

# 马应龙 (600993.SH)

## 肛肠细分市场龙头，四大品类重焕品牌活力

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,385	3,532	4,040	4,489	4,969
增长率 yoy (%)	21.3	4.4	14.4	11.1	10.7
归母净利润 (百万元)	465	479	628	763	907
增长率 yoy (%)	10.9	3.1	31.1	21.4	18.9
ROE (%)	14.3	13.3	15.4	16.3	16.6
EPS 最新摊薄 (元)	1.08	1.11	1.46	1.77	2.10
P/E (倍)	23.8	23.1	17.6	14.5	12.2
P/B (倍)	3.5	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

### 核心定位清晰，打造肛肠健康方案提供商，向全生命周期的健康管理延伸。

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，大力发展大健康产业。同时，在“目标客户一元化、服务功能多元化”的发展思路下，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，形成了医药工业、医疗服务、医药商业的产业布局。

**医药工业领域，品牌积淀深厚，构建肛肠细分市场优势地位。** 马应龙创始于 1582 年，以眼药起家，拥有八宝名方，含有麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、炉甘石、硼砂、硼砂等八味中药，马应龙眼药制作技艺 2011 年入选“国家非物质文化遗产名录”。20 世纪 80 年代以来，公司在八宝名方基础上，陆续研制推出了马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏、马应龙八宝眼霜等深受用户好评的产品。具体分品类来看，1) 肛肠品类，持续丰富肛肠品类序列，持续加强肛肠品类渠道管控与市场价格维护，确保核心产品库存可控以及终端价格稳定。根据中康资讯《2021 年肛肠类市场竞争态势研究报告》结果显示，2021 年公司零售终端市场份额保持稳定，主导产品马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓表现良好。2022 年公司治痔类营收同比增长 7.52%，其中，麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、地奥司明片、痔炎消片、金玄痔科熏洗散销量分别同比变动 8.48%、15.44%、14.40%、32.72%、-5.18%。2) 眼科品类，聚焦提升八宝眼膏核心竞争力，加强循证医学研究，同时围绕眼部美妆、保健、治疗，大力拓展眼美康业务，2022 年眼科品类销售规模增速达 24%。3) 皮肤品类，以龙珠软膏为核心布局发展皮肤健康护理业务，持续加强市场建设，建立健全学术营销体系，2022 年公司皮肤类营收同比下滑 8.61%。4) 大健康品类，按照肛肠健康、眼美康、皮肤健康、抗毒提免等若干主题集结，形成产品类型以功能型化妆品、功能型护理品、功能型食品、中药饮片及医疗器械为主的产品管线，2022 年大健康业务发展势头良好，营收同比增长 23.75%。

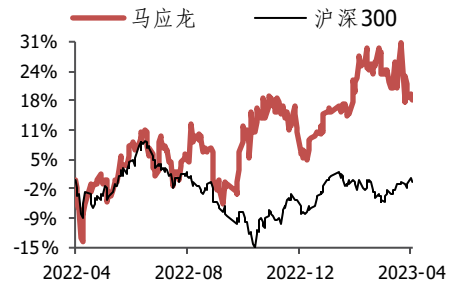
**医疗服务领域，直营医院、共建诊疗中心、互联网诊疗多管齐下。** 公司先后在武汉、北京、西安、南京、大同等地建立马应龙肛肠连锁医院，目前已汇聚了一批由中国肛肠病治疗领域具备较强影响力的专家领衔组成的医生团队，并入选“2022 届社会办医医院集团 100 强”。其中，北京医院为民营医

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	医药
2023 年 4 月 19 日收盘价 (元)	25.38
总市值 (百万元)	10,940.15
流通市值 (百万元)	10,921.19
总股本 (百万股)	431.05
流通股本 (百万股)	430.31
近 3 月日均成交额 (百万元)	187.89

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cqws.com

#### 相关研究

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。除直营医院外，公司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；大力推动智慧医疗建设，开发推出肛肠 VR 数字化诊疗技术、肛肠数字模型库等，探索发展互联网医院，实现复诊开方，互联网诊疗服务模式逐步完善。

**医药商业领域，包括医药零售和医药物流两大板块，持续优化业务结构。**医药零售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上。2022 年马应龙大药房入选中国连锁药店 50 强、中国药店价值榜百强企业。医药物流主要从事药品配送、医疗器械批发兼零售、物流服务等，致力于深耕湖北区域市场，构建比较优势，主要包括自营业务、配送业务、分销业务和 B 端业务。

**未来增长看点：1）痔疮用药行业龙头，有望享受高于行业整体的增速，量价可期。**根据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%。而痔疮是最常见的肛肠疾病，且具备发病率高、易复发，患者需要长期用药的特点，根据智妍咨询，我国痔疮用药（终端）市场规模从 2013 年 27.79 亿元增长至 2021 年 46.99 亿元，2013 年以来规模复合增速为 6.79%。公司治痔类大单品麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、痔疮消片品牌知名度高，在零售终端市场市占率领先，龙头地位稳固，未来发展有望保持高于行业整体增速。**量的角度上**，与痔疮高发率对应的是当前患者对该疾病的认知率、就诊率低，而随着健康意识提升，涵盖痔疮预防、治疗、康复的全周期、多品类的产品需求有望进一步增加；**价的角度上**，马应龙麝香痔疮膏、痔疮栓、痔疮消片覆盖不同剂型、不同价格带，但是相较同类竞品，日均用药金额较低，产品单价理论上仍具备提升空间。**2）以八宝名方为基础，拓宽品类边界，布局大健康，低基数下有望通过品牌和渠道协同收获业绩弹性，探索、打造第二增长曲线。**其中龙珠软膏、马应龙八宝眼膏作为引领品类的核心单品，2022 年销量分别同比变动 -6.38%、55.92%，龙珠软膏院内市场量价均有增长，院外市场销量略有下滑，马应龙八宝眼膏保持较高速增长。公司持续丰富品类序列，2022 年公司新增眼科药品资源 2 个，眼部健康产品数十个，部分已实现上市销售，新增皮肤药品资源 2 个，通过加强循证医学研究和建立健全学术营销体系，为后续市场拓展奠定基础。

**投资建议：**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，大力发展大健康产业。在肛肠品类，品牌积淀深厚，构建肛肠细分市场优势地位，作为行业龙头有望享受高于行业整体的增速，量价可期。在眼科及皮肤品类，以八宝名方为基础，拓宽品类边界，低基数下有望通过品牌和渠道协同收获业绩弹性，探索、打造第二增长曲线。预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.28 亿元、7.63 亿元、9.07 亿元，EPS 分别为 1.46 元、1.77 元、2.10 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 18 倍、15 倍、12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、监管政策变化、新产品放量不及预期、部分核心产品专利到期、原材料波动风险、质量安全风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3361	4226	4498	5308	5824
现金	2431	2494	3145	3693	4230
应收票据及应收账款	169	320	199	374	264
其他应收款	19	37	18	43	26
预付账款	69	68	108	84	126
存货	314	336	361	397	435
其他流动资产	360	970	669	718	743
<b>非流动资产</b>	766	832	833	836	838
长期投资	158	134	126	117	109
固定资产	331	331	361	377	390
无形资产	67	80	84	88	92
其他非流动资产	210	287	262	254	247
<b>资产总计</b>	4127	5058	5331	6144	6662
<b>流动负债</b>	665	858	729	980	796
短期借款	88	88	96	92	92
应付票据及应付账款	157	285	129	319	177
其他流动负债	421	485	505	569	526
<b>非流动负债</b>	147	581	496	415	337
长期借款	0	400	324	245	165
其他非流动负债	147	181	172	171	173
<b>负债合计</b>	813	1439	1226	1395	1133
少数股东权益	143	123	128	139	149
股本	431	431	431	431	431
资本公积	105	101	101	101	101
留存收益	2634	2962	3396	3925	4551
归属母公司股东权益	3171	3496	3978	4610	5380
<b>负债和股东权益</b>	4127	5058	5331	6144	6662

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	597	342	490	759	696
净利润	474	480	633	774	917
折旧摊销	51	57	45	51	57
财务费用	-36	-46	-63	-82	-102
投资损失	-32	-40	-22	-23	-29
营运资金变动	80	-245	-114	36	-152
其他经营现金流	60	136	11	3	5
<b>投资活动现金流</b>	-63	-619	274	-74	-43
资本支出	65	75	97	60	62
长期投资	-37	-574	8	9	8
其他投资现金流	39	30	364	-23	11
<b>筹资活动现金流</b>	-170	178	-112	-137	-117
短期借款	-45	0	7	-4	1
长期借款	0	400	-76	-80	-80
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-13	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-112	-217	-44	-54	-37
<b>现金净增加额</b>	364	-97	651	547	537

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3385	3532	4040	4489	4969
营业成本	2018	2034	2252	2451	2674
营业税金及附加	25	26	31	34	37
销售费用	717	781	889	979	1073
管理费用	101	105	128	142	152
研发费用	67	78	89	97	106
财务费用	-36	-46	-63	-82	-102
资产和信用减值损失	-9	-20	-13	-14	-16
其他收益	17	19	10	10	14
公允价值变动收益	18	-38	5	10	10
投资净收益	32	40	22	23	29
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	550	556	740	899	1066
营业外收入	0	6	2	2	2
营业外支出	2	2	3	3	2
<b>利润总额</b>	548	559	739	898	1066
所得税	74	79	106	125	149
<b>净利润</b>	474	480	633	774	917
少数股东损益	9	1	5	11	10
<b>归属母公司净利润</b>	465	479	628	763	907
EBITDA	563	569	720	865	1020
EPS (元/股)	1.08	1.11	1.46	1.77	2.10

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	21.3	4.4	14.4	11.1	10.7
营业利润 (%)	10.0	1.0	33.2	21.5	18.6
归属母公司净利润 (%)	10.9	3.1	31.1	21.4	18.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	40.4	42.4	44.3	45.4	46.2
净利率 (%)	14.0	13.6	15.7	17.2	18.5
ROE (%)	14.3	13.3	15.4	16.3	16.6
ROIC (%)	13.2	10.8	12.7	13.8	14.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	19.7	28.4	23.0	22.7	17.0
净负债比率 (%)	-67.9	-53.1	-62.7	-67.7	-69.4
流动比率	5.1	4.9	6.2	5.4	7.3
速动比率	4.2	4.3	5.3	4.8	6.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	30.1	19.0	24.6	23.6	23.2
应付账款周转率	17.4	14.6	16.1	15.8	15.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.08	1.11	1.46	1.77	2.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.39	0.79	1.14	1.76	1.62
每股净资产 (最新摊薄)	7.36	8.11	9.22	10.67	12.45
<b>估值比率</b>					
P/E	23.8	23.1	17.6	14.5	12.2
P/B	3.5	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	15.7	15.1	11.5	8.8	6.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686