

# 马应龙 (600993.SH)

## 23 年报点评: 清库存阵痛年业绩承压, 底部拐点已至

### 投资要点:

➤ **全年和 Q4 业绩承压, 扣非净利下滑超两成。**

公司 2023 年全年实现营收 31.4 亿元, 同比下降 11.2%; 归母净利润 4.4 亿元, 同比下降 7.4%; 扣非归母净利润 3.5 亿元, 同比下降 23.6%。单 Q4 收入 6.9 亿, 同比下降 7.6%; 归母净利润 0.3 亿, 同比下降 60.5%; 扣非归母净利润-0.1 亿, 同比下降 116.3%。

分板块看, 23 年医药工业端收入 18.3 亿元, 同比下降 11.5%。其中治疗类产品收入 12.9 亿元, 同比下降 13.2%; 皮肤类产品收入 1.2 亿元, 同比下降 1.2%; 眼科类产品收入 0.3 亿元, 同比下降 43.9%; 其他药品和大健康产品收入 3.9 亿元, 同比下降 3.5%。医疗服务收入 3.5 亿元, 同比增长 33.3%; 医药商业收入 10.9 亿元, 同比下降 19.7%。

➤ **医药工业: 优化存量结构, 渠道梳理顺畅, 核心产品库存大幅下降。**

重点产品库存优化: 23 年麝香痔疮膏/麝香痔疮栓/痔疮消片/八宝眼膏/金玄痔科熏洗散产量分别下降 11.7%/11.8%/30.6%/30.6%/29.9%, 库存量分别下降 86.1%/44.4%/49.6%/27.2%/51.8%。

线下渠道整合: 渠道增设共建渠道部和广阔渠道部, 拓展县域市场和下沉市场; 核心品种品规归拢渠道, 减少一级经销商数量, 优化合作方式; 加强营销中台支持, 基本实现进销存全链路数据采集与跟踪。

品牌推广力度加强: 通过“529 肛肠健康日”、“66 爱眼日”、“带着龙珠去旅行”等系列品牌活动, 加大终端产品动销力度, 聚焦重点连锁, 强化营销策划和推广, 23 年重点终端产出同比增长 17%。

线上营销平台覆盖: 拓展线上全域营销, 基本实现抖快平台全覆盖, 积极发力品牌自播, 自播金额同比增长超过 100%。

大健康业务拓展: 23 年公司聚焦肛肠、眼科等战略关键领域, 开发升级大健康产品 80 余个。肛肠领域, 开发上市小蓝湿厕纸、大白卫生湿巾等系列湿巾产品。眼科领域, 创新开发马应龙八宝祛眼袋及祛皱抗衰 2 个核心功效组方, 拓展马应龙八宝系列眼霜, 全年眼部健康产品销售收入实现稳定增长, 其中马应龙八宝系列产品同比增长 15%。

➤ **服务与商业: 打造马应龙肛肠全产业链的重要支点**

医疗服务: 1.马应龙肛肠连锁医院覆盖武汉、北京、西安、大同等地。2.加快布局肛肠诊疗中心共建, 截至 2023 年已签约 80 家诊疗中心。3.打造移动健康云平台“小马医疗”。医药商业: 医药零售与医药批发并进。

➤ **盈利预测与投资建议**

由于 23 年业绩调整, 我们将 24/25 年公司营收由 38.8/43.2 亿元下调为 35.7/40.5 亿元, 预测 26 年营收为 45.1 亿元, 增速为 14%/13%/11%; 将 24/25 年公司净利润由 6.1/6.6 亿元调整为 5.6/6.5 亿元, 预测 2026 年净利润为 7.4 亿元, 增速为 25%/17%/14%。给予公司 2024 年 23 倍 PE, 市值为 127.9 亿, 对应目标价格为 29.7 元, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示: 产品销售和推广不及预期风险; 行业竞争加剧风险; 产品价格波动风险; 成本上涨风险。**

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,532	3,137	3,572	4,053	4,513
增长率	4%	-11%	14%	13%	11%
净利润 (百万元)	479	443	556	648	739
增长率	3%	-7%	25%	17%	14%
EPS (元/股)	1.11	1.03	1.29	1.50	1.72
市盈率 (P/E)	22.4	24.2	19.3	16.5	14.5
市净率 (P/B)	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

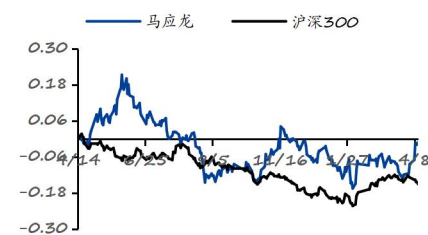
## 买入 (维持评级)

