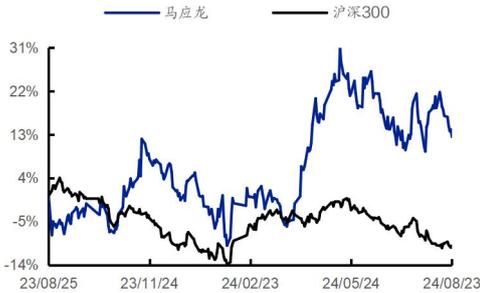


研究所:  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 赵宁宁 S0350523040002  
 zhaonn@ghzq.com.cn

## 深化渠道营销变革，带动业绩恢复增长 ——马应龙（600993）2024年中报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2024/08/23

表现	1M	3M	12M
马应龙	-4.4%	-7.1%	9.6%
沪深300	-3.3%	-8.6%	-10.0%

### 市场数据

2024/08/23

当前价格(元)	25.91
52周价格区间(元)	20.20-31.18
总市值(百万)	11,168.61
流通市值(百万)	11,149.25
总股本(万股)	43,105.39
流通股本(万股)	43,030.70
日均成交额(百万)	79.44
近一月换手(%)	0.88

### 相关报告

- 《马应龙（600993）2023年年报点评报告：优化线下渠道，应收账款恢复良性（买入）\*中药II\*周小刚，赵宁宁》——2024-04-14
- 《马应龙（600993）2023年三季度报点评报告：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

### 事件:

2024年8月23日，马应龙发布2024年中报：2024H1公司实现营业收入19.28亿元（同比+17.52%），归母净利润3.12亿元（同比+10.85%），扣非归母净利润3.09亿元（同比+38.32%）。

### 投资要点:

- **深化药品线渠道营销变革，带动业绩恢复增长。** 2024H1公司实现营业收入19.28亿元（同比+17.52%），归母净利润3.12亿元（同比+10.85%），扣非归母净利润3.09亿元（同比+38.32%）。2024H1公司经营活动现金流2.25亿，恢复正常水平。
- **2024H1药品端深化渠道营销变革，加强零售渠道终端动销，新设广阔渠道，深挖三四线市场潜力，终端产出增长明显。** 2024H1母公司营业收入10.01亿元，同比增长17.52%，其中治疗产品营收同比增长22.02%。
- **大健康业务顺应国货风潮，加大重点健康品种培育，发力内容营销，以八宝眼霜系列为代表的眼部护理产品、卫生湿巾系列产品等代表性品种销售规模快速增长，带动大健康整体规模增长，2024H1大健康营收同比增长33.27%。**
- **医疗服务加快建设，为药品业务赋能。** 2024H1积极拓展诊疗网络，加快推进“全国百家重点肛肠专科共建计划”，新增签约9家肛肠诊疗中心，累计签约家数达89家，以诊疗中心为依托，组织开展数场大型巡回义诊暨双术交流活动，为治疗类药品业务赋能。
- **盈利预测和投资评级** 我们将2024-2026年公司营收预测调整为36.65/42.02/48.65亿元，归母净利润预测调整为5.62/6.47/7.47亿元，对应当前股价PE为20/17/15倍。马应龙麝香痔疮膏、马应龙麝香痔疮栓在治疗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；

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

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	3665	4202	4865
增长率(%)	-11	17	15	16
归母净利润(百万元)	443	562	647	747
增长率(%)	-7	27	15	15
摊薄每股收益(元)	1.03	1.30	1.50	1.73
ROE(%)	12	13	14	14
P/E	23.48	19.88	17.25	14.95
P/B	2.79	2.68	2.39	2.13
P/S	3.32	3.05	2.66	2.30
EV/EBITDA	16.65	13.79	12.30	10.97

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:	25.91				投资评级:	买入				日期:	2024/08/23			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	12%	13%	14%	14%	EPS	1.03	1.30	1.50	1.73										
毛利率	42%	43%	44%	45%	BVPS	8.67	9.67	10.82	12.15										
期间费率	25%	23%	25%	26%	<b>估值</b>														
销售净利率	14%	15%	15%	15%	P/E	23.48	19.88	17.25	14.95										
<b>成长能力</b>					P/B	2.79	2.68	2.39	2.13										
收入增长率	-11%	17%	15%	16%	P/S	3.32	3.05	2.66	2.30										
利润增长率	-7%	27%	15%	15%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.65	0.69	0.70	0.74	营业收入	3137	3665	4202	4865										
应收账款周转率	12.73	14.78	14.75	14.73	营业成本	1822	2086	2341	2671										
存货周转率	11.47	11.89	12.17	12.38	营业税金及附加	24	27	32	36										
<b>偿债能力</b>					销售费用	715	806	966	1168										
资产负债率	20%	19%	19%	18%	管理费用	110	121	139	161										
流动比	5.54	5.70	5.84	6.08	财务费用	-44	-66	-73	-84										
速动比	5.06	5.20	5.35	5.57	其他费用/(-收入)	69	73	92	107										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	537	668	769	887										
现金及现金等价物	3051	3454	4054	4585	营业外净收支	-12	-3	-3	-3										
应收款项	280	288	330	383	利润总额	525	665	766	885										
存货净额	273	308	345	393	所得税费用	73	92	107	123										
其他流动资产	2	2	2	2	净利润	452	573	660	762										
<b>流动资产合计</b>	<b>3772</b>	<b>4237</b>	<b>4938</b>	<b>5596</b>	少数股东损益	9	11	13	14										
固定资产	303	352	378	387	归属于母公司净利润	443	562	647	747										
在建工程	206	179	125	88	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	4	4	4	4	经营活动现金流	604	645	701	782										
长期股权投资	135	155	155	155	净利润	443	562	647	747										
<b>资产总计</b>	<b>4830</b>	<b>5324</b>	<b>5984</b>	<b>6603</b>	少数股东损益	9	11	13	14										
短期借款	46	46	66	36	折旧摊销	90	96	93	90										
应付款项	290	263	295	336	公允价值变动	-6	0	0	0										
合同负债	92	91	102	117	营运资金变动	127	-9	-28	-33										
其他流动负债	3	3	4	4	投资活动现金流	448	-281	-196	18										
<b>流动负债合计</b>	<b>681</b>	<b>744</b>	<b>845</b>	<b>920</b>	资本支出	-245	-111	-56	-56										
长期借款及应付债券	100	90	140	100	长期投资	676	-220	-200	0										
其他长期负债	2	2	2	2	其他	0	1	1	1										
<b>长期负债合计</b>	<b>279</b>	<b>269</b>	<b>319</b>	<b>279</b>	筹资活动现金流	-579	-161	-104	-269										
<b>负债合计</b>	<b>960</b>	<b>1012</b>	<b>1164</b>	<b>1198</b>	债务融资	-333	-10	70	-70										
股本	431	431	431	431	权益融资	14	0	0	0										
股东权益	3870	4312	4820	5405	其它	-3	-2	-2	-2										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4830</b>	<b>5324</b>	<b>5984</b>	<b>6603</b>	现金净增加额	473	203	400	531										

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、9 年医药研究工作经验。

林羽茜，分析师，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，医药分析师，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，4.5 年医药股权投资经验，2.5 年医药二级研究经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，分析师，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。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO、软镜、创新药等板块。

年庆功，分析师，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，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

李畅，医药分析师，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。

## 【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。