种推广，加大线上线下营销力度，扩大品牌影响力，大健康业务板块收入有望持续快速增长，成为公司第二增长曲线。

**1) 眼科和皮肤领域**，回归老字号眼科本源，持续打造“马应龙八宝”眼部功效护肤品牌，以 400 余年的八宝配方为研发核心，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，专注于淡化眼袋和眼纹等眼部问题，加快拓展马应龙八宝系列眼霜产品的销售，2023 年公司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%；

**2) 肛肠健康领域**，公司联合智篆 GI、清渠数据发布《2023 年湿厕纸新消费趋势白皮书》，由马应龙健康研究院原研配方开发上市大白卫生湿巾、小蓝湿厕纸等系列湿巾产品，上市以来市场表现良好，目前已实现卫生湿巾产品的全渠道布局。

图表 33：公司大健康产品布局



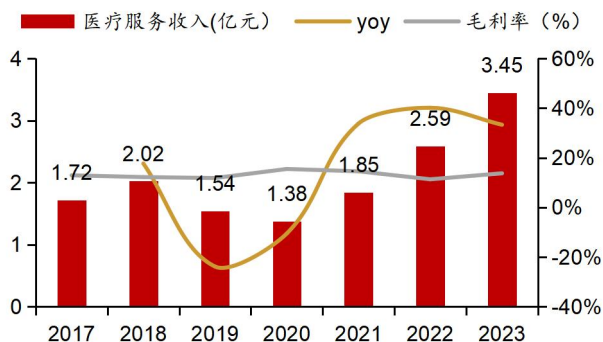
资料来源：公司官网，马应龙八宝旗舰店，华源证券研究所

## 3. 医疗服务：肛肠全产业链布局，打造肛肠健康方案提供商

**连锁医院与诊疗中心协同发展，线上云平台打造肛肠健康生态圈。**公司入选“2023 届社会办医医院集团 100 强”，2023 年公司医疗服务实现收入 3.45 亿元，同比增长 33.28%。

1) **肛肠连锁医院**: 公司目前旗下拥有 6 家直营肛肠连锁医院, 分别位于北京、武汉、南京等重点城市, 汇聚中国肛肠治疗领域专家, 拥有主任、副主任医师 40 余人, 为国内规模领先的肛肠专科连锁医院, 其中北京医院为三甲肛肠专科医院。2) **肛肠诊疗中心**: 公司已累计与 90 余家县级基层医疗机构共建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, 与县级医院实现合作共赢。3) **“小马医疗”云平台**: 作为专业化、垂直化的线上医疗平台, 通过整合药品经营、诊疗技术、医疗服务和健康数据, 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, 构建一体化的肛肠健康生态圈。此外, 武汉医院联合小马医疗 2021 年获批成为湖北省互联网医院。4) 旗下拥有马应龙肛肠诊疗技术研究院, 成立于 2015 年, 是经国家民政部批准设立的肛肠诊疗技术研究院。

**公司在肛肠治疗领域的品牌影响力不断扩大。**马应龙肛肠连锁医院是集临床诊疗和科研于一体的专科连锁医院, 与众多国家级医药科研机构保持着良好合作, 共同建立了北京大学马应龙博士后工作站、卫生部医药生物工程技术研究中心临床基地、国家中医药管理局肛肠病重点专科、军事医学科学院马应龙博士后工作站、中山大学达安基因肛肠疾病研究及检测中心、湖北省肛肠药物工程技术研究中心等研发机构, 并先后承担省部级以上科研课题 15 项, 学术影响力持续扩大。

**图表 34: 医药服务收入及同比增速 (2017-2023)**


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

**图表 35: 马应龙旗下肛肠连锁医院**

连锁医院名称	经营地	成立时间
北京马应龙长青肛肠医院	北京	2003/6/12
武汉马应龙中西医结合肛肠医院	武汉	2009/1/9
南京马应龙中医医院	南京	2010/6/24
西安马应龙肛肠医院	西安	2011/9/28
大同马应龙肛肠医院	大同	2012/11/27
宁波马应龙肛肠医院	宁波	2013/12/20

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 36：马应龙肛肠诊疗中心合作模式



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4. 医药商业：业务结构优化，盈利能力有望持续改善

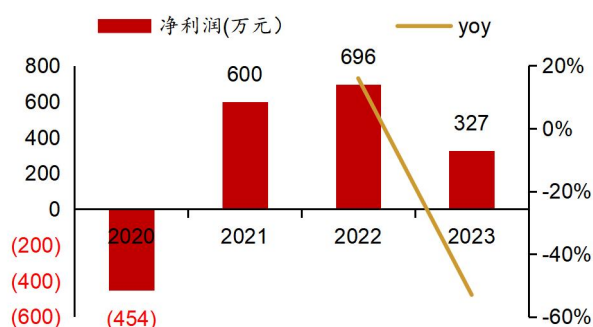
**医药零售线上线下全面布局，流通业务深耕湖北市场。**医药商业包括医药零售和医药物流两大业务，2023 年，医药商业实现收入 10.87 亿元，2017–2023 年毛利率稳定在 7%左右，2023 年收入同比减少 19.67%，主因医药商业持续优化业务结构所致，盈利能力有望进一步改善。

**1) 医药零售：**由旗下子公司马应龙大药房运营，以线下零售药房为依托，以线上业务创新发展为平台，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。2023 年马应龙大药房入选中国连锁药店综合实力百强企业，实现净利润 327 万元，具备较好的持续盈利能力。

**2) 医药物流：**深耕湖北市场，采购模式主要包括协议分销和市场化采购，销售模式主要包括自营、配送、分销和 B 端业务，实现从马应龙体系内产品到全国优势品种的全面覆盖，其中自营业务以承接马应龙体系内部分产品销售以及贴牌代理为主，占比不断提升；配送业务服务主流连锁药店、小微连锁与单体药房；分销业务主要是向取得代理或经销资格的商业企业采购，并同生产厂家签订三方分销协议；B 端业务通过线上平台采购全国优势品种，服务终端市场。

**图表 37：医药商业收入及同比增速（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 38：武汉马应龙大药房净利润（2020-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 36/41/46 亿元，同比增长 15%/13%/13%，关键假设如下：

**1) 医药工业：**我们预计医药工业 2024-2026 年收入同比增长 20%/18%/16%。

治痔类产品龙头地位稳固，2023 年公司主动优化渠道库存，目前渠道已处于较为健康水平，随着公司加大营销推广力度和终端产品动销，积极拓展线上营销和内容电商，预计治痔类产品有望实现量价齐升。

持续拓展大健康业务，全面涵盖功能性化妆品、功能性护肤品、食品和消械产品，随着公司聚焦马应龙八宝眼霜、卫生湿巾等重点产品的推广，大健康板块收入有望快速增长。

皮肤类药品主要为龙珠软膏，眼科类产品主要为八宝眼膏，预计保持平稳增长。

**2) 医疗服务：**

公司拥有 6 家直营肛肠连锁医院和 90 余家马应龙肛肠诊疗中心，并利用“小马医疗”云平台打造一体化的肛肠健康生态圈，我们预计医疗服务 2024-2026 年收入同比增长 5%/5%/5%。

**3) 医药商业：**

医药零售线上线下全面布局，医疗物流深耕湖北市场，持续优化存量业务，我们预计医药商业 2024-2026 年收入同比增长 5%/5%/5%。

**图表 39：2024–2026 年马应龙收入预测（百万元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收	3,532.38	3,136.75	3604.30	4065.54	4580.68
同比	4.35%	-11.20%	14.91%	12.80%	12.67%
毛利率	42.41%	41.91%	44.5%	45.2%	46.0%
1.医药工业	2,073.39	1,834.47	2,192.58	2,583.15	3,003.55
yoy	11.60%	-11.52%	19.52%	17.81%	16.27%
毛利率	65.11%	64.55%	64.62%	63.44%	62.44%
1.1 治痔类产品	1,488.34	1,292.17	1,486.24	1,677.24	1,867.58
yoy	7.52%	-13.18%	15.02%	12.85%	11.35%
1.2 皮肤类产品	118.33	116.8	122.6	128.7	135.2
yoy	-8.6%	-1.3%	5.00%	5.00%	5.00%
1.3 眼科类产品	61.57	34.5	36.3	38.1	40.0
yoy		-43.9%	5.00%	5.00%	5.00%
1.4 其他	405.15	391.05	547.5	739.1	960.8
yoy	25.1%	-3.5%	40.00%	35.00%	30.00%
2.医疗服务	258.67	344.76	362.00	380.10	399.10
yoy	40.11%	33.28%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.3%	13.73%	14.00%	14.20%	14.50%
3.医药商业	1,354.03	1,087.71	1,142.10	1,199.20	1,259.16
yoy	-7.70%	-19.67%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.77%	6.17%	7.00%	7.50%	8.00%

资料来源：Wind，华源证券研究所

我们预计 2024–2026 年归母净利润分别为 5.64 亿元、6.64 亿元、7.88 亿元，增速分别为 27%/18%/19%，当前股价对应 PE 分别为 19X、16X、13X。我们选取医药工商业于一体的中药老字号企业云南白药、同仁堂和达仁堂作为可比公司，考虑到公司是国内肛肠健康领域品牌龙头，工业主业稳健增长，同时大健康业务持续发力，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 40：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2025/1/13	24E	25E	26E	24E	25E	26E
000538.SZ	云南白药	56.15	2.55	2.81	3.08	22.05	19.96	18.22
600085.SH	同仁堂	37.03	1.28	1.48	1.70	28.97	25.09	21.73
600329.SH	达仁堂	29.30	1.44	1.70	1.99	20.39	17.22	14.74
	算术平均	40.83				23.80	20.76	18.23
600993.SH	马应龙	24.55	1.31	1.54	1.83	18.76	15.95	13.43

资料来源：Wind、iFind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，华源证券研究所

## 6. 风险提示

产品放量不及预期的风险：公司药品业务渠道库存调整，若终端动销情况不及预期或渠道管控不及预期，产品销售收入有不及预期的风险；同时，公司产品逐渐从药品向卫生湿巾和眼部化妆品等大健康领域拓展，需要拓展新的销售渠道，亦存在放量不及预期的风险；

原材料成本上涨的风险：马应龙八宝名方等产品成分含有麝香、牛黄、冰片等中药材，若未来受到自然灾害或极端天气影响，中药材价格上涨，或面临成本上涨的风险；

行业竞争加剧的风险：公司痔疮类核心产品发明专利于 2022 年 10 月到期；八宝眼膏发明专利于 2023 年 9 月到期；虽然公司对其外围专利进行保护且中药仿制难度大，但痔疮行业仍有进入者增加、新产品上市的风险。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,988	3,168	3,579	4,074
应收票据及账款	335	354	399	450
预付账款	53	68	77	87
其他应收款	25	29	33	37
存货	273	314	350	388
其他流动资产	97	210	229	250
<b>流动资产总计</b>	<b>3,772</b>	<b>4,143</b>	<b>4,667</b>	<b>5,285</b>
长期股权投资	135	144	154	163
固定资产	430	407	386	362
在建工程	206	177	143	109
无形资产	90	94	98	102
长期待摊费用	11	5	0	0
其他非流动资产	187	177	165	153
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,058</b>	<b>1,005</b>	<b>947</b>	<b>889</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,830</b>	<b>5,148</b>	<b>5,614</b>	<b>6,175</b>
短期借款	46	0	0	0
应付票据及账款	290	251	280	311
其他流动负债	346	431	481	536
<b>流动负债合计</b>	<b>681</b>	<b>682</b>	<b>761</b>	<b>847</b>
长期借款	194	132	74	21
其他非流动负债	85	85	85	85
<b>非流动负债合计</b>	<b>279</b>	<b>217</b>	<b>159</b>	<b>106</b>
<b>负债合计</b>	<b>960</b>	<b>899</b>	<b>920</b>	<b>953</b>
股本	431	431	431	431
资本公积	52	52	52	52
留存收益	3,255	3,626	4,062	4,580
归属母公司权益	3,738	4,109	4,545	5,062
少数股东权益	132	140	149	160
<b>股东权益合计</b>	<b>3,870</b>	<b>4,248</b>	<b>4,693</b>	<b>5,222</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,830</b>	<b>5,148</b>	<b>5,614</b>	<b>6,175</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	452	496	597	723
折旧与摊销	90	80	84	84
财务费用	-44	-37	-46	-55
投资损失	-91	-54	-54	-54
营运资金变动	128	-145	-33	-38
其他经营现金流	69	73	73	73
<b>经营性现金净流量</b>	<b>604</b>	<b>412</b>	<b>621</b>	<b>732</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>448</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-579</b>	<b>-263</b>	<b>-240</b>	<b>-268</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>473</b>	<b>180</b>	<b>412</b>	<b>494</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,137</b>	<b>3,604</b>	<b>4,066</b>	<b>4,581</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,822</b>	<b>2,000</b>	<b>2,229</b>	<b>2,474</b>
税金及附加	24	27	31	35
销售费用	715	829	927	1,035
管理费用	110	119	130	142
研发费用	69	72	81	87
财务费用	-44	-37	-46	-55
资产减值损失	-13	-7	-8	-9
信用减值损失	-8	-11	-12	-14
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	91	54	54	54
公允价值变动损益	6	15	15	15
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	20	18	18	18
<b>营业利润</b>	<b>537</b>	<b>664</b>	<b>781</b>	<b>928</b>
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	12	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>664</b>	<b>781</b>	<b>928</b>
所得税	73	92	109	129
<b>净利润</b>	<b>452</b>	<b>572</b>	<b>673</b>	<b>799</b>
少数股东损益	9	8	9	11
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>443</b>	<b>564</b>	<b>664</b>	<b>788</b>
EPS(元)	1.03	1.31	1.54	1.83

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-11.20%	14.91%	12.80%	12.67%
营业利润增长率	-3.40%	23.75%	17.65%	18.75%
归母净利润增长率	-7.38%	27.26%	17.65%	18.75%
经营现金流增长率	76.70%	-31.83%	50.78%	17.85%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.91%	44.50%	45.18%	45.98%
净利率	14.40%	15.86%	16.55%	17.44%
ROE	11.86%	13.73%	14.60%	15.57%
ROA	9.18%	10.96%	11.82%	12.76%
<b>估值倍数</b>				
P/E	23.87	18.76	15.95	13.43
P/S	3.37	2.94	2.60	2.31
P/B	2.83	2.58	2.33	2.09
股息率	1.63%	1.83%	2.15%	2.55%
EV/EBITDA	14	11	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。