

2022年11月13日

公司研究

评级：买入(首次覆盖)

## 治痔产品下沉渠道增长稳健，眼霜重塑马应龙品牌活力

### ——马应龙（600993）点评报告

研究所

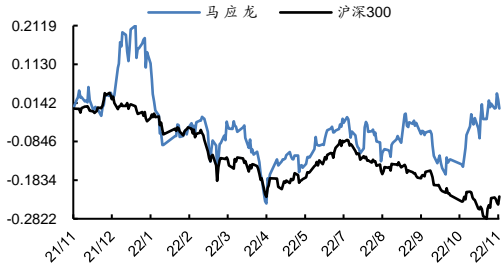
证券分析师：周小刚 S0350521090002

zhouxg@ghzq.com.cn

联系人：赵宁宁 S0350120070040

zhaonn@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
马应龙	17.6%	10.4%	-0.1%
沪深300	1.6%	-9.7%	-22.7%

#### 市场数据

	2022/11/11
当前价格(元)	23.56
52周价格区间(元)	17.99-30.88
总市值(百万)	10,155.63
流通市值(百万)	10,138.03
总股本(万股)	43,105.39
流通股本(万股)	43,030.70
日均成交额(百万)	283.23
近一月换手(%)	1.93

#### 事件：

马应龙发布公告：2022年三季报公司实现营收27.85亿元，同比增长10.07%，实现归母净利润4.16亿元，同比增长13.14%，实现扣非归母净利润4.13亿元，同比增长17.42%。其中2022年第三季度公司实现营收8.57亿元，同比下降0.52%，实现归母净利润1.44亿元，同比增长27.59%，扣非归母净利润1.40亿元，同比增长17.99%。

#### 投资要点：

- **2022年第三季度收入端短期承压，费用率降低利润端表现优异。** 2022年第三季度公司实现营收8.57亿元（同比-0.52%），实现归母净利润1.44亿元（同比+27.59%），扣非归母净利润1.40亿元（同比+17.99%）。2022年第三季度公司毛利率为41.11%，同比提高0.58个百分点；净利率为16.68%，同比提高3.27个百分点。利润端增速高于收入增速，我们预计主要原因是疫情影响费用投入，工业端利润率提高，同时工业占比增加导致整体净利率提高。
- **马应龙拥有八宝名方，并创新衍生出了八宝眼膏、马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏、八宝眼霜等多种主导产品。**其中，马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓在治痔领域市占率较高，具有较强的品牌力和消费者粘性。并且，1）近年来公司通过系列品牌宣传，增加品牌的年轻活力，拓宽使用人群。2）通过**布局马应龙医疗服务，促进肛肠药品营销**。截至2022年中报，公司已有5家直营连锁医院和58家肛肠诊疗中心，公司通过布局肛肠诊疗服务，构成了从诊疗到药品的深度循环，促进肛肠药品营销，同时实现了销售下沉。
- **八宝眼霜重塑老品牌新活力。**公司大健康产业聚焦眼部护理和肛肠领域，围绕功能性化妆品、功能性护理品及器械等业务展开，近年来保持较快增速，2021年销售额已经超过3亿元。其中马应龙八宝眼霜凭借八宝名方基础及线上营销推广，获得消费者的认可，线上线下同时铺开，增长迅速。
- **盈利预测和投资评级** 预计2022-2024年公司营业收入分别为39.54/46.71/55.61亿元，EPS分别为1.36/1.66/2.05元，对应当前股价PE为17.26/14.16/11.49倍。马应龙传承八宝名方，马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓在治痔药品领域具有较强的消费者粘性，并通过布局肛肠诊疗服务促进药品的渗透率增加，看好治痔药品的稳健增长。大健康领域，八宝眼霜重塑品牌活力，增加年轻消费者群体，看好大健康业务的增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 宏观经济发展不及预期；疫情影响业务运转；行业竞争

加剧；治疗类产品增长不及预期；医药政策风险等。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（万元）	338506	395427	467088	556086
增长率（%）	21	17	18	19
归母净利润（万元）	46459	58822	71730	88399
增长率（%）	11	27	22	23
摊薄每股收益（元）	1.08	1.36	1.66	2.05
ROE(%)	15	16	17	18
P/E	26.63	17.26	14.16	11.49
P/B	3.91	2.80	2.42	2.08
P/S	3.66	2.57	2.17	1.83
EV/EBITDA	20.05	13.13	10.93	9.02

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：马应龙盈利预测表

证券代码:	600993		股价:	23.56	投资评级:	买入	日期:	2022/11/11	
<b>财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	15%	16%	17%	18%	EPS	1.08	1.36	1.66	2.05
毛利率	40%	42%	42%	43%	BVPS	7.36	8.43	9.72	11.31
期间费率	23%	22%	22%	22%	<b>估值</b>				
销售净利率	14%	15%	15%	16%	P/E	26.63	17.26	14.16	11.49
<b>成长能力</b>					P/B	3.91	2.80	2.42	2.08
收入增长率	21%	17%	18%	19%	P/S	3.66	2.57	2.17	1.83
利润增长率	11%	27%	22%	23%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
总资产周转率	0.82	0.77	0.83	0.90	营业收入	338506	395427	467088	556086
应收账款周转率	27.42	28.03	27.94	27.86	营业成本	201757	229924	269814	319042
存货周转率	10.78	11.15	11.21	11.27	营业税金及附加	2526	2966	3503	4171
<b>偿债能力</b>					销售费用	71727	81062	95753	113998
资产负债率	20%	26%	22%	18%	管理费用	10077	11072	13078	15570
流动比	5.05	5.61	5.34	5.53	财务费用	-3562	-5589	-6827	-8794
速动比	4.47	5.04	4.76	4.90	其他费用/(-收入)	6673	7790	9202	10955
<b>资产负债表 (万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	55031	69191	84315	103846
现金及现金等价物	253659	340967	376653	415993	营业外净收支	-215	-270	-270	-270
应收款项	16909	19441	23019	27462	利润总额	54816	68921	84045	103576
存货净额	31392	35475	41682	49341	所得税费用	7411	8960	10926	13465
其他流动资产	34159	36683	40013	44137	净利润	47405	59962	73119	90111
<b>流动资产合计</b>	<b>336119</b>	<b>432566</b>	<b>481366</b>	<b>536933</b>	少数股东损益	946	1139	1389	1712
固定资产	33072	34318	35576	36806	归属于母公司净利润	46459	58822	71730	88399
在建工程	875	1312	1619	1833	<b>现金流量表 (万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
无形资产及其他	26837	26547	26457	26367	经营活动现金流	59717	66778	78479	93776
长期股权投资	15789	15789	15789	15789	净利润	46459	58822	71730	88399
<b>资产总计</b>	<b>412692</b>	<b>510533</b>	<b>560807</b>	<b>617729</b>	少数股东权益	946	1139	1389	1712
短期借款	8800	8800	8800	0	折旧摊销	7779	3307	3426	3545
应付款项	15682	17869	20969	24795	公允价值变动	-1763	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	7965	846	-627	-1116
其他流动负债	42062	50460	60447	72332	投资活动现金流	-6305	-8358	1846	349
<b>流动负债合计</b>	<b>66544</b>	<b>77129</b>	<b>90216</b>	<b>97127</b>	资本支出	-6452	-5470	-5470	-5470
长期借款及应付债券	0	40000	20000	0	长期投资	-3260	-5000	5000	3000
其他长期负债	14728	14728	14728	14728	其他	3407	2112	2316	2819
<b>长期负债合计</b>	<b>14728</b>	<b>54728</b>	<b>34728</b>	<b>14728</b>	筹资活动现金流	-16964	23888	-39639	-51786
<b>负债合计</b>	<b>81272</b>	<b>131857</b>	<b>124944</b>	<b>111855</b>	债务融资	-4500	40000	-20000	-28800
股本	43105	43105	43105	43105	权益融资	3850	0	0	0
股东权益	331420	378676	435863	505874	其它	-16314	-16112	-19639	-22986
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>412692</b>	<b>510533</b>	<b>560807</b>	<b>617729</b>	现金净增加额	36388	82309	40686	42340

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。