

医药工业持续发力，中报业绩表现稳健

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年度报告, 2022年上半年公司实现营业收入19.3亿元, 同比增长15.5%; 实现归母净利润2.7亿元, 同比增长6.7%; 实现归母扣非净利润2.7亿元, 同比增长17.1%。
- **核心肛肠业务保持稳定增长, 业绩稳中向好。** 2022H1公司营业收入和利润增长主要得益于公司主要利润来源医药工业板块的核心肛肠业务保持稳定增长。2022H1公司销售费用率为16.5%(-2.8pp), 管理费用率为2.6%(+0.2pp), 研发费用率为2.1%(-0.03pp), 财务费用率为-1.2%(-0.2pp), 上半年营业收入增长较多导致销售费用率明显下降, 财务费用明显下降主要系本期利息收入增加所致, 管理费用增长较多主要由于折旧及摊销费用增加。分季度看, 2022Q2公司实现营业收入9.8亿元(+21.2%), 实现归母净利润1.3亿元(-2.3%), 实现归母扣非净利润1.4亿元(+19%), 归母净利润同比下降主要由所得税费用增加所致。
- **医药工业板块稳定发展, 为公司贡献主要利润。** 2022H1公司医药工业板块实现营业收入9.5亿元(+14%)。公司持续强化核心品种销售, 优化产品政策, 上半年肛肠品类规模同比增长12%; 持续推进渠道下沉, 产品覆盖率持续提高, 目前主导产品覆盖率达92%, 终端产出同比增长30%。除肛肠品类产品外, 公司着力发展眼科业务, 核心产品八宝眼膏规模实现同比增长。目前拥有超过10个独家品种。销售方面公司自建销售团队拓展线上线下市场, 线下市场已经形成覆盖全国8个大区、42家办事处, 共1000多名自有销售人员的终端网络, 负责对全国256家一级经销商、1953家二级分销商等商业渠道进行维护, 并积极推动产品在医院、医疗机构、互联网终端等渠道的市场动销; 线上市场进驻主流互联网渠道, 通过自营店铺和平台店铺相结合, 打造马应龙独特的线上渠道终端网络。此外今年上半年大健康业务规模增速超过40%, 主要得益于拓展线上渠道并深化渠道运营, 优化大健康业务渠道结构。
- **医疗服务持续改善, 共建诊疗中心值得期待。** 2022H1公司医疗服务板块实现营业收入1.4亿元(+72.2%), 主要由于旗下药品销售、医疗设备、医疗器械等采配业务快速增长。目前公司与地县级公立医院合作共建肛肠诊疗中心58家, 合计病床数超2000张。同时公司对北京医院部分病房进行翻新改造, 新增如夜间客服服务等免费增值服务, 提升整体就医体验; 组织开展肛肠健康体检、直肠癌筛查等活动, 开发企业客户。
- **医药商业提质增效, 多创新业务齐头并进。** 2022H1公司医药商业板块实现营业收入8.4亿元(+12.4%)。医药商业板块主要包括医药物流及药品零售两块业务。**1) 医药物流:** 由旗下子公司马应龙物流开展, 一部分批发给商业公司, 一部分直接配送至湖北省各地市连锁药店、单体药店、公司自有实体药店以及B2B平台、B2C平台等, 实现线上线下全渠道配送。公司持续完善供应链运营机制, 建立健全品类分级目录管理, 贯彻执行下游客户自动采购计划为主、临时计划为辅的计划体系。**2) 药品零售:** 完善实体药店建设, 联动重症药房、中医馆扩大服务半径, 持续探索标杆社区康养服务; 大力发展医药零售B2C业务, 在天

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

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)	18.11-32.62
总市值(亿元)	97.03
总资产(亿元)	41.27
每股净资产(元)	7.36

相关研究

1. 马应龙(600993): 业绩稳健增长, 三大业务齐头并进 (2022-03-23)
2. 马应龙(600993): 扎根主业、开拓边界, 肛肠百年品牌焕发活力 (2022-02-11)

猫、京东、拼多多、美团等平台开设了零售药店，为患者提供完整的“智能分诊+在线图文问诊+电子处方+药品配送”的一体化闭环云医疗服务。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 5.6 亿元、6.4 亿元、7.4 亿元，EPS 分别为 1.31 元、1.49 元、1.71 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍。考虑到公司收入和归母净利润增速高于行业平均增速，结合可比公司估值，给予公司 2023 年 19 倍 PE，对应目标价 28.31 元，给予“买入”评级。

● **风险提示：**销售不及预期；集采风险；在研产品进度风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3385.06	4178.93	4922.50	5785.74
增长率	21.26%	23.45%	17.79%	17.54%
归属母公司净利润（百万元）	464.59	564.65	641.99	737.84
增长率	10.87%	21.54%	13.70%	14.93%
每股收益 EPS（元）	1.08	1.31	1.49	1.71
净资产收益率 ROE	14.30%	15.38%	15.50%	15.75%
PE	22	17	15	13
PB	3.02	2.59	2.30	2.03

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利预测与估值

关键假设

假设 1：公司肛肠系列产品辨识度高，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 75%，是驱动公司业绩增长的核心驱动力，预计 2022-2024 年公司肛肠痔疮类产品销量增速分别为 14.6%、13.4%和 12.2%，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 35%、32%和 30%，假设价格保持平稳，合计预计工业业务板块 2022-2024 年销量增速为 21.1%、21%和 21.8%，毛利率为 66.1%/65.2%/64.2%；

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，预计医药商业板块 2022-2024 年收入增速为 18%、15%和 13%，毛利率为 6%/6%/6%；

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，预计医疗服务板块 2022-2024 年收入增速为 8%、6%和 5%，毛利率为 14%/14%/14%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
医药工业	收入	18.6	22.5	27.2	33.2
	增速	21.44%	21.10%	20.99%	21.82%
	成本	6.2	7.6	9.5	11.9
	毛利	12.4	14.9	17.8	21.3
	毛利率	66.6%	66.1%	65.2%	64.2%
医药商业	收入	14.7	17.3	19.9	22.5
	增速	25.26%	18.00%	15.00%	13.00%
	成本	13.8	16.3	18.7	21.1
	毛利	0.9	1.0	1.2	1.3
	毛利率	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
医疗服务	收入	1.8	2.0	2.1	2.2
	增速	33.77%	8.00%	6.00%	5.00%
	成本	1.6	1.7	1.8	1.9
	毛利	0.3	0.3	0.3	0.3
	毛利率	14.54%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	收入	33.9	41.8	49.2	57.9
	增速	21.28%	23.45%	17.79%	17.54%
	成本	20.1	25.6	30.0	34.9
	毛利	13.7	16.2	19.2	22.9
	毛利率	40.55%	38.74%	39.10%	39.66%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 41.8 亿元、49.2 亿元和 57.9 亿元，归母净利润分别为 5.6 亿元、6.4 亿元、7.4 亿元，EPS 分别为 1.31 元、1.49 元、1.71 元，对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍。

相对估值

我们选取中药行业中拥有强品牌的三家主流公司云南白药、东阿阿胶、华润三九，参考可比公司 2023 年平均 PE 为 18 倍，考虑到 2022-2024 年公司收入增长率分别为 23.5%、17.8%、17.5%，归母净利润增长率分别为 21.5%、13.7%、14.9%，高于行业平均增速，我们给予公司 2023 年 19 倍 PE，对应目标价 28.31 元，给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
005538.SZ	云南白药	53.14	2.19	2.38	2.73	3.03	48	22	19	18
000423.SZ	东阿阿胶	34.17	0.67	1.37	1.81	2.22	72	25	19	15
000999.SZ	华润三九	41.62	2.09	2.44	2.81	3.23	16	17	15	13
平均值							46	21	18	15

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3385.06	4178.93	4922.50	5785.74	净利润	474.05	576.14	655.06	752.86
营业成本	2017.57	2559.89	2998.04	3491.29	折旧与摊销	50.96	68.87	72.87	76.72
营业税金及附加	25.26	31.34	36.92	43.39	财务费用	-35.62	1.25	1.48	1.74
销售费用	717.27	856.68	1033.73	1243.93	资产减值损失	-1.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	100.77	121.19	157.52	202.50	经营营运资本变动	70.02	-67.88	-50.02	-77.16
财务费用	-35.62	1.25	1.48	1.74	其他	39.42	-60.12	-64.99	-69.98
资产减值损失	-1.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	597.17	518.27	614.39	684.17
投资收益	32.25	10.00	10.00	10.00	资本支出	-17.20	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	17.63	50.00	55.00	60.00	其他	-45.85	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	-63.05	20.00	25.00	30.00
营业利润	550.31	668.57	759.82	872.88	短期借款	-45.00	-88.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.15	-2.36	-2.36	-2.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	548.16	666.21	757.46	870.55	股权融资	-12.92	0.00	0.00	0.00
所得税	74.11	90.07	102.41	117.70	支付股利	-129.32	-143.37	-174.24	-198.11
净利润	474.05	576.14	655.06	752.86	其他	17.59	-23.68	-1.48	-1.74
少数股东损益	9.46	11.50	13.07	15.02	筹资活动现金流净额	-169.64	-255.04	-175.72	-199.84
归属母公司股东净利润	464.59	564.65	641.99	737.84	现金流量净额	363.88	283.22	463.67	514.33
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2430.56	2713.78	3177.45	3691.78	成长能力				
应收和预付款项	257.14	339.04	391.61	461.77	销售收入增长率	21.26%	23.45%	17.79%	17.54%
存货	313.92	399.05	467.72	545.01	营业利润增长率	9.96%	21.49%	13.65%	14.88%
其他流动资产	359.56	320.00	358.07	402.27	净利润增长率	10.08%	21.54%	13.70%	14.93%
长期股权投资	157.89	157.89	157.89	157.89	EBITDA 增长率	5.91%	30.60%	12.92%	14.05%
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	339.47	314.78	286.10	253.56	毛利率	40.40%	38.74%	39.10%	39.66%
无形资产和开发支出	92.46	91.09	89.72	88.35	三费率	23.11%	23.43%	24.23%	25.03%
其他非流动资产	175.90	173.09	170.27	167.46	净利率	14.00%	13.79%	13.31%	13.01%
资产总计	4126.92	4508.73	5098.84	5768.10	ROE	14.30%	15.38%	15.50%	15.75%
短期借款	88.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.49%	12.78%	12.85%	13.05%
应付和预收款项	359.79	478.31	564.09	652.11	ROIC	47.38%	59.09%	60.51%	63.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.71%	17.68%	16.95%	16.44%
其他负债	364.93	284.73	308.25	334.73	营运能力				
负债合计	812.72	763.04	872.34	986.85	总资产周转率	0.85	0.97	1.02	1.06
股本	431.05	431.05	431.05	431.05	固定资产周转率	10.58	13.06	16.67	21.81
资本公积	105.20	105.20	105.20	105.20	应收账款周转率	30.08	30.72	30.21	30.04
留存收益	2633.85	3055.13	3522.87	4062.60	存货周转率	6.88	7.14	6.88	6.86
归属母公司股东权益	3171.38	3591.38	4059.12	4598.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.40%	—	—	—
少数股东权益	142.82	154.31	167.38	182.40	资本结构				
股东权益合计	3314.20	3745.69	4226.50	4781.25	资产负债率	19.69%	16.92%	17.11%	17.11%
负债和股东权益合计	4126.92	4508.73	5098.84	5768.10	带息债务/总负债	10.83%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.05	6.13	6.06	6.08
					速动比率	4.58	5.48	5.42	5.43
					股利支付率	27.83%	25.39%	27.14%	26.85%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	565.64	738.70	834.17	951.34	每股收益	1.08	1.31	1.49	1.71
PE	21.56	17.18	15.11	13.15	每股净资产	7.69	8.69	9.81	11.09
PB	3.02	2.59	2.30	2.03	每股经营现金	1.39	1.20	1.43	1.59
PS	2.96	2.32	1.97	1.68	每股股利	0.30	0.33	0.40	0.46
EV/EBITDA	13.16	9.12	7.52	6.05					
股息率	1.29%	1.48%	1.80%	2.04%					

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 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	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn