

2022年02月08日

证券研究报告·公司研究报告

马应龙(600993) 医药生物

当前价: 22.25元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

扎根主业、开拓边界，肛肠百年品牌焕发活力

投资要点

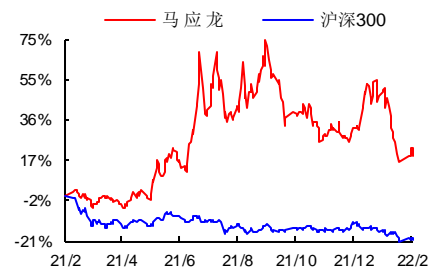
- **投资逻辑:** 公司是肛肠痔疮中成药龙头企业，具备3大核心亮点：1) 肛肠痔疮用药市场超过50亿元，公司是该领域龙头企业，市占率较高，公司产品日用价格不到2元，仍有一定提价空间；2) 肛肠专科医院稳健经营，共建肛肠诊疗中心目前已经超过30家，有望带来新增长；3) 医药商业不断探索新模式，有望保持稳健发展。
- **肛肠痔疮领域龙头，品牌延伸布局大健康。痔疮患病群体庞大，治痔类药物市场空间广阔。** 中国痔疮治疗市场规模由2016年的35亿元急剧增长至2020年的50亿元，年均复合增长率高达9%，预计该市场规模仍将迅猛扩张，2030年预计将达到102亿元。公司以肛肠及下消化道领域为核心定位，具备品牌价值稀缺性。马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消片等核心产品终端销量在相关品类中居于领先地位。马应龙在国内零售终端痔疮用药市场连续多年占据绝对龙头地位，2019年国内零售终端痔疮用药市场规模约为41.2亿元，公司产品市占率第一，超过20亿元。马应龙系列产品具备价值稀缺性，市场认可度高，有望在医药新零售时代趋势下进一步扩大市场份额，具备长期增长潜力。马应龙强品牌产品价格低廉，未来有望实现量价齐升。马应龙具有得天独厚的先发优势，随着产品线持续扩张、营销模式推陈出新，未来麝香痔疮膏/栓系列明星品牌仍具有提价潜力，利润快速增长确定性较大。
- **肛肠专科医院稳健经营，共建肛肠诊疗中心有望带来新增长。** 截至2021年上半年，马应龙旗下拥有6家直营连锁肛肠专科医院，整体规模跻身国内肛肠连锁医院前列，同时，公司累计签约56家肛肠诊疗中心共建项目，其中已开业38家，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。预计随着公司共建肛肠诊疗中心的逐步拓展，公司医疗服务板块有望保持稳健增长。
- **医药商业不断探索新模式，有望保持稳健发展。** 医药商业业务是公司传统业务，一直保持稳健发展，2020年实现收入11.7亿元，同比增长0.7%。目前，公司医药商业板块整合线下实体药店、网上药店、医药物流等业务，由传统药品生产企业向肛肠健康方案提供商转型升级，预计未来仍将保持稳健增长。
- **盈利预测。** 预计公司2021-2023年归母净利润增速有望达到15.7%，公司是肛肠痔疮用药领域龙头企业，市占率第一，品牌力强，同时，公司依托主力产品，进军大健康领域，功能性化妆品和食品经过多年时间培育，有望迎来快速增长，看好公司长期发展。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动风险，提价不及预期风险，竞争加剧风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
 执业证号: S1250520090001
 电话: 021-68416017
 邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.31
流通A股(亿股)	4.30
52周内股价区间(元)	17.8-32.62
总市值(亿元)	95.91
总资产(亿元)	41.46
每股净资产(元)	7.11

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2791.59	3316.97	3796.49	4320.26
增长率	3.19%	18.82%	14.46%	13.80%
归属母公司净利润(百万元)	419.06	485.08	556.52	626.97
增长率	16.42%	15.75%	14.73%	12.66%
每股收益EPS(元)	0.97	1.13	1.29	1.45
净资产收益率ROE	14.62%	15.05%	15.32%	15.32%
PE	24	21	18	16
PB	3.44	3.06	2.71	2.41

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 百年肛肠治痔老字号，核心业务稳健增长	1
1.1 四百年传统制药技艺，老字号新时代焕发活力.....	1
1.2 三大业务板块齐发力，助力公司业绩高速恢复.....	2
2 医药工业：肛肠下消领域龙头，品牌延伸布局大健康	4
2.1 做强核心，稳居肛肠治痔领域第一品牌.....	4
2.2 做大边界，整合优势全力发展大健康业务.....	10
3 医药商业稳健发展，医疗服务有望带来业绩增量	12
3.1 肛肠专科医院稳健经营，共建肛肠诊疗中心有望带来新增长.....	12
3.2 医药商业不断探索新模式，有望保持稳健发展.....	15
4 盈利预测	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 马应龙股权结构	1
图 2: 马应龙致力打造肛肠健康方案提供商	2
图 3: 公司近年营业收入增长趋势 (2016-2021Q1-3)	3
图 4: 公司近年归母净利润增长趋势 (2016-2021Q1-3)	3
图 5: 公司业务板块收入结构 (2016-2020)	3
图 6: 公司产品毛利结构 (2016-2020)	3
图 7: 公司近年期间费率变化趋势 (2016-2021Q1-3)	4
图 8: 公司近年盈利能力变化趋势 (2016-2020)	4
图 9: 2016-2030E 中国痔疮治疗市场规模 (十亿元)	5
图 10: 中国痔疮患病地域分布	5
图 11: 中国痔疮治疗市场不同剂型销售占比	6
图 12: 2020 年中国城市实体药店终端中成药市场格局	6
图 13: 2016-2019 马应龙品牌国内零售终端痔疮用药市场份额	7
图 14: 马应龙独家品种麝香痔疮膏/栓	7
图 15: 公司治痔类产品营业收入及增速情况 (亿元)	10
图 16: 公司治痔类产品毛利率变化情况	10
图 17: 2020 年中国皮肤科类 OTC (中成药) 产品综合排名	11
图 18: 2020 年中国眼科类 OTC (中成药) 产品综合排名	11
图 19: 马应龙大健康产品矩阵	12
图 20: 2015-2020 中国医院数量变化趋势 (按注册类型分类)	12
图 21: 2015-2020 中国医院数量变化趋势 (按机构类别分类)	12
图 22: 2015-2020 中国中医专科医院数量变化趋势	13
图 23: 2020 年中国中医医院规模占比 (按医院类别分类)	13
图 24: 2021 年马应龙肛肠诊疗中心布局图	14
图 25: 小马医疗肛肠数字化诊疗项目部分项目展示	15
图 26: 2015-2020 中国中医肛肠专科医院收入规模 (百万元)	15
图 27: 马应龙医疗服务业务收入情况	15
图 28: 马应龙商业业务收入情况	16
图 29: 马应龙健康家项目运营进入良性循环	17

表 目 录

表 1: 痔疮的类型及治疗措施.....	5
表 2: 2020 年度中国非处方药黄金品种名单.....	7
表 3: 公司肛肠治痔领域主要药 (产) 品情况.....	8
表 4: 公司肛肠治痔领域主要在研药 (产) 品情况.....	8
表 5: 公司治痔类产品最高限价和定价较低.....	9
表 6: 公司皮肤、镇咳领域主要药 (产) 品情况.....	10
表 7: 公司皮肤、特药领域主要在研药 (产) 品情况.....	10
表 8: 公司专科连锁医院布局合理.....	13
表 9: 分业务收入及毛利率.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

