

业绩略超预期, 医疗服务表现靓丽

- **事件:** 公司 2015 实现营业收入 17.8 亿元、归母净利润 2.2 亿元, 同比增长分别为 10%、10.8%。
- **药品保持平稳增长, 医疗服务增速加快。** 1) 药品类产品保持平稳增长, 其中主要业绩来源为治疗类产品, 受营销推广加强影响增长 8.2%, 表现略超预期。其它药品收入与 2014 年持平, 其眼霜产品目前处于推广阶段, 估计销售额 8000 万元, 为未来的潜在增长点; 2) 医疗服务业务表现靓丽, 实现收入 1.2 亿元, 同比增长 53.8%, 高速增长的主要原因是医院床位增加、合并范围扩大所致; 3) 毛利率与净利率均保持稳定。
- **旗舰店+共建科室, 医疗服务腾飞在即。** 公司在医疗服务领域采取“旗舰店+共建科室”战略, 旗舰店和共建科室之间可通过技术输出、患者转诊的模式实现资源共享, 共同做大做强医疗服务。1) 目前旗舰店已在西北、东北、华北、华中布局, 定位中高端、专业化、品牌化, 床位数已由 2014 年的 600 张扩建到 2015 年的 1000 张, 在全国的肛肠科市场中规模优势凸显; 2) 公司于 2015 年初步提出“在全国范围内选取 100 家县级公立医院开展合作”的规划, 以轻资产模式实现医疗服务领域的快速扩张, 目前已布局临朐县人民医院, 估计单个合作医院肛肠科收入规模 1500-2000 万元, 未来发展值得期待。
- **互联网医疗有序推进, 打造“小马医疗”平台。** 公司于 2013 年开始布局互联网医疗, 是国内唯一布局肛肠科互联网医疗的企业。目前“小马医疗”平台已进入流量导入阶段, 已导入医院 100 余家、医生 600 余名、患者 4000 余名。未来将在平台上引入延展业务, 如肛肠科相关药品、器械、保健品等, 构建能提供肛肠科整体解决方案的生态链。我们认为“小马医疗”的推出将有助于公司实现自有产品的放量、为公司旗下医疗机构导入患者流量, 其平台定位亦将为公司酝酿更多增长点。
- **盈利预测及评级:** 预测 2016-2018 年每股收益分别为 0.57 元、0.61 元和 0.65 元, 对应 PE 分别为 29 倍、27 倍、25 倍。**我们认为:** 公司作为肛肠健康领域绝对龙头, 当前正积极推进医疗服务与互联网医疗建设。鉴于公司主营业务保持稳定增长, 毛利率水平较高, 后期医疗服务与互联网医疗业务若顺利推进将打开公司估值天花板, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 医疗服务与互联网业务或推进缓慢; 主要品种或面临降价压力。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1783.68	1966.89	2172.46	2414.62
增长率	10.05%	10.27%	10.45%	11.15%
归属母公司净利润(百万元)	223.26	243.71	262.73	281.27
增长率	10.81%	9.16%	7.81%	7.06%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.57	0.61	0.65
净资产收益率 ROE	11.18%	10.89%	10.51%	10.11%
PE	32	29	27	25
PB	3.80	3.39	3.03	2.73

数据来源: Wind, 西南证券

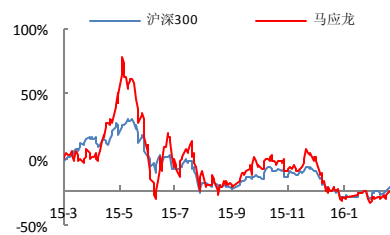
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.31
流通 A 股(亿股)	4.3
52 周内股价区间(元)	14.51-40.35
总市值(亿元)	71.68
总资产(亿元)	24.10
每股净资产(元)	4.14

相关研究

1. 马应龙(600993): 肛肠主业稳定, 品牌价值提升 (2015-08-24)
2. 马应龙(600993): 云起龙骧, 秣马厉兵 (2015-06-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1783.68	1966.89	2172.46	2414.62	净利润	210.94	230.27	248.24	265.76
营业成本	1079.57	1199.17	1334.99	1495.33	折旧与摊销	41.84	27.32	27.48	27.56
营业税金及附加	13.38	14.75	16.30	18.11	财务费用	-2.62	-19.92	-27.84	-34.12
销售费用	354.72	391.16	432.04	480.20	资产减值损失	4.70	3.00	3.00	3.00
管理费用	127.31	140.39	155.06	172.34	经营营运资本变动	-100.74	-47.16	-67.45	-79.40
财务费用	-2.62	-19.92	-27.84	-34.12	其他	28.73	-21.36	-27.26	-24.78
资产减值损失	4.70	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	182.85	172.15	156.17	158.02
投资收益	28.32	20.00	20.00	20.00	资本支出	-104.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.43	2.43	2.43	2.43	其他	-155.82	36.06	22.43	22.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-260.69	36.06	22.43	22.43
营业利润	237.37	260.77	281.35	302.19	短期借款	13.00	-80.50	0.00	0.00
其他非经营损益	10.38	9.61	9.42	9.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.76	270.38	290.77	311.68	股权融资	101.86	0.00	0.00	0.00
所得税	36.81	40.11	42.52	45.92	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	210.94	230.27	248.24	265.76	其他	-94.91	17.46	27.84	34.12
少数股东损益	-12.31	-13.44	-14.49	-15.51	筹资活动现金流净额	19.95	-63.04	27.84	34.12
归属母公司股东净利润	223.26	243.71	262.73	281.27	现金流量净额	-56.32	145.16	206.45	214.57
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	690.99	836.15	1042.60	1257.17	成长能力				
应收和预付款项	579.06	638.70	706.77	785.52	销售收入增长率	10.05%	10.27%	10.45%	11.15%
存货	215.14	238.73	265.91	297.85	营业利润增长率	10.28%	9.86%	7.89%	7.41%
其他流动资产	264.60	273.79	299.39	329.56	净利润增长率	9.71%	9.16%	7.81%	7.06%
长期股权投资	128.21	128.21	128.21	128.21	EBITDA 增长率	13.71%	-3.04%	4.78%	5.21%
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	407.43	386.24	364.90	343.48	毛利率	39.48%	39.03%	38.55%	38.07%
无形资产和开发支出	49.78	48.16	46.54	44.93	三费率	26.88%	26.01%	25.74%	25.61%
其他非流动资产	74.68	70.15	65.63	61.11	净利率	11.83%	11.71%	11.43%	11.01%
资产总计	2409.87	2620.14	2919.96	3247.82	ROE	11.18%	10.89%	10.51%	10.11%
短期借款	80.50	0.00	0.00	0.00	ROA	8.80%	8.75%	8.79%	8.50%
应付和预收款项	308.72	358.76	395.65	440.42	ROIC	17.41%	16.11%	16.32%	16.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.51%	13.63%	12.93%	12.24%
其他负债	134.09	147.02	161.70	179.04	营运能力				
负债合计	523.31	505.78	557.35	619.45	总资产周转率	0.78	0.78	0.78	0.78
股本	431.05	431.05	431.05	431.05	固定资产周转率	5.58	5.03	5.83	6.85
资本公积	119.74	119.74	119.74	119.74	应收账款周转率	9.27	9.44	9.26	9.35
留存收益	1230.85	1474.56	1737.29	2018.56	存货周转率	4.79	5.28	5.29	5.30
归属母公司股东权益	1784.10	2025.35	2288.08	2569.35	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	119.66%	—	—	—
少数股东权益	102.45	89.01	74.52	59.01	资本结构				
股东权益合计	1886.56	2114.36	2362.61	2628.37	资产负债率	21.72%	19.30%	19.09%	19.07%
负债和股东权益合计	2409.87	2620.14	2919.96	3247.82	带息债务/总负债	15.38%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.46	4.07	4.29	4.43
					速动比率	3.03	3.58	3.79	3.94
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	276.58	268.18	280.99	295.63	每股收益	0.52	0.57	0.61	0.65
PE	32.11	29.41	27.28	25.49	每股净资产	4.38	4.91	5.48	6.10
PB	3.80	3.39	3.03	2.73	每股经营现金	0.42	0.40	0.36	0.37
PS	4.02	3.64	3.30	2.97	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	23.50	23.39	21.59	19.80					
股息率	276.58	268.18	280.99	295.63					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn