

研究所:

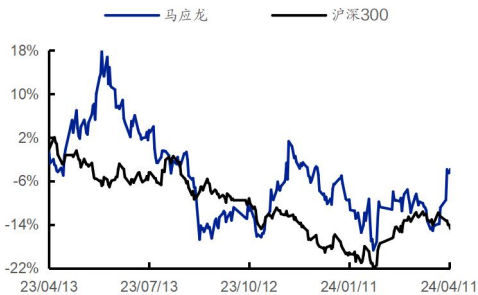
证券分析师: 周小刚 S0350521090002
zhouxg@ghzq.com.cn

证券分析师: 赵宁宁 S0350523040002
zhaonn@ghzq.com.cn

优化线下渠道, 应收账款恢复良性

——马应龙(600993) 2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/12

表现	1M	3M	12M
马应龙	5.0%	8.5%	-5.1%
沪深 300	-3.4%	5.8%	-15.2%

市场数据

2024/04/12

当前价格(元)	24.87
52 周价格区间(元)	20.20-32.20
总市值(百万)	10,720.31
流通市值(百万)	10,701.74
总股本(万股)	43,105.39
流通股本(万股)	43,030.70
日均成交额(百万)	201.47
近一月换手(%)	1.41

相关报告

《马应龙(600993) 2023 年三季报点评报告: 母公司收入端稳健, 看好四季度环比改善及长期增长(买入)*中药 II*周小刚, 赵宁宁》——2023-10-29

《马应龙(600993) 2023 年中报点评: 基数影响上半年销售费用高增长, 短期拖累利润端(买入)*中药 II*周小刚, 赵宁宁》——2023-08-28

《马应龙(600993) 2023 一季报点评报告: 疫情影响业绩短期扰动, 看好公司长期增长韧性(买入)*中药 II*周小刚》——2023-05-03

《马应龙(600993) 点评报告: 治疗产品下沉渠

事件:

2024 年 4 月 12 日, 马应龙发布 2023 年年报: 2023 年公司实现营收 31.37 亿元(同比-11.20%), 实现归母净利润 4.43 亿元(同比-7.38%), 实现扣非归母净利润 3.52 亿元(同比-23.61%)。

投资要点:

- 优化线下渠道, 提升渠道运营能力。** 根据公司年报, 2023 年公司深化营销组织调整, 增设共建渠道部和广阔渠道部, 拓展县域市场和下沉市场。针对核心品种品规归拢渠道, 减少渠道一级经销商合作数量, 优化与渠道经销商的合作方式, 加强重点品种管控, 规范产品市场秩序, 渠道管控能力显著增强。预计受营销调整的短期影响, 2023 年医药工业主营业务收入 18.34 亿元, 同比下降 11.52%。
- 2023 年经营性现金流大幅提升, 应收账款恢复良性。** 截至报告期末, 马应龙母公司应收账款及应收票据金额较期初下降 35.83%, 存货金额较期初减少 22.41%, 经营性现金流净额同比大幅提升。
- 2023 年公司加快布局肛肠诊疗中心共建。整合医药制造、医疗服务等多方资源, 年内新增签约诊疗中心 18 家, 累计签约 80 家。
- 2023 年大健康业务聚焦重点单品, 盈利能力明显增强。** 聚焦肛肠、眼科等战略关键领域, 拓展和培育大健康重点品种。开发上市小蓝湿厕纸、大白卫生湿巾等系列湿巾产品, 实现卫生湿巾产品的全渠道布局。2023 年大健康业务聚焦重点单品推广, 大健康业务盈利能力明显增强。
- 盈利预测和投资评级** 基于 2023 年财报变化, 我们将 2024-2026 年公司归母净利润预测调整为 5.64/6.86/8.31 亿元, 对应当前股价 PE 为 19/16/13 倍。马应龙麝香痔疮膏、马应龙麝香痔疮栓在治疗痔药品领域具有较强的消费者粘性, 且强化渠道管控后能够进一步促进营销效率提高, 看好公司治疗药品短期恢复及长期增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示** 宏观经济发展不及预期; 诊疗中心建设进度低于预期;

道增长稳健，眼霜重塑马应龙品牌活力（买入）*
 中药 II *周小刚》——2022-11-13

行业竞争加剧；治疗类产品终端动销不及预期；医药政策风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3137	3436	3880	4463
增长率(%)	-11	10	13	15
归母净利润（百万元）	443	564	686	831
增长率(%)	-7	27	22	21
摊薄每股收益（元）	1.03	1.31	1.59	1.93
ROE(%)	12	13	15	16
P/E	23.48	19.02	15.62	12.90
P/B	2.79	2.56	2.27	2.00
P/S	3.32	3.12	2.76	2.40
EV/EBITDA	16.65	14.16	11.76	9.84

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:	24.87	投资评级:	买入		日期:	2024/04/12
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	12%	13%	15%	16%	EPS	1.03	1.31	1.59	1.93		
毛利率	42%	45%	47%	49%	BVPS	8.67	9.70	10.94	12.43		
期间费率	25%	24%	25%	25%	估值						
销售净利率	14%	16%	18%	19%	P/E	23.48	19.02	15.62	12.90		
成长能力					P/B	2.79	2.56	2.27	2.00		
收入增长率	-11%	10%	13%	15%	P/S	3.32	3.12	2.76	2.40		
利润增长率	-7%	27%	22%	21%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	0.65	0.65	0.67	0.69	营业收入	3137	3436	3880	4463		
应收账款周转率	12.73	14.79	14.77	14.74	营业成本	1822	1876	2042	2293		
存货周转率	11.47	12.33	12.78	13.08	营业税金及附加	24	26	29	33		
偿债能力					销售费用	715	800	923	1080		
资产负债率	20%	18%	16%	15%	管理费用	110	103	116	134		
流动比	5.54	6.14	6.45	7.02	财务费用	-44	-68	-76	-89		
速动比	5.06	5.66	5.96	6.49	其他费用/(-收入)	69	69	85	98		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	537	670	815	986		
现金及现金等价物	3051	3474	3982	4561	营业外净收支	-12	-3	-3	-3		
应收款项	280	269	305	351	利润总额	525	667	812	984		
存货净额	273	279	304	341	所得税费用	73	93	113	137		
其他流动资产	2	2	2	2	净利润	452	575	699	847		
流动资产合计	3772	4197	4782	5467	少数股东损益	9	11	13	16		
固定资产	303	352	378	387	归属于母公司净利润	443	564	686	831		
在建工程	206	179	125	88	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
无形资产及其他	4	4	4	4	经营活动现金流	604	596	692	818		
长期股权投资	135	135	135	135	净利润	443	564	686	831		
资产总计	4830	5275	5831	6488	少数股东损益	9	11	13	16		
短期借款	46	46	46	0	折旧摊销	90	37	37	37		
应付款项	290	200	218	245	公允价值变动	-6	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	127	-8	-24	-28		
其他流动负债	3	4	5	5	投资活动现金流	448	-213	-154	61		
流动负债合计	681	683	741	779	资本支出	-245	-63	-13	-13		
长期借款及应付债券	100	90	40	0	长期投资	676	-200	-200	0		
其他长期负债	2	2	2	2	其他	0	1	1	1		
长期负债合计	279	269	219	179	筹资活动现金流	-579	-161	-230	-300		
负债合计	960	952	960	958	债务融资	-333	-10	-50	-86		
股本	431	431	431	431	权益融资	14	0	0	0		
股东权益	3870	4324	4871	5531	其它	-3	-2	-2	-2		
负债和股东权益总计	4830	5275	5831	6488	现金净增加额	473	222	308	579		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，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、9 年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。
沈崇皓，分析师，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，分析师，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，分析师，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，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。

万鹏辉，研究助理，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。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

【分析师承诺】

周小刚，赵宁宁，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视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。