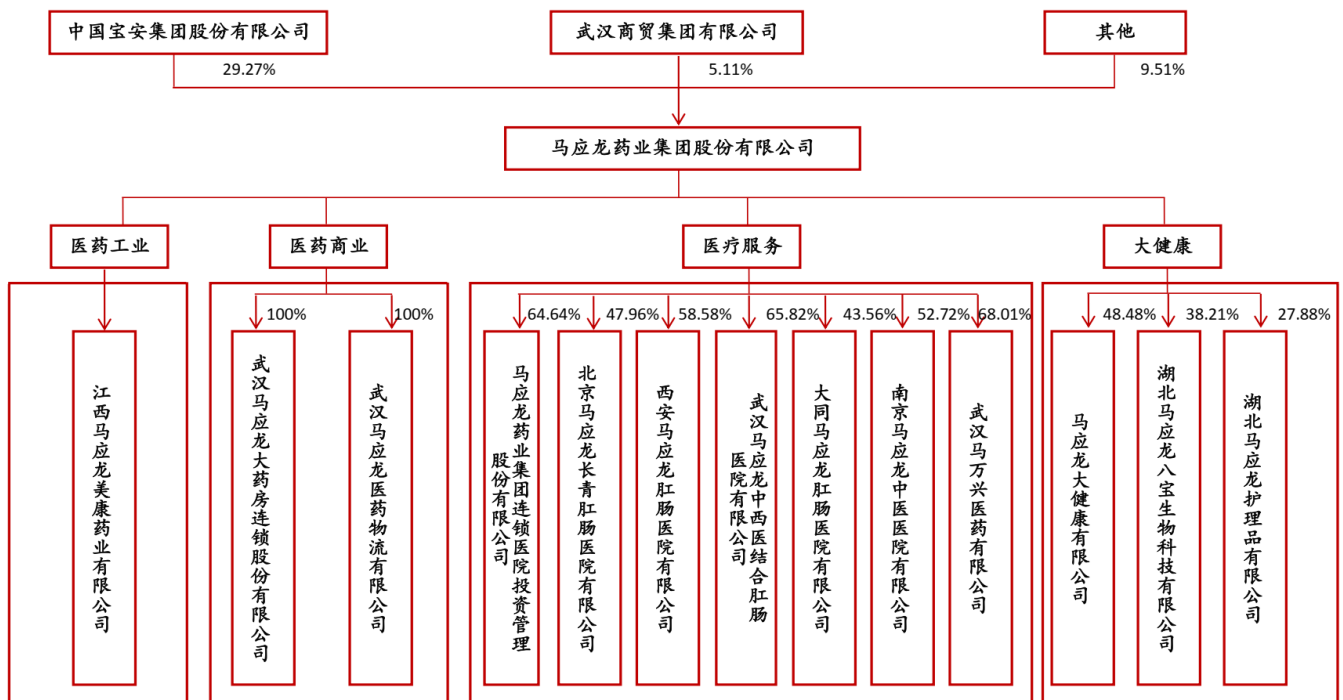
1 百年肛肠治痔老字号，核心业务稳健增长

1.1 四百年传统制药技艺，老字号新时代焕发活力

马应龙传统技艺起源于河北定州，距今已有四百余年的历史。明朝万历年间，创始人马金堂潜心研究，摸索总结出独特技艺制成眼药，取名“定州眼药”。马金堂的继承者马应龙以制造和经营眼药为业，设店于定州北街，将“定州眼药”更名为“马应龙定州眼药”。历经清朝、民国时期的砥砺发展，新中国成立后马应龙制药厂更名为“武汉第三制药厂”，在古方验方的基础上遵循传统技艺，生产眼药、痔疮药等多种药品。

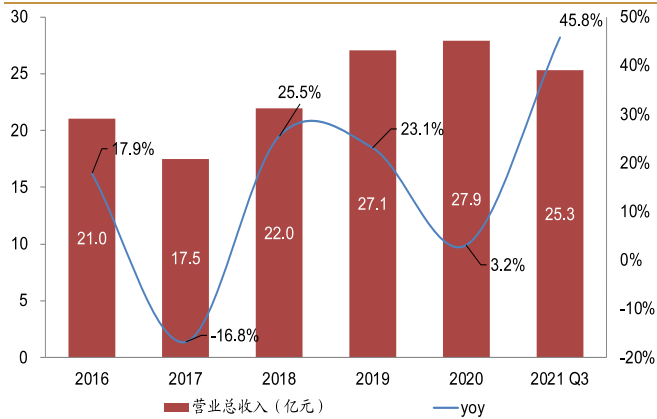
1995年，武汉第三制药厂进行股份制改造，引入第一大股东中国宝安集团公司并更名为“马应龙药业集团股份有限公司”。2004年马应龙药业集团股份有限公司成功上市，是国家首批认定的“中华老字号”企业。2011年马应龙眼药制作技艺成功入选国家非物质文化遗产。公司大股东是中国宝安集团，武汉国有资产经营公司为第二大股东，其他为自然人股东。公司旗下拥有二十余家子公司，产业布局合理。

图 1：马应龙股权结构

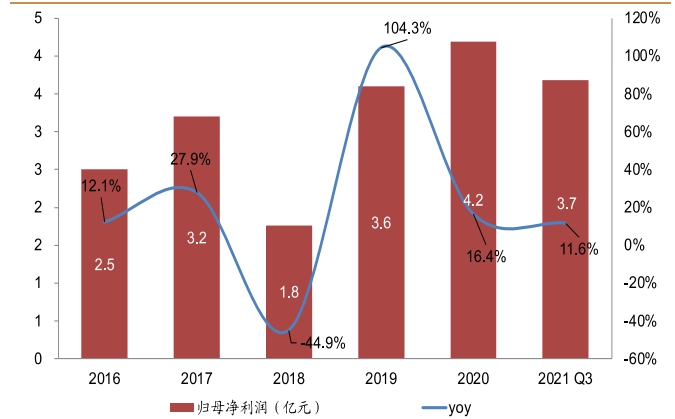


数据来源：公司官网，西南证券整理

马应龙以肛肠及下消化道领域为核心定位，做强核心，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；做大边界，大力发展大健康产业，强势整合外部资源，发展外部产业，形成以医药工业、医疗服务、医药商业为核心的全产业链布局。

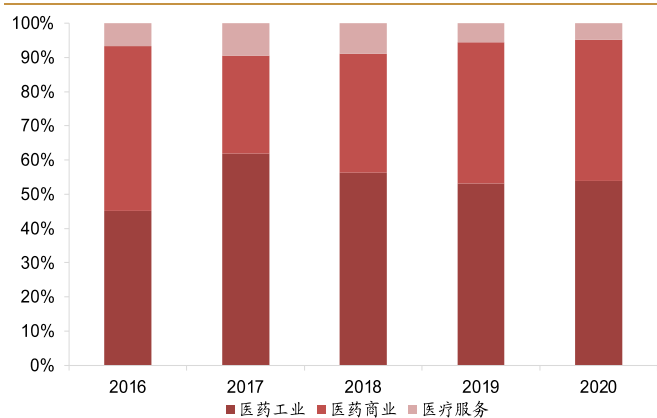
图 3：公司近年营业收入增长趋势（2016-2021Q1-3）


数据来源：wind，西南证券整理

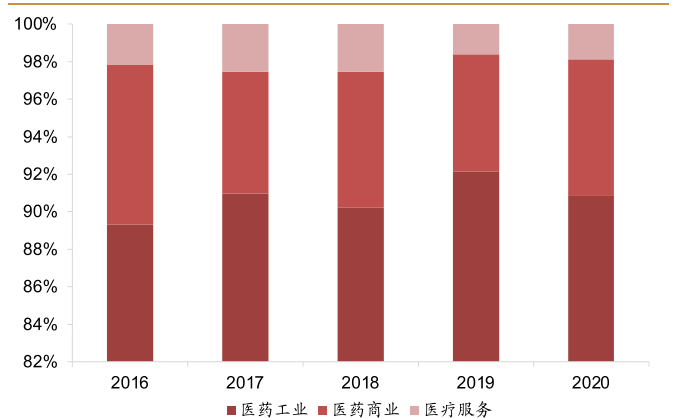
图 4：公司近年归母净利润增长趋势（2016-2021Q1-3）


数据来源：wind，西南证券整理

公司强化医药工业核心优势，克服疫情上半年影响，2020 年医药工业收入和毛利占比分别稳定保持在 95%、97% 以上，2020 年医药行业收入和毛利占比分别在 54.8% 和 90.8%。其中治疗类产品收入提升十分明显，贡献了 11.6 亿的营业收入，同比增长了 24.7%；同时治疗类产品保持了 72% 以上的高毛利率，2020 年收入和毛利占比分别达到 41.6% 和 74.8%。

图 5：公司业务板块收入结构（2016-2020）


数据来源：wind，西南证券整理

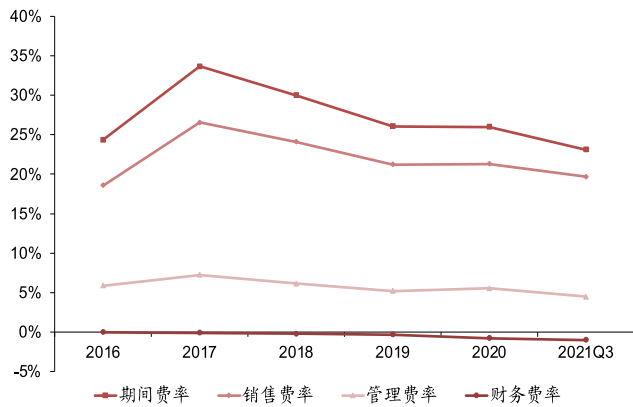
图 6：公司产品毛利结构（2016-2020）


数据来源：wind，西南证券整理

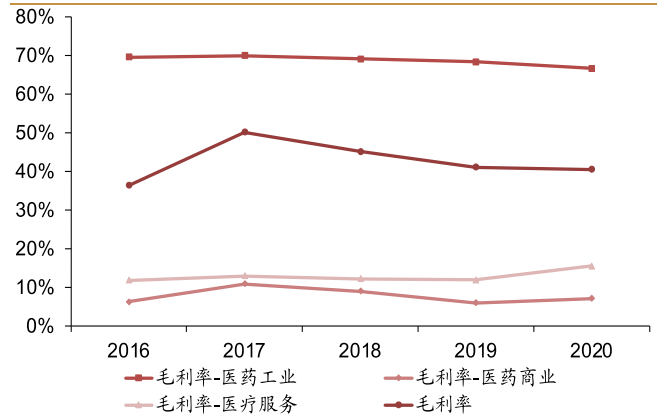
2020 年，公司综合毛利率稳定保持在 40% 左右，销售费用率同比增长 0.08pp 至 21.3%，管理费用率同比增长 0.33pp 至 6.8%；研发费用率同比下降 0.05pp 至 2%，公司各项费率在可比中药生产企业中较低，费用变化主要由于新冠疫情影响与上游原材料市场供应及价格波动因素导致。2021Q1-3 随着疫情逐渐好转，公司四费率持续下降，业绩反弹势头强劲，看好三大业务板块未来长期稳定成长。

公司医药工业板块 2020 年实现营业收入 15.3 亿元，同比增长 2.5%，毛利率 66.7%，同比下降 1.62pp。公司强化肛肠品类核心优势，实施肛肠品种精准营销；深化县域市场开发，提升终端产出质量；大力发展线上直营业务，在第三方电商平台开设品牌旗舰店，推动产品在线销售规模迅速放量。加快大健康业务发展，围绕肛肠、皮肤、眼部健康等领域加大产品开发引进力度，年内上新产品 80 余个。我们认为，医药工业板块是马应龙百年品牌发展的基石，在扎根核心基础上持续开拓大健康产业蓝海市场，该业务板块有望继续高毛利率，实现品牌价值的持续变现。

医疗服务方面，公司积极推进肛肠诊疗中心共建项目，促进小马医疗 VR 系统的推广使用，拓展多元化业务收入来源，该板块经营质量持续向好。2020 年公司医疗服务业务实现营收 1.4 亿元，同比下降 0.2%，毛利率达 15.47%，同比增长 3.64pp，净利润实现扭亏。我们认为，随着公司医疗产业结构不断优化、肛肠诊疗中心与专科共建网络持续布局，该业务板块将与医药工业、医药商业板块形成良好的协同作用，助力公司持续稳健造利。

图 7：公司近年期间费率变化趋势（2016-2021Q1-3）


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司近年盈利能力变化趋势（2016-2020）


数据来源：wind，西南证券整理

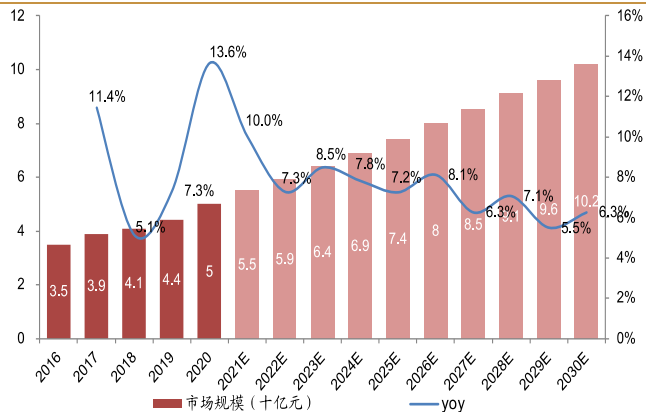
2 医药工业：肛肠下消领域龙头，品牌延伸布局大健康

2.1 做强核心，稳居肛肠治痔领域第一品牌

2.1.1 痔疮患病群体庞大，治痔类药物市场空间广阔

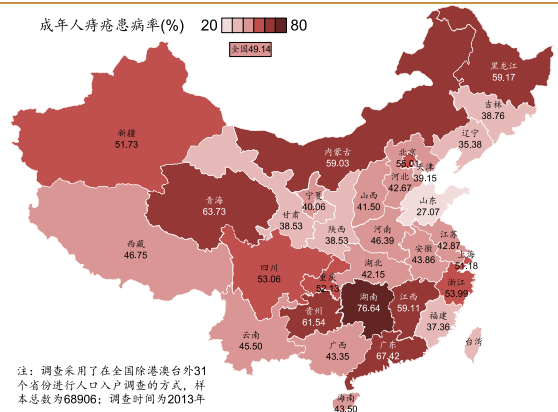
痔疮发病率高、根治难，治痔类药物具有极大市场空间。从解剖学角度看，痔疮是直肠末端黏膜下和肛管皮肤下的直肠静脉丛发生扩大、曲张所形成的柔软静脉团，或肛缘皮肤结缔组织增生或肛管皮下静脉曲张破裂形成的隆起物。常言“十人九痔”，痔疮是最常见的肛肠疾病，男女均可患病，任意年龄都可发病，其中 20~40 岁较为多见，且随年龄增长而逐渐加重，由此可以预见痔疮用药具有极大市场空间。据 Frost & Sullivan 数据，中国痔疮治疗市场规模由 2016 年的 35 亿元增长至 2020 年的 50 亿元，年均复合增长率高达 9%，预计未来仍将保持较快增长。

图 9：2016-2030E 中国痔疮治疗市场规模（十亿元）



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 10：中国痔疮患病地域分布



数据来源：《中国成人常见肛肠疾病流行病学调查》，西南证券整理

中华中医药学会肛肠分会最新发布的《中国成人常见肛肠疾病流行病学调查》显示，我国现阶段城乡居民肛肠疾病总患病率达 50.1%（城市 51.1%，农村 48.4%）。以我国 18 周岁以上人口为基数测算，约 5.2 亿人不同程度患有肛肠疾病，其患病率远远高于心脑血管、高血压、糖尿病等一般疾病。其中痔疮患病人数占所有患肛肠病病人数的 98.1%，患病率高达 49.1%（城市 50.3%，农村 47.3%）。

根据发病部位不同，痔疮分为内痔、外痔及混合痔。内痔常以无痛性便血为主要症状，血液与大便不相混，多在排便时滴血或射血；外痔的临床特点是肛门异物感及肛门坠胀、瘙痒、疼痛，肛门缘会触碰到赘生物；混合痔兼有内痔、外痔表现。痔疮发病的诱因众多，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。

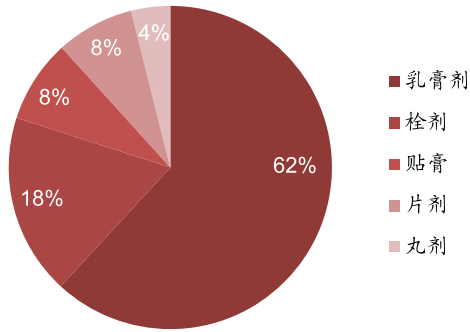
表 1：痔疮的类型及治疗措施

类型		临床表现	治疗方法
内痔	I 度	便时带血、滴血或喷射状出血，便后出血可自行停止，无痔脱出	增加纤维食物、保持大便通畅，外敷消炎止痛药
	II 度	常有便血，排便有痔脱出，排便后可自行还纳	保持大便通畅，外敷消炎止痛药，注射疗法
	III 度	偶有便血，排便或久站、咳嗽、劳累、负重时痔脱出，需用手还纳	保持大便通畅，外敷消炎止痛药，注射疗法，手术疗法
	IV 度	偶有便血，痔脱出后不能还纳或还纳后又脱出	痔动脉结扎术，手术疗法
外痔		肛门不洁，潮湿不洁，有时有瘙痒，发生血栓形成及皮下血肿有剧痛；血栓性外痔最常见，其次为炎性外痔	增加纤维食物、保持大便通畅，注射治疗，手术治疗
混合痔		表现为内痔和外痔的特征同时存在	增加纤维食物、保持大便通畅，注射治疗，手术治疗

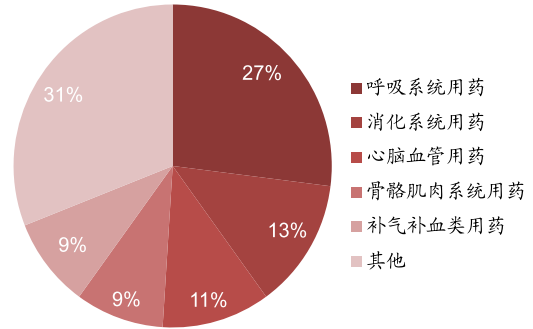
数据来源：内科学，西南证券整理

痔疮患者肛肠认知率低，仅为 48.1%，就诊率仅有 28%，高达 64.3% 的患者发病后没有采取任何治疗措施。大部分患者认为痔疮危害不大而重视度不足，同时患者往往羞于启齿而疏于治疗，发病位置特殊导致痔疮用药在 OTC 领域占比较高，同时外用剂型占据主导地位。健康网数据显示，消费者对乳膏剂、栓剂等外用剂型的偏好达到 88.2%。中成药在内外治理、活血化瘀和清热解毒方面优势显著，据米内网数据显示，2020 年中国城市实体药店

终端消化系统中成药市场销售额突破 140 亿元，占比达到 13%，仅次于呼吸系统疾病用药。随着人民生活质量要求提高，痔疮患者治疗率有望进一步提升，痔疮用药市场或将快速扩容。

图 11：中国痔疮治疗市场不同剂型销售占比


数据来源：健康网，西南证券整理

图 12：2020 年中国城市实体药店终端中成药市场格局


数据来源：米内网，西南证券整理

2.1.2 马应龙百年品牌辨识度高，核心产品持续发力

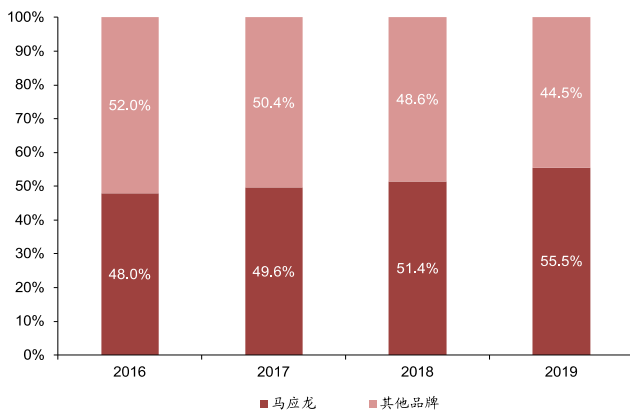
公司以肛肠及下消化道领域为核心定位，具备品牌价值稀缺性。公司凭借百年老字号品牌和独特配方优势在肛肠疾病领域深耕多年，先发入局积淀深厚，拥有极高的品牌辨识度。马应龙名方包括麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硼砂等八味中药，又称八宝名方，2011 年马应龙眼药制作技艺入选“国家非物质文化遗产名录”。2020 年 8 月，马应龙以 413.52 亿元的品牌价值连续 17 年入选世界品牌实验室主办的“中国 500 最具价值品牌”榜单，名列第 171 位；在中国非处方药协会发布的 2020 年度中国非处方药生产企业综合排名中名列第 16 位。我们认为，高品牌稀缺性、高消费者辨识度的优质企业有望延续品牌认可优势，品牌内在价值或将凸显，行业集中度有望进一步提升。

公司肛肠治痔系列产品市场认可度高，核心产品麝香痔疮膏/栓持续造利。历经多年发展积淀，马应龙肛肠治痔系列专业产品在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，具备相当定价权。其中，马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消炎片等核心产品终端销量在相关品类中居于领先地位，马应龙麝香痔疮膏/栓入选中国非处方药协会发布的 2020 年度中国非处方药黄金品种名单，获选工信部制造业单项冠军产品。根据中康资讯数据，马应龙在国内零售终端痔疮用药市场连续多年占据绝对龙头地位，2019 年国内零售终端痔疮用药市场规模约为 41.2 亿元，公司产品市占率第一，超过 20 亿元。我们认为，马应龙系列产品具备价值稀缺性，市场认可度高，有望在医药新零售时代趋势下进一步扩大市场份额，具备长期增长潜力。

表 2：2020 年度中国非处方药黄金品种名单

商品名（商标名）	药品通用名	生产企业
康恩贝	肠炎宁片/颗粒/糖浆	浙江康恩贝制药股份有限公司
修正	肺宁颗粒	柳河长隆制药有限公司
999	感冒灵颗粒/胶囊	华润三九医药股份有限公司
山水	藿香正气口服液	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
江中	健胃消食片	华润江中制药集团有限责任公司
都乐	金嗓子喉片	广西金嗓子有限责任公司
以岭	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司
马应龙	马应龙麝香痔疮膏/栓	马应龙药业集团股份有限公司
朗迪、精朗迪	碳酸钙 D3 片(II)/颗粒	北京振东康远制药有限公司
迪巧	维 D 钙咀嚼片	青岛百洋医药股份有限公司
斯达舒、修正	维 U 颠茄铝胶囊 II	修正药业集团股份有限公司
修正	消糜栓	通药制药集团股份有限公司
奇正	消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司
天士力	养血清脑丸/颗粒	天士力控股集团有限公司
云南白药	云南白药气雾剂/膏/创可贴/酊	云南白药集团股份有限公司

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

图 13：2016-2019 马应龙品牌国内零售终端痔疮用药市场份额


数据来源：中康资讯，西南证券整理

图 14：马应龙独家品种麝香痔疮膏/栓


数据来源：米内网，西南证券整理

2.1.3 马应龙强品牌产品价格低廉，未来有望实现量价齐升

马应龙肛肠治疗产品线发展成熟，独家品种深入人心。马应龙医药工业板块产品聚焦肛肠及下消化道领域，肛肠治痔类产品占比最高，2020 年贡献营业收入 11.6 亿元，占比为 76.1%，毛利率为 72.14%，远高于公司医药工业板块平均毛利率。公司肛肠治痔类产品主要包括马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、地奥司明片、痔疮消炎片、金玄痔科熏洗散等，生产剂型范围涵盖膏、栓、中药饮片、口服、片剂、洗剂等。

2020 年，马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓在中国城市实体药店终端分别贡献 3.5 亿元、2.3 亿元销售额，合计贡献超过八成业绩，在痔疮用药品种榜单分别位列第一、第三。2020 年度中国非处方药产品综合排名中，马应龙麝香痔疮膏/栓、痔疮消炎片在痔疮类中成药品种中

位列第一、第四。此外，公司充分把握痔疮用药现有优势，围绕肛肠疾病积极推进优秀老产品的二次开发和新品种的培育，重点在研品种第二代马应龙麝香痔疮膏凭借先进工艺与更显著的疗效，销量有望取得新突破。

表 3：公司肛肠治痔领域主要药（产）品情况

细分行业	药（产）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	是否纳入省级医保目录
中成药	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，大便出血或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹	否	是	是	是
中成药	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症候者	否	否	是	是
化药	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	是
中成药	痔疮消片	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	否
中成药	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症	是	否	否	是

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 4：公司肛肠治痔领域主要在研药（产）品情况

研发项目名称	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
第二代马应龙麝香痔疮膏	第二代马应龙麝香痔疮膏	中药 1 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	处方与工艺开发
复方利多卡因栓	氧化锌盐酸利多卡因栓	化药 3 类	痔疮	小试处方工艺研究

数据来源：公司官网，西南证券整理

强品牌产品价格低廉，未来有望实现量价齐升。药品不同于一般消费品，消费者对于产品的安全性、可靠性以及疗效要求极高，对于优质产品的价格包容度较高，因此普通品牌很难通过价格战快速提升市占率。而知名品牌通过品牌的积淀使消费者产生信赖，只要在消费者可接受的定价范围内，便可持续提升产品销量、市占率与价格，产品销量和市占率的提高又促进品牌影响力的扩大。适当范围内提价会进一步巩固消费者对产品质量的信心，形成良性循环，最终保证了品牌的客户粘性，最终实现量价齐升，代表品牌有 999、江中、云南白药等。

马应龙肛肠治痔类产品疗效好、质量高，安全性和有效性均名列前茅。但受最高零售价限制，在痔疮用药销量靠前的品种中，马应龙系列产品最高限价大幅低于其他药品。目前市场上肛肠治痔类产品主要包括马应龙麝香痔疮膏/栓、迈之灵片、肛泰软膏、痔炎消片、云南白药痔疮膏等，马应龙麝香痔疮膏日用药金额 1~2 元，麝香痔疮栓为 4.08 元，相较德国礼来的迈之灵片、荣昌制药的肛泰软膏/栓价格优势显著。

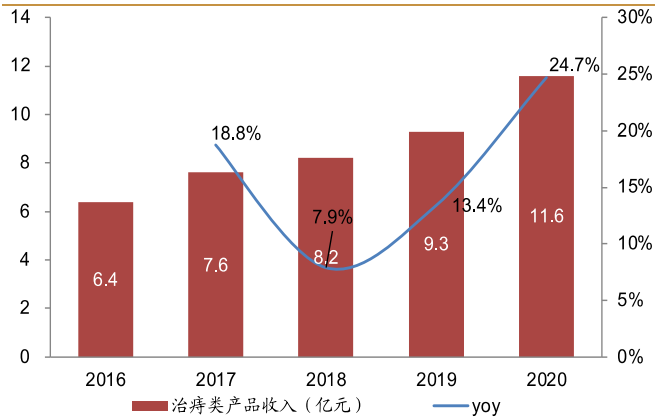
表 5：公司治痔类产品最高限价和定价较低

产品	规格	用量	价格	日用药金额 (元)	最高限价	厂商
马应龙麝香痔疮膏	10g	一日 1~2 次，一次 1g	9.8	0.98~1.96	9.3	马应龙
	20g	一日 1~2 次，一次 1g	20	1~2	16.7	
	4g*6 支	一日 1~2 次，一次 1g	24	1~2	23.9	
迈之灵片	0.15g*20 片	一日 2 次，一次 1~2 片	40	4~8	52.4	德国礼达
麝香痔疮栓	12 粒	一日 2 次，一次 1 粒	24.5	4.08	27.8	马应龙
肛泰软膏	10g	一日 1~2 次，一次 1g	19.9	1.99~3.98	17	荣昌制药
痔炎消片	0.53g*30 片	一日 3 次，一次 3~6 片	37	11.1~22.2	19.8	马应龙
云南白药痔疮膏	1.5g*6 支	一日 2 次，一次 1~1.5g	34.5	7.66~11.49	4.95	云南白药
普济痔疮栓	1.3g*10 粒	一日 2 次，一次 1 粒	48	9.6	75	新时代药业
复方角菜酸酯栓	3.4g*12 粒	一日 1~2 次，一次 1 粒	43.8	3.65~7.3	33.3	杨森制药
肛泰栓	1g*6 粒	一日 2 次，一次 1 粒	18.75	6.25	14.7	荣昌制药
熊胆痔灵膏	10g	一日 2 次，一次 1g	28	5.6	29.8	葵花药业
熊胆痔灵栓	2g*6 粒	一日 2 次，一次 1 粒	28	9.3	45	

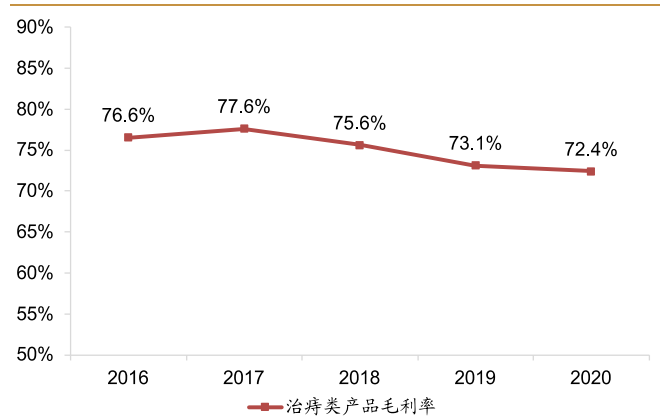
数据来源：药智网，阿里健康，康爱多，西南证券整理

提价与放量将持续推动公司未来业绩增长。近年来受政策放开、处方药渠道限制、医药分家的影响，医药零售市场持续扩容；同时消费升级的拉动效应显现，需求端呈现巨大空间。明星产品的品牌效应凸显，药品提价后终端需求仍旧旺盛。公司 2017 年公告提升主导产品马应龙麝香痔疮膏（10g/盒）出厂价格 18%，调价后治痔类产品收入稳健增长，业务占收入比例稳步提升，毛利率也稳定保持在 72% 以上。

马应龙产品连续多年统治治痔用药市场，预计后续小幅提价在日用药金额不超过竞品的区间内均可消化，同时终端价格提升增厚渠道利润，大大提高经销商积极性，有助于终端放量。我们认为，马应龙具有得天独厚的先发优势，随着产品线持续扩张、营销模式推陈出新，未来麝香痔疮膏/栓系列明星品牌仍具有提价潜力，利润快速增长确定性较大。

图 15: 公司治疗类产品营业收入及增速情况 (亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 公司治疗类产品毛利率变化情况


数据来源: wind, 西南证券整理

2.2 做大边界, 整合优势全力发展大健康业务

公司以眼药制作起家, 在马应龙八宝名方的基础上陆续研制出痔疮膏/栓、龙珠软膏、马应龙八宝眼霜等深受用户好评的产品。回归本源, 公司大力拓展眼科、皮肤科业务, 丰富产品序列, 加快大健康领域布局, 2020 年上市新品 80 余个, 产品涉及眼科、皮肤、镇咳、特药等多个治疗领域。

表 6: 公司皮肤、镇咳领域主要药 (产) 品情况

细分行业	药 (产) 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	是否纳入省级医保目录
皮肤	龙珠软膏	中药 6 类	清热解毒, 消肿止痛有, 祛腐生肌。适用于疮疖、红、肿、热、痛及轻度烫伤。	否	否	是	是
镇咳	复方甘草口服溶液	化药 4 类	用于上呼吸道感染、支气管炎和感冒时所产生的咳嗽及咳痰不爽。	是	是	是	是

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 7: 公司皮肤、特药领域主要在研药 (产) 品情况

研发项目名称	药 (产) 品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发 (注册) 所处阶段
硫酸普拉睾酮钠片	硫酸普拉睾酮钠片	化药 2.3 类	萎缩性阴道炎	II 期临床试验阶段
洛芬待因缓释胶囊	洛芬待因缓释胶囊	新药 2.2 类	主要用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	质量提升研究阶段
酒石酸唑吡坦缓释片	酒石酸唑吡坦缓释片	化药 3 类	用于治疗以入睡困难和/或睡眠维持困难为特征的失眠	临床研究阶段
龙珠软膏升级项目	龙珠软膏升级项目	补充申请	清热解毒, 消肿止痛有, 祛腐生肌。适用于疮疖、红、肿、热、痛及轻度烫伤。	药学研究
枸橼酸托法替布片	枸橼酸托法替布片	仿制 4 类	适用于甲氨蝶呤疗效不足或对其无法耐受的中度至重度活动性类风湿关节炎成年患者	临床阶段

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

在 2020 年中国非处方药产品（中成药）榜单中，公司产品马应龙龙珠软膏在皮肤科类产品中排名第二；马应龙八宝眼膏在眼科类产品中排名第五。龙珠软膏 2020 年度销量 506 万支，由于主要渠道在医院，公司地处武汉，2020 年由于疫情影响货运中断、销售受限，随疫情逐步好转，公司产品销量有望快速恢复并有小幅增长。我们认为，马应龙系列产品凭借其传统配方优势有望在持续扩张的外用 OTC 市场中占据更多市场份额，进一步彰显品牌价值，产品市占率仍有较大成长空间。预计公司龙珠软膏、八宝眼膏等产品将延续其先发优势持续发力，具备强劲的市场抢占能力。

图 17：2020 年中国皮肤科类 OTC（中成药）产品综合排名

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	希尔安药业
2	马应龙	龙珠软膏	马应龙药业
3	九芝堂	足光散	九芝堂
4	绿太阳	肤痔清软膏	绿太阳制药
5	龙虎、天坛	清凉油	中华药业
6	神奇	珊瑚癣净	神奇制药
7	白云山	风油精	广州白云山
8	绿太阳	日晒防治膏	绿太阳制药
9	康恩贝	风油精	康恩贝制药
10	叶开泰	足光散	健民集团

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

图 18：2020 年中国眼科类 OTC（中成药）产品综合排名

排名	商品名（商标名）	药品通用名	企业名称
1	珍视明	四味珍珠层冰硼滴眼液	康恩贝制药
2	乐家老铺	石斛夜光丸	南京同仁堂
3	金牛牌	特灵眼药	河北金牛
4	太极	拨云退翳丸	太极集团
5	马应龙	马应龙八宝眼膏	马应龙药业
6	白云山、中一	障眼明片	广州白云山
7	同仁堂	石斛夜光丸	北京同仁堂
8	目秀	夏天无滴眼液	康恩贝制药
9	同仁堂	明目地黄丸	北京同仁堂
10	药王孙真人、百岁友、东医生	明目地黄丸	济世药业

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

此外，公司积极开拓大健康业务布局，经营婴儿护理、女性护理、肛肠系列产品线，做大边界，构建完善大健康产品序列。婴儿护理系列产品包括：婴儿洗护系列、婴儿纸尿裤系列、婴儿湿巾系列、婴儿纸品系列；女性护理系列产品包括：柔语抑菌凝胶、柔语卫生巾系列、柔语八宝私护贴、孕妈洗护系列、“瞳话”八宝眼霜系列；肛肠系列产品包括：肛肠护理卫生护垫、肛肠护理一次性床垫等。目前公司重点建设 OTC 和 RX 渠道、美妆日化渠道等，强化医药工业核心优势，我们认为，传统马应龙系列主打产品具有强大的品牌优势和引流效应，为公司打造多元产品矩阵布局奠定了坚实基础。随着公司大健康产业布局持续完善，预计未来大健康板块有望成为公司新增长点。

图 19：马应龙大健康产品矩阵



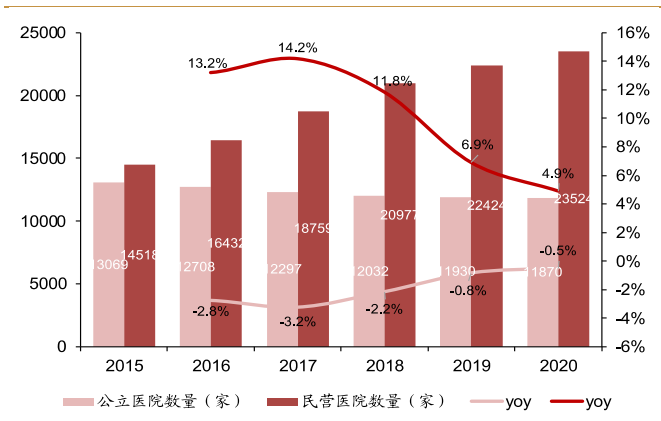
数据来源：公司官网，西南证券整理

3 医药商业稳健发展，医疗服务有望带来业绩增量

3.1 肛肠专科医院稳健经营，共建肛肠诊疗中心有望带来新增长

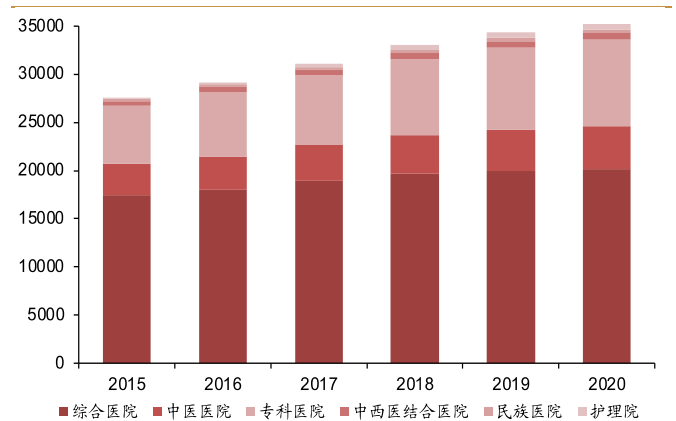
近年来国家积极推进社会办医准入扩容，逐步控制公立医院规模。2014 年，国家卫计委发文，切实将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，持续提高社会办医管理与质量水平。2015 年，国务院发文进一步放宽社会办医准入，控制公立医院规模。国家后续多次强调鼓励社会办医、支持优质社会办医扩容。《2021 年中国卫生健康统计年鉴》显示，中国民营医院数量已从 2015 年的 1.5 万家迅速扩张至 2020 年的 2.4 万家，年平均复合增长率为 10.1%。

图 20：2015-2020 中国医院数量变化趋势（按注册类型分类）



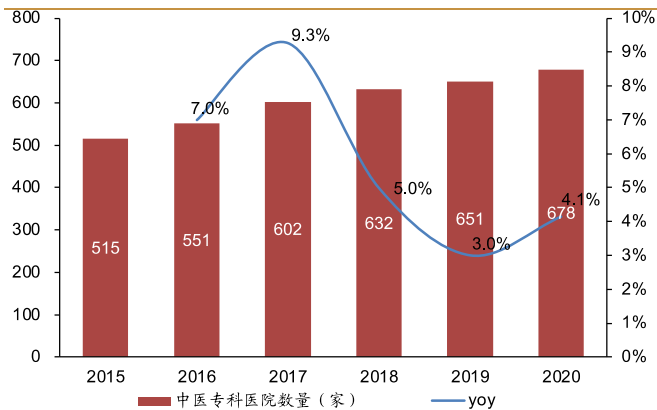
数据来源：《2021 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

图 21：2015-2020 中国医院数量变化趋势（按机构类别分类）

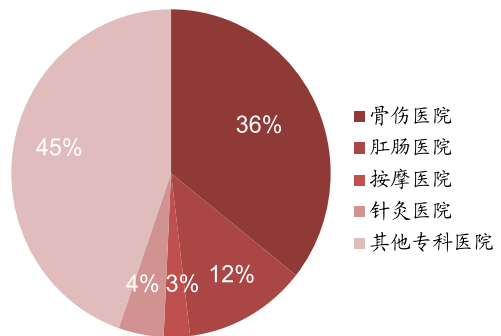


数据来源：《2021 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

国家政策多次强调支持社会办医深入各个专科医疗服务领域。2017年，国务院办公厅发布《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，进一步激发医疗领域社会投资活力，支持多种社会办医服务内容和模式。2019年再次强调支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤等专科及中医、康复、护理、体检等领域加快打造有竞争力的品牌服务机构。中医医院在政策扶持下发展迅速，专科医院数量规模快速扩张。截至2020年，中国中医医院数量已达到4426家，相较2015年增加了1159家；专科医院数量已达到9021家，相较2015年增加了近3000家，行业持续高速扩容。

图 22：2015-2020 中国中医专科医院数量变化趋势


数据来源：《2021 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

图 23：2020 年中国中医医院规模占比（按医院类别分类）


数据来源：《2021 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

专科连锁医院对于设备依赖程度较高、医生依赖程度较低，同时由于公立医院重视程度较低、产能有限，创收规模相对较小的科室是专科医院连锁发展的重点领域。《2021 年中国卫生健康统计年鉴》显示，中医医院中专科医院数量截至 2020 年共有 678 家，其中肛肠专科医院作为中医医院重点发展的专科领域，其数量从 2015 年的 65 家扩张至 2020 年的 84 家，在专科医院规模中仅次于骨伤专科，医院数占比达到 12.4%。

公司医疗服务板块顺势而为，依托专科优势完善全国肛肠专科医疗服务终端网络。马应龙采取“直营+加盟”形式：通过投资并购方式自建直营肛肠医院，同时加盟医院共建肛肠专科。2016 年马应龙全面启动“全国百家重点肛肠专科共建计划”，计划形成 100 家标准化肛肠重点专科全国医联体。截至 2021 年上半年，马应龙旗下拥有 6 家直营连锁肛肠专科医院，整体规模跻身国内肛肠连锁医院前列，其中北京马应龙长青肛肠医院为三级甲等医院；累计签约 56 家肛肠诊疗中心共建项目，其中已开业 38 家，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。

表 8：公司专科连锁医院布局合理

医院名称	建立方式	股权占比	医院类别	医保/新农合	床位数	备注
北京马应龙长青肛肠医院	收购	98.65%	三级甲等	市医保定点，海淀区新农合定点	260 张	“国家肛肠病重点学科”建设单位，以无痛手术闻名
武汉马应龙中西医结合肛肠医院	自建	100%	三级医院标准	市医保定点	105 张	武汉地区建设规模最大、集临床诊疗和科研于一体的肛肠专科医院
西安马应龙肛肠医院	收购	75%	二级甲等	省医保定点，省新农合定点	300 张	西北地区规模最大的肛肠专科医院

医院名称	建立方式	股权占比	医院类别	医保/新农合	床位数	备注
南京马应龙中医医院	自建	100%	/	市医保定点	80张	与中国唯一传承十代的中医肛肠病泰斗——南京“丁氏痔科”传人合资创办经营
大同马应龙肛肠医院	收购	60%	/	市医保定点, 市新农合定点	50张	大同市建院时间最长的肛肠专科医院
宁波马应龙肛肠医院	收购	70%	/	市医保定点, 江北新农合定点	80张	华东区域拓展的首家地市级肛肠医院

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 2021 年马应龙肛肠诊疗中心布局图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

此外, 公司通过马应龙健康云平台“小马医疗”以肛肠疾病、健康保健解决方案为切入点, 集合肛肠全产业链资源, 提供肛肠健康全病程产品和服务。小马医疗整合药品经营、诊疗技术、医疗服务、健康数据等资源, 通过手术直播与各大医院肛肠领域顶级专家进行手术直播、手术示教、远程教学, 实现医疗资源共享, 跨平台互动, 目前已对接全国有肛肠科的综合医院与肛肠专科医院 800 余家、肛肠科医师 2 万余名。2017 年小马医疗启动“小马 i 计划”肛肠手术直播, 积累了良好的品牌口碑与深厚的行业影响力, 2019 年累计开展线上手术直播 20 余场, 累计在线观看 33 万人次, 场均在线观看 1.7 万人次。

2021 年 10 月, 北大医疗鲁中医院马应龙肛肠诊疗中心成为第 52 家签约单位, 同时签约小马数字化诊疗项目。小马医疗“基于 VR 技术的肛肠数字化诊疗创新应用”项目全面覆盖医院、医生和患者三个应用端, 围绕新兴前沿技术在肛肠健康领域开展深度应用研发, 以“医学图像建模技术”“三维模型处理技术”“VR 成像和交互技术”等技术核心为重点, 形成“关键技术研发-深度应用示范-市场推广”的创新应用模式, 目前已签约 18 家医院落地应用。

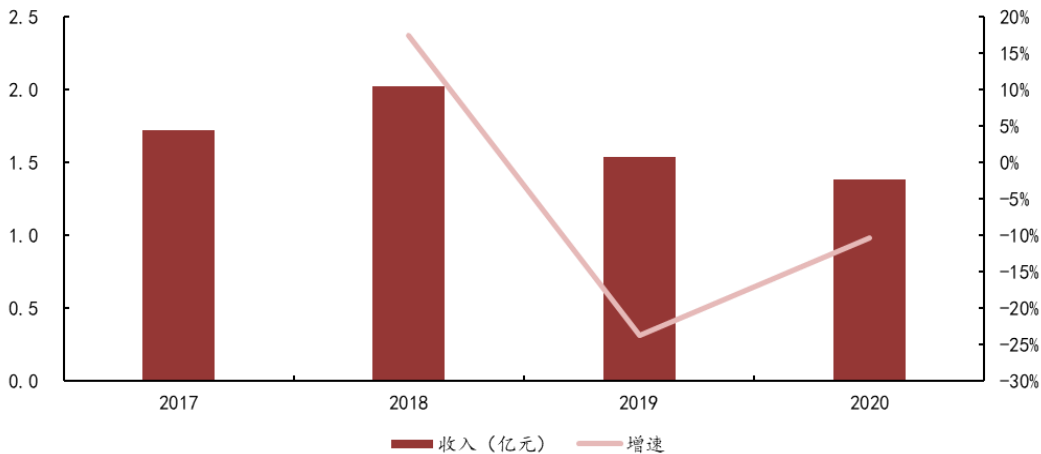
图 25: 小马医疗肛肠数字化诊疗项目部分项目展示



数据来源: 丁香园, 西南证券整理

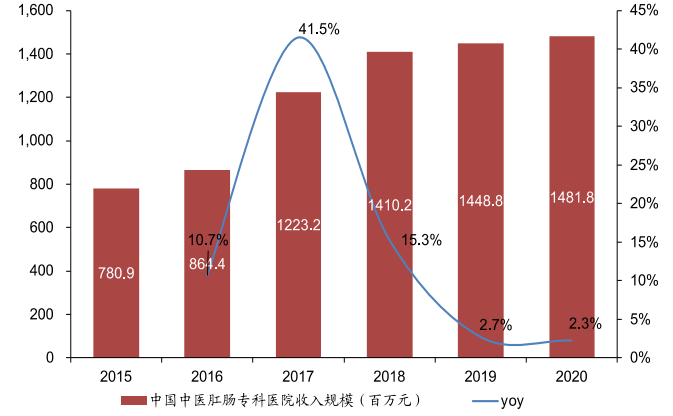
经过多年沉淀, 公司医疗服务模式日趋成熟, 该业务板块结构不断优化, 经营质量逐年改善。2020 年公司医疗服务板块实现收入 1.4 亿元, 毛利率达到 15.5%, 净利润实现扭亏, 随着疫情好转, 2021 年诊疗人次恢复性增长, 医疗服务收入也迎来恢复性增长, 预计未来公司服务板块有望继续保持稳健增长。

图 27: 马应龙医疗服务业务收入情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

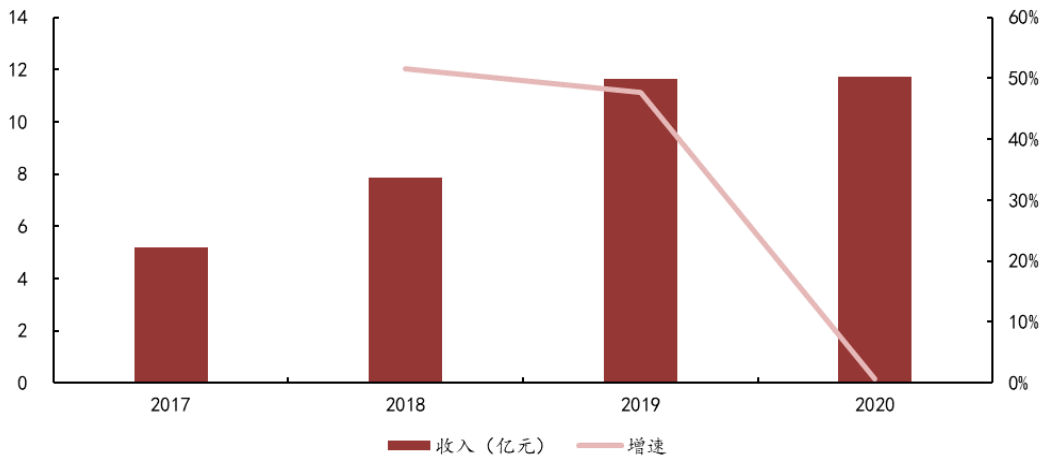
图 26: 2015-2020 中国中医肛肠专科医院收入规模 (百万元)



数据来源: 《全国中医药统计摘编》, 西南证券整理

3.2 医药商业不断探索新模式, 有望保持稳健发展

医药商业业务是公司传统业务, 一直保持稳健发展, 2020 年实现收入 11.7 亿元, 同比增长 0.7%。目前, 公司医药商业板块整合线下实体药店、网上药店、医药物流等业务, 由传统药品生产企业向肛肠健康方案提供商转型升级。

图 28：马应龙商业业务收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

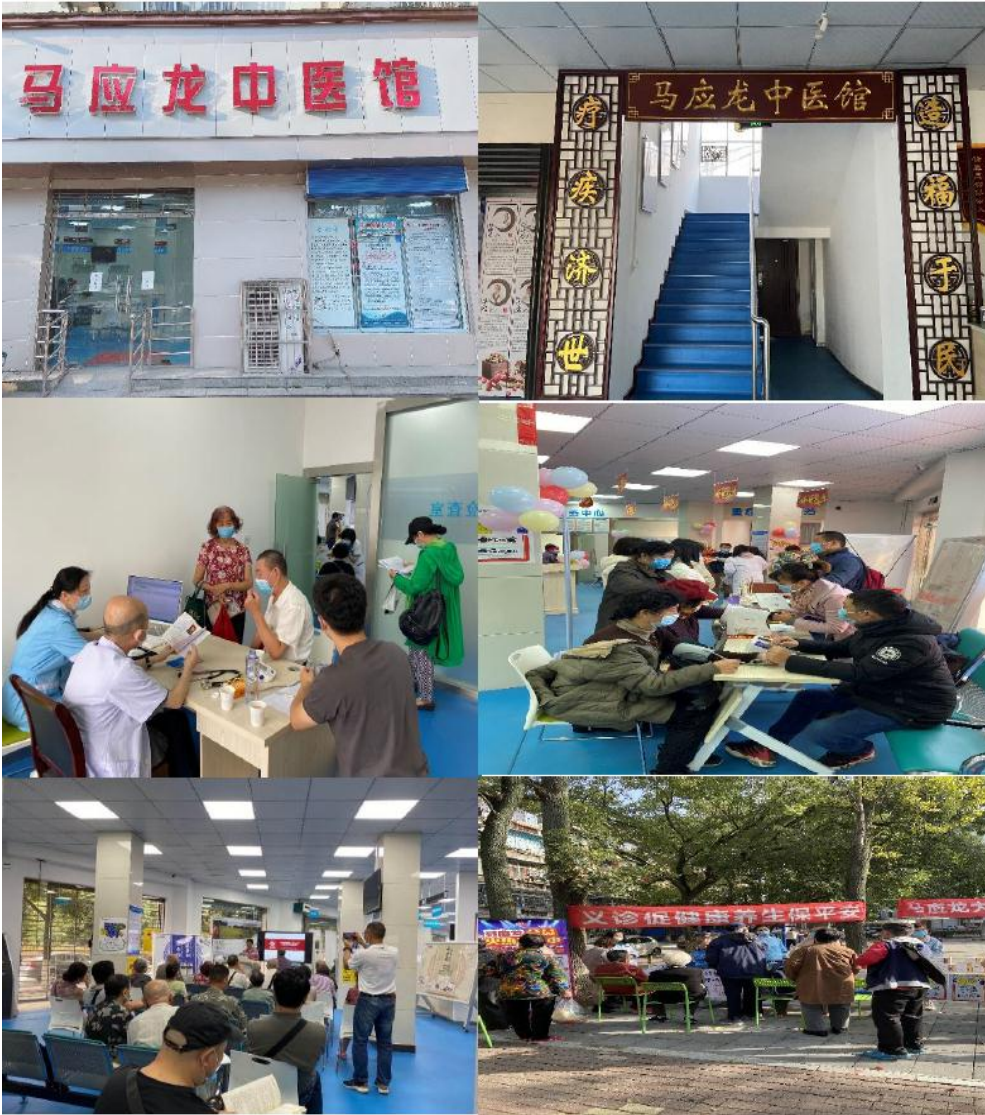
实体药店：公司加强样板店建设，2019 年马应龙大药房光明店与泰宁点样板店建设完成；积极建设 DTP 药房，拓展特色品种及供应链体系，截至 2020 年累计完成 7 家 DTP 药房建设；2020 年末公司拥有终端门店 45 家，马应龙大药房才智店获批武汉市重症慢病医保定点药店。

网上药店：公司大力拓展线上药店业务，搭建线上购药快速通道，启动 B2C 平台线上服务运营并全面探索 O2O 闭环模式，主要依托马应龙大药房天猫店、京东店、拼多多、平安好医生、苏宁易购等主流线上平台展开经营。

医药物流：以第三终端市场为切入点，加强医药物流 B2B 业务拓展，通过药加优、药师帮等多平台布局，强化终端分销，2019 年共有 5 个自有文号产品及 4 个贴牌产品陆续投产交付并上市。

公司不断优化门店运营，积极开展业态创新，深化推进马应龙健康家项目。健康家项目围绕重构“人、货、场”三要素，以持续开展标杆社区康养服务为探索路径联动重症药房、中医馆扩大服务半径逐步优化并调整自动售药机站点运营功能，实现线上线下双运行模式。我们预计，未来公司将以产业链资源整合平台为基石，以专业学术推广和特色增值服务为抓手，以全病程数据营销服务为引导，深化马应龙“医+药+康+养”场景的平台全产业链闭环，助力公司医药商业板块持续稳定扩张。

图 29：马应龙健康家项目运营进入良性循环



数据来源：公司社会责任报告，西南证券整理

4 盈利预测

假设 1：公司肛肠系列品牌辨识度高，且具备一定提价潜力，未来有望实现量价齐升。目前公司的肛肠痔疮类产品收入占工业收入的 80%，是驱动公司业绩增长的核心驱动力，预计 2021-2023 年公司肛肠痔疮类产品销量增速分别为 20%、18%和 16%，价格保持平稳。大健康产品目前体量较小，收入占比较低，预计销量增速分别为 50%、45%和 40%，假设价格保持平稳，合计预计工业业务板块 2021-2023 年销量增速为 22.8%、21.3%和 19.7%，毛利率保持在 67%；

假设 2：目前我国医药流通行业整体保持平稳发展，公司医药商业业务较为成熟，未来有望保持平稳增长；

假设 3：公司医疗服务业务持续拓展共建肛肠诊疗中心，有望保持平稳增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
医药工业	收入	15.3	18.8	22.8	27.3
	增速	1.32%	22.81%	21.32%	19.69%
	成本	5.1	7.0	8.6	10.4
	毛利	10.2	11.8	14.2	16.9
	毛利率	66.67%	67.0%	67.0%	67.0%
医药商业	收入	11.7	12.9	13.5	14.2
	增速	0.69%	10.00%	5.00%	5.00%
	成本	10.9	12.0	12.6	13.2
	毛利	0.8	0.9	0.9	1.0
	毛利率	7.09%	7.00%	7.00%	7.00%
医疗服务	收入	1.4	1.6	1.8	1.9
	增速	-10.39%	15.00%	10.00%	5.00%
	成本	1.2	1.4	1.5	1.6
	毛利	0.2	0.2	0.3	0.3
	毛利率	15.94%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	27.9	33.2	38.0	43.2
	增速	3.00%	18.82%	14.46%	13.80%
	成本	16.6	20.3	22.6	25.1
	毛利	11.3	12.9	15.4	18.1
	毛利率	41.00%	38.91%	40.54%	41.95%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 33.2 亿元、38 亿元和 43.2 亿元，归母净利润分别为 4.9 亿元、5.6 亿元和 6.3 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.29 元和 1.45 元，对应 PE 分别为 21 倍、18 倍和 16 倍。

5 风险提示

原材料价格或大幅波动风险，提价不及预期风险，竞争加剧风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2791.59	3316.97	3796.49	4320.26	净利润	430.64	498.49	571.90	644.30
营业成本	1662.51	2026.31	2257.30	2507.79	折旧与摊销	56.22	66.46	71.58	75.77
营业税金及附加	20.91	24.88	28.47	32.40	财务费用	-22.63	1.00	1.14	1.30
销售费用	594.78	597.05	721.33	864.05	资产减值损失	-5.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	98.34	149.26	189.82	237.61	经营营运资本变动	188.09	-194.88	-66.30	-73.92
财务费用	-22.63	1.00	1.14	1.30	其他	-364.08	-60.12	-64.91	-70.03
资产减值损失	-5.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	282.99	310.94	513.41	577.42
投资收益	-3.89	10.00	10.00	10.00	资本支出	-65.52	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	108.49	50.00	55.00	60.00	其他	335.42	60.00	65.00	70.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	269.90	20.00	25.00	30.00
营业利润	500.47	578.47	663.42	747.10	短期借款	95.00	-133.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.78	-2.37	-2.48	-2.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	497.69	576.10	660.94	744.61	股权融资	-9.92	0.00	0.00	0.00
所得税	67.05	77.61	89.04	100.31	支付股利	-112.07	-130.47	-151.03	-173.27
净利润	430.64	498.49	571.90	644.30	其他	15.28	-2.66	-1.14	-1.30
少数股东损益	11.58	13.41	15.38	17.33	筹资活动现金流净额	-11.72	-266.13	-152.17	-174.56
归属母公司股东净利润	419.06	485.08	556.52	626.97	现金流量净额	540.21	64.81	386.25	432.86
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2073.00	2137.81	2524.06	2956.92	成长能力				
应收和预付款项	388.71	454.00	517.73	585.17	销售收入增长率	3.19%	18.82%	14.46%	13.80%
存货	268.16	327.40	364.85	405.58	营业利润增长率	17.87%	15.58%	14.69%	12.61%
其他流动资产	381.44	322.02	363.32	408.43	净利润增长率	21.86%	15.75%	14.73%	12.66%
长期股权投资	177.90	177.90	177.90	177.90	EBITDA 增长率	13.49%	20.95%	13.97%	11.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	344.06	322.16	295.14	263.92	毛利率	40.45%	38.91%	40.54%	41.95%
无形资产和开发支出	87.54	86.30	85.06	83.82	三费率	24.02%	22.53%	24.03%	25.53%
其他非流动资产	145.65	142.33	139.01	135.69	净利率	15.43%	15.03%	15.06%	14.91%
资产总计	3866.46	3969.92	4467.07	5017.43	ROE	14.62%	15.05%	15.32%	15.32%
短期借款	133.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.14%	12.56%	12.80%	12.84%
应付和预收款项	359.24	385.24	444.04	504.41	ROIC	40.71%	46.80%	46.89%	49.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.13%	19.47%	19.39%	19.08%
其他负债	427.65	271.77	289.24	308.19	营运能力				
负债合计	919.89	657.00	733.28	812.61	总资产周转率	0.78	0.85	0.90	0.91
股本	431.05	431.05	431.05	431.05	固定资产周转率	9.26	10.73	12.72	15.80
资本公积	118.11	118.11	118.11	118.11	应收账款周转率	30.02	29.85	29.72	29.78
留存收益	2298.57	2653.18	3058.67	3512.36	存货周转率	6.00	6.76	6.49	6.48
归属母公司股东权益	2849.41	3202.35	3607.83	4061.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.72%	—	—	—
少数股东权益	97.16	110.57	125.96	143.29	资本结构				
股东权益合计	2946.57	3312.92	3733.79	4204.82	资产负债率	23.79%	16.55%	16.42%	16.20%
负债和股东权益合计	3866.46	3969.92	4467.07	5017.43	带息债务/总负债	14.46%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.88	6.02	6.13	6.28
					速动比率	3.55	5.41	5.54	5.69
					股利支付率	26.74%	26.90%	27.14%	27.64%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	534.06	645.92	736.13	824.17	每股收益	0.97	1.13	1.29	1.45
PE	24.16	20.87	18.19	16.15	每股净资产	6.84	7.69	8.66	9.75
PB	3.44	3.06	2.71	2.41	每股经营现金	0.66	0.72	1.19	1.34
PS	3.63	3.05	2.67	2.34	每股股利	0.26	0.30	0.35	0.40
EV/EBITDA	15.05	12.14	10.12	8.52					
股息率	1.11%	1.29%	1.49%	1.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn