

马应龙（600993）2022年三季度点评

## 持续推动渠道下沉，业绩呈现稳健增长

2022年10月27日

## 【投资要点】

- ◆ **业绩呈现稳健增长态势。**2022年前三季度，公司实现营业收入27.85亿元，同比+10.07%；归母净利润4.16亿元，同比+13.14%；扣非归母净利润4.13亿元，同比+17.42%。单Q3季度，公司实现营收8.57亿元（同比-0.52%，环比-12.46%），归母净利润1.44亿元（同比+27.59%，环比+7.46%），扣非归母净利润1.40亿元（同比+17.99%，环比+3.70%）。公司致力于打造肛肠健康方案提供商，大力发展大健康产业，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。公司收入保持稳定增长，主要得益于持续推进渠道下沉，深化落实县域市场开发，半年报显示主导产品覆盖率达92.03%，终端产出同比增长30%。
- ◆ **产品力是主要竞争力。**公司持续为消费者提供肛肠、眼科、皮肤、妇科等药品及功能性健康产品。目前拥有国药准字药品超过100个，拥有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏、龙珠软膏等10多个独家品种。2011年马应龙眼药制作技艺入选“国家非物质文化遗产名录”，2019年马应龙麝香治痔膏药获选工信部制造业单项冠军产品。公司为国内单剂型厂房面积和产能规模最大的软膏、栓剂生产制造基地之一，中药无菌眼膏为国内首家。
- ◆ **马应龙医疗服务以马应龙肛肠诊疗技术研究院作为研发平台，**为旗下诊疗业务提供专家、技术支持和标准化建设，该研究院为首家也是唯一一家经民政部批准设立的肛肠诊疗技术研究院。截至半年报，公司已合作共建肛肠诊疗中心58家，合计病床数超2000张。公司不断优化就医环境与服务，开展立体式营销，组织开展肛肠健康体检、直肠癌筛查等活动，开发企业客户。公司医药商业包括医药物流及药品零售两块业务，医药物流主要由旗下子公司马应龙物流开展，同时公司积极拓展药品零售业务，大力发展医药零售B2C业务。
- ◆ **财务数据总体稳健。**2022年前三季度，公司销售、管理、财务费用率分别为17.20%、2.65%、-1.32%，同比分别-2.46pct、+0.04pct、-0.31pct；研发费用率为2.12%（同比+0.25pct）；公司销售毛利率、净利率分别为38.80%（-0.92pct）、14.91%（+0.06pct）。



挖掘价值 投资成长

增持（首次）

## 东方财富证券研究所

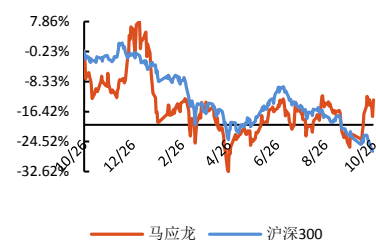
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：侯伟青

电话：021-23586362

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	9888.38
流通市值（百万元）	9871.24
52周最高/最低（元）	30.88/17.99
52周最高/最低（PE）	27.34/16.80
52周最高/最低（PB）	4.33/2.46
52周涨幅（%）	-13.30
52周换手率（%）	403.21

## 相关研究

## 【投资建议】

公司是一家中华老字号企业，始创于公元 1582 年，历经风雨 400 多年，一方面得益于真勤理念的文化积淀，另一方面得益于历久弥新的经典名方。公司在八宝名方（包括麝香、牛黄、琥珀、珍珠、冰片、硼砂、硃砂、炉甘石等八味中药）配伍的基础上，陆续研制推出了马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏和马应龙八宝眼霜等深受用户好评的产品。根据中康资讯《2021 年肛肠类市场竞争态势研究报告》，2021 年公司零售终端市场份额保持稳定，核心产品马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓零售终端市场份额稳步提升。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。

我们预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 38.51/45.52/53.89 亿元，归母净利润分别为 5.68/6.39/7.19 亿元，EPS 分别为 1.32/1.48/1.67 元，对应 PE 分别为 17/15/14 倍。给予公司“增持”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3385.06	3851.38	4551.69	5388.77
增长率(%)	21.26%	13.78%	18.18%	18.39%
EBITDA（百万元）	535.23	599.68	662.02	733.85
归属母公司净利润 （百万元）	464.59	568.16	639.12	719.24
增长率(%)	10.87%	22.29%	12.49%	12.54%
EPS(元/股)	1.08	1.32	1.48	1.67
市盈率 (P/E)	26.68	17.40	15.47	13.75
市净率 (P/B)	3.91	2.64	2.26	1.94
EV/EBITDA	18.96	11.90	9.85	7.96

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 医药行业政策变化风险；
- ◆ 产品质量安全风险；
- ◆ 成本大幅上涨风险；

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3361.19</b>	<b>3993.84</b>	<b>4733.12</b>	<b>5571.78</b>
货币资金	2430.56	2844.65	3462.04	4137.68
应收及预付	238.24	391.97	441.59	510.44
存货	313.92	372.87	442.26	531.14
其他流动资产	378.46	384.34	387.24	392.51
<b>非流动资产</b>	<b>765.73</b>	<b>810.76</b>	<b>856.51</b>	<b>901.87</b>
长期股权投资	157.89	157.89	157.89	157.89
固定资产	330.72	351.14	371.57	391.99
在建工程	8.75	23.75	38.75	53.75
无形资产	36.90	46.60	54.99	62.88
其他长期资产	231.46	231.37	233.31	235.36
<b>资产总计</b>	<b>4126.92</b>	<b>4804.60</b>	<b>5589.63</b>	<b>6473.65</b>
<b>流动负债</b>	<b>665.44</b>	<b>762.01</b>	<b>893.89</b>	<b>1042.68</b>
短期借款	88.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	156.82	215.92	243.53	292.62
其他流动负债	420.62	546.09	650.36	750.06
<b>非流动负债</b>	<b>147.28</b>	<b>147.28</b>	<b>147.28</b>	<b>147.28</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	147.28	147.28	147.28	147.28
<b>负债合计</b>	<b>812.72</b>	<b>909.29</b>	<b>1041.17</b>	<b>1189.96</b>
实收资本	431.05	431.05	431.05	431.05
资本公积	105.20	105.20	105.20	105.20
留存收益	2633.85	3202.01	3841.12	4560.36
归属母公司股东权益	3171.38	3739.54	4378.66	5097.90
少数股东权益	142.82	155.76	169.80	185.79
<b>负债和股东权益</b>	<b>4126.92</b>	<b>4804.60</b>	<b>5589.63</b>	<b>6473.65</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3385.06</b>	<b>3851.38</b>	<b>4551.69</b>	<b>5388.77</b>
营业成本	2017.57	2327.81	2791.17	3349.97
税金及附加	25.26	28.74	33.97	40.22
销售费用	717.27	731.76	864.82	1023.87
管理费用	100.77	114.66	135.50	160.42
研发费用	66.73	75.93	89.73	106.23
财务费用	-35.62	-37.69	-47.30	-57.00
资产减值损失	-1.65	0.42	0.42	0.42
公允价值变动收益	17.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.25	36.69	43.36	51.34
资产处置收益	-0.34	3.48	2.58	3.66
其他收益	<b>16.78</b>	<b>19.09</b>	<b>22.56</b>	<b>26.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>550.31</b>	<b>669.84</b>	<b>752.72</b>	<b>847.18</b>
营业外收入	0.07	0.02	0.02	0.02
营业外支出	2.22	1.16	1.12	1.13
<b>利润总额</b>	<b>548.16</b>	<b>668.70</b>	<b>751.62</b>	<b>846.07</b>
所得税	74.11	87.60	98.46	110.83
<b>净利润</b>	<b>474.05</b>	<b>581.10</b>	<b>653.16</b>	<b>735.23</b>
少数股东损益	9.46	12.94	14.04	15.99
<b>归属母公司净利润</b>	<b>464.59</b>	<b>568.16</b>	<b>639.12</b>	<b>719.24</b>
EBITDA	535.23	599.68	662.02	733.85

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>597.17</b>	<b>536.75</b>	<b>643.40</b>	<b>692.49</b>
净利润	474.05	581.10	653.16	735.23
折旧摊销	77.79	27.20	25.53	25.80
营运资金变动	79.65	-33.99	9.98	-14.23
其它	-34.32	-37.57	-45.27	-54.31
<b>投资活动现金流</b>	<b>-63.05</b>	<b>-32.78</b>	<b>-26.01</b>	<b>-16.85</b>
资本支出	-64.52	-69.47	-69.38	-68.18
投资变动	-32.60	0.00	0.00	0.00
其他	34.07	36.69	43.36	51.34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-169.64</b>	<b>-89.88</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
银行借款	78.00	-88.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	38.50	0.00	0.00	0.00
其他	-286.14	-1.88	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>363.88</b>	<b>414.09</b>	<b>617.38</b>	<b>675.64</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2043.23</b>	<b>2430.56</b>	<b>2844.65</b>	<b>3462.04</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2407.11</b>	<b>2844.65</b>	<b>3462.04</b>	<b>4137.68</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	21.26%	13.78%	18.18%	18.39%
营业利润增长	9.96%	21.72%	12.37%	12.55%
归属母公司净利润增长	10.87%	22.29%	12.49%	12.54%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	40.40%	39.56%	38.68%	37.83%
净利率	14.00%	15.09%	14.35%	13.64%
ROE	14.65%	15.19%	14.60%	14.11%
ROIC	11.31%	12.47%	11.91%	11.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	19.69%	18.93%	18.63%	18.38%
净负债比率	24.52%	23.34%	22.89%	22.52%
流动比率	5.05	5.24	5.29	5.34
速动比率	4.47	4.62	4.66	4.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.82	0.80	0.81	0.83
应收账款周转率	27.42	28.12	27.77	27.83
存货周转率	10.78	10.33	10.29	10.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.08	1.32	1.48	1.67
每股经营现金流	1.39	1.25	1.49	1.61
每股净资产	7.36	8.68	10.16	11.83
<b>估值比率</b>				
P/E	26.68	17.40	15.47	13.75
P/B	3.91	2.64	2.26	1.94
EV/EBITDA	18.96	11.90	9.85	7.96

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。