

马应龙 (600993)

推荐

行业：中药

肛肠健康方案提供商

看点在于医疗服务推进和大健康产业布局

事件：

公司发布 2016 年半年度报告，上半年实现营业收入 9.48 万元，较上年同期增长 13.09%。归属上市公司股东净利润 1.58 亿元，较上年同期增长 10.08%；归母扣非净利润 1.40 亿元，较上年同期增长了 11.82%，保持了公司一贯稳健增长的风格。单看 Q2，公司实现营业收入 4.73 亿元，同比增长 14.70%，扣非归母净利润 5923 万元，同比增长 16.29%，相较 Q1 加速增长势头明显。

核心观点：公司在肛肠治疗领域具有绝对的品牌和产品号召力，近年来在主力品种增速稳定下，公司积极进军医疗服务和大健康产业链，全国布局肛肠医院和肛肠诊疗中心，并推出肛肠护理产品和多款美妆产品，我们看好公司以核心产品与品牌为依托开展健康服务的未来市场空间，给予推荐评级。

投资要点：

✧ **工业板块收入增长稳定，公司利润主要来源。**报告期内，公司的医药工业板块收入 4.50 亿元，同比增长 8.15%，其中肛肠治痔类产品实现收入 3.41 亿元，营业收入同比增长 4.11%，毛利率减少 2.28 个百分点，在合理波动区间内。公司的主力痔疮药品在零售市场占有率已经高达 48%，是该领域的绝对龙头品牌。鉴于公司产品占有率较高，价格与竞争产品相比较低，我们预测未来改板块业务会保持一个平均于目标市场的增速。医药流通板块实现收入 4.44 亿元，同比增长 13.86%，毛利保持稳定。

✧ **依托马应龙品牌效应，积极推进肛肠医疗服务，成功打造具有快速复制能力的商业模式。**公司通过旗下投资管理公司，以自建肛肠医院和合作共建肛肠诊疗中心两种方式快速推进肛肠医疗服务。报告期内公司医院诊疗收入 6791 万元，同比增长 28.82%，业务主要由 7 家公司肛肠医院贡献。但由于随着公司知名度的提高，门诊量较以前有很大提高，所以毛利下降了 11.32 个百分点。总体上医疗服务发展迅速，共建肛肠诊疗中心的模式可复制性强，未来公司有望在加大自建肛肠医院和共建肛肠诊疗中心两种模式的推动下，有望进一步扩大医疗服务能力。未来若此板块业务体量更上一层楼，市场将重新定义马应龙公司。

✧ **大健康产业多点布局，体量不大但潜力不小。**公司以马应龙为品牌中心，以肛肠健康为产品中枢，搭乘消费结构升级历史机遇，加快进军大健康领域，在美妆、婴护与食品领域多点布局。在美妆方面，公司原有产品马应龙八宝眼霜，龙珠软膏，近期又开发出愈肤膜，痘痘贴等保健产品，功能性健康美妆产品群渐露雏形。将马应龙品牌与婴童护理品相结合，公强化公司臀部护理专家的市场定位，公司设计出专门防止儿童红屁股的婴童专用纸尿裤，中心品牌突出，市场痛点精准。在食品方面，公司针对亚健康人群开发疏通消化饼干。板

作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：孙明达

S0960116070009

0755-82023402

sunmingda@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 25.20

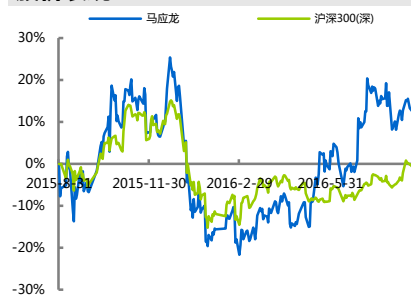
当前股价： 21.80

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	431
流通股本(百万股)	430
总市值(亿元)	94
流通市值(亿元)	94
成交量(百万股)	8.70
成交额(百万元)	189.19

股价表现



相关报告

块在报告期内实现收入 1.09 亿元，同比增长 22.99%。具体板块贡献上，我们猜测，主要是由公司发展多年的美妆业务贡献较多。婴童护理品其次，估计 2000 万左右的规模。而饼干等产品由于上市时间短，体量较小，目前应该在财务上没有太大贡献。

◇ **区间费用保持稳定，维持企业历来稳健作风。**公司在营收增长 13.09%的前提下，销售费用率基本维持原位。在公司加强费用管控下，公司的管理费用下降了 5.36 个百分点。受到投资支付现金和购建固定资产以及其他长期资产支付现金影响，公司的财务费用由去年的-339 万变为今年的-116 万。整体上公司运营稳健，经营风险较低。

◇ **投资建议：**我们预测的 16/17/18 年 EPS 分别为 0.56/0.61/0.66 元，对应当前股价 PE 为 39/36/33 倍，考虑到公司主力品种稳健增长，在医疗服务和大健康领域业务稳步推进，且未来市场拓展空间足够大，给予 2016 年 45 倍 PE，对应股价为 25.20 元，首次覆盖，给予推荐评级。

◇ **风险提示：**主力产品受到竞争产品挤压市场的风险，医疗服务推广不急预期的风险，大健康产品推广不及预期的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1784	2018	2261	2510
收入同比(%)	10%	13%	12%	11%
归属母公司净利润	223	242	264	285
净利润同比(%)	11%	9%	9%	8%
毛利率(%)	39.5%	36.5%	35.8%	35.1%
ROE(%)	12.5%	12.5%	11.9%	11.4%
每股收益(元)	0.52	0.56	0.61	0.66
P/E	41.97	38.64	35.50	32.90
P/B	5.25	4.82	4.24	3.75
EV/EBITDA	31	30	28	27

资料来源：中国中投证券研究总部

一、附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1750	1981	2333	2702
现金	691	765	992	1260
应收账款	192	217	244	270
其它应收款	55	63	70	78
预付账款	37	44	50	56
存货	215	255	289	325
其他	559	636	688	713
非流动资产	660	606	549	493
长期投资	128	128	128	128
固定资产	399	370	338	304
无形资产	16	12	8	4
其他	116	96	75	56
资产总计	2410	2586	2882	3195
流动负债	506	543	585	624
短期借款	81	81	81	81
应付账款	134	159	180	203
其他	291	303	324	341
非流动负债	17	11	13	14
长期借款	0	0	0	0
其他	17	11	13	14
负债合计	523	554	597	638
少数股东权益	102	90	76	61
股本	431	431	431	431
资本公积	120	120	120	120
留存收益	1231	1390	1654	1938
归属母公司股东权益	1784	1943	2209	2496
负债和股东权益	2410	2586	2882	3195

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	183	134	194	224
净利润	211	230	250	270
折旧摊销	42	50	52	52
财务费用	-3	-24	-30	-41
投资损失	-28	-17	-17	-17
营运资金变动	-46	-104	-69	-47
其它	7	-1	8	7
投资活动现金流	-261	2	3	3
资本支出	124	0	0	0
长期投资	-161	0	0	0
其他	-298	2	3	3
筹资活动现金流	20	-62	30	41
短期借款	13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	99	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他	-95	-62	30	41
现金净增加额	-56	74	227	268

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1784	2018	2261	2510
营业成本	1080	1281	1451	1629
营业税金及附加	13	15	17	19
营业费用	355	363	396	427
管理费用	127	141	163	188
财务费用	-3	-24	-30	-41
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资净收益	28	17	17	17
营业利润	237	260	284	307
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	248	270	294	317
所得税	37	40	44	47
净利润	211	230	250	270
少数股东损益	-12	-13	-14	-15
归属母公司净利润	223	242	264	285
EBITDA	277	286	306	319
EPS (元)	0.52	0.56	0.61	0.66

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	10.0%	13.1%	12.1%	11.0%
营业利润	10.3%	9.7%	9.1%	8.2%
归属于母公司净利润	10.8%	8.6%	8.8%	7.9%
获利能力				
毛利率	39.5%	36.5%	35.8%	35.1%
净利率	12.5%	12.0%	11.7%	11.3%
ROE	12.5%	12.5%	11.9%	11.4%
ROIC	17.6%	17.0%	18.1%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	21.4%	20.7%	20.0%
净负债比率	15.38%	14.54%	13.47%	12.62%
流动比率	3.46	3.65	3.99	4.33
速动比率	3.03	3.17	3.49	3.81
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.81	0.83	0.83
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	8.47	8.73	8.54	8.51
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.56	0.61	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.31	0.45	0.52
每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.51	5.13	5.79
估值比率				
P/E	41.97	38.64	35.50	32.90
P/B	5.25	4.82	4.24	3.75
EV/EBITDA	31	30	28	27

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-03	《大品种战略持续发力，外延整合助推新增量》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
孙明达,吉林大学有机化学博士,医药行业两年从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434