当前价格: 24.87 元  
目标价格: 29.67 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	431.05/430.31
流通 A 股市值(百万元)	10,701.74
每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	19.87
一年内最高/最低价(元)	32.20/20.20

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
分析师: 张俊(S0210524040002)

联系人: 万喆瑞(S0210123050066)  
wzr30132@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、【华福医药】马应龙深度报告: 肛肠品牌老字号, 打造“医+药+养”结合新模式——2024.01.19



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,988	3,153	3,198	3,978	营业收入	3,137	3,572	4,053	4,513
应收票据及账款	280	254	323	363	营业成本	1,822	1,975	2,202	2,430
预付账款	53	64	70	76	税金及附加	24	27	36	45
存货	273	311	740	490	销售费用	715	814	924	1,029
合同资产	0	0	0	0	管理费用	110	125	142	158
其他流动资产	176	297	314	309	研发费用	69	80	92	104
流动资产合计	3,772	4,079	4,646	5,216	财务费用	-44	-69	-71	-73
长期股权投资	135	135	135	135	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
固定资产	303	312	324	341	资产减值损失	-13	-13	-13	-13
在建工程	206	206	206	206	公允价值变动收益	6	-5	-13	-4
无形资产	90	107	129	156	投资收益	91	54	62	69
商誉	25	25	25	25	其他收益	20	20	20	20
其他非流动资产	298	300	300	299	<b>营业利润</b>	<b>537</b>	<b>668</b>	<b>777</b>	<b>886</b>
非流动资产合计	1,058	1,085	1,118	1,162	营业外收入	0	2	3	1
<b>资产合计</b>	<b>4,830</b>	<b>5,164</b>	<b>5,764</b>	<b>6,377</b>	营业外支出	12	12	12	12
短期借款	46	0	61	0	<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>658</b>	<b>768</b>	<b>875</b>
应付票据及账款	290	231	272	328	所得税	73	91	107	121
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>452</b>	<b>567</b>	<b>661</b>	<b>754</b>
合同负债	92	134	124	143	少数股东损益	9	11	13	14
其他应付款	79	79	79	79	<b>归属母公司净利润</b>	<b>443</b>	<b>556</b>	<b>648</b>	<b>739</b>
其他流动负债	175	180	186	192	EPS (按最新股本摊薄)	1.03	1.29	1.50	1.72
流动负债合计	681	624	721	741					
长期借款	100	100	100	100					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	179	179	179	179					
非流动负债合计	279	279	279	279					
<b>负债合计</b>	<b>960</b>	<b>903</b>	<b>999</b>	<b>1,020</b>					
归属母公司所有者权益	3,738	4,119	4,609	5,188					
少数股东权益	132	143	155	170					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,870</b>	<b>4,262</b>	<b>4,765</b>	<b>5,358</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,830</b>	<b>5,164</b>	<b>5,764</b>	<b>6,377</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>604</b>	<b>341</b>	<b>109</b>	<b>963</b>
现金收益	466	548	643	737
存货影响	63	-38	-429	250
经营性应收影响	68	28	-62	-32
经营性应付影响	-59	-58	41	56
其他影响	66	-139	-83	-48
<b>投资活动现金流</b>	<b>448</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-35</b>
资本支出	-264	-75	-87	-100
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	713	48	49	65
<b>融资活动现金流</b>	<b>-579</b>	<b>-149</b>	<b>-26</b>	<b>-148</b>
借款增加	-338	-46	61	-61
股利及利息支付	-168	-161	-162	-163
股东融资	14	0	0	0
其他影响	-87	58	75	76

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-11.2%	13.9%	13.5%	11.4%
EBIT 增长率	-6.3%	22.7%	18.1%	15.2%
归母公司净利润增长率	-7.5%	25.4%	16.6%	14.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.9%	44.7%	45.7%	46.2%
净利率	14.4%	15.9%	16.3%	16.7%
ROE	11.5%	13.0%	13.6%	13.8%
ROIC	13.2%	14.8%	15.3%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.9%	17.5%	17.3%	16.0%
流动比率	5.5	6.5	6.4	7.0
速动比率	5.1	6.0	5.4	6.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	28	23	22	24
存货周转天数	60	53	86	91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.03	1.29	1.50	1.72
每股经营现金流	1.40	0.79	0.25	2.23
每股净资产	8.67	9.56	10.69	12.04
<b>估值比率</b>				
P/E	24	19	17	15
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	8	7	6	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn