

治痔药物增长加快

增持维持

目标价格：24 元

投资要点:

- 📖 扣非净利润增长 48%，治痔类药物增长加快
- 📖 药妆眼部护理系列预计增速不低于 70%
- 📖 肛肠医院全国布局 5 家，3 家已实现盈利

报告摘要:

- **扣非净利润增长 48%，符合预期。**公司 1-9 月实现营业收入 10.3 亿元，同比增长 20.6%；实现归属于母公司的净利润 1.34 亿元，同比增长 24.1%，EPS 为 0.41 元。扣除非经常性损益后净利润同比增长 48%。非经常性损益主要是去年的投资收益较高。
- **治痔类药物增长加快。**治痔类药物今年恢复增长，前三季度同比增速在 15-20%，由于第三终端逐步开发渗透，高毛利的新剂型痔疮膏占比加大，预计全年增速都将处于回升阶段。
- **药妆眼部护理系列预计增速不低于 70%。**公司 09 年成功推出八宝眼霜后，又推出三款分别针对黑眼圈、眼袋、眼纹的眼贴膜，以及清眸代用茶。今年 6 月“马应龙眼药制作技艺”入选国家级非物质文化遗产名录，有效推动药妆营销。2010 年药妆已实现收入 1.35 亿元，部分产品已介入商超和护理用品连锁店，2011 年又新上市 8 个品种 12 个规格，预计全年增速不低于 70%。
- **肛肠医院全国布局 5 家，3 家已实现盈利。**公司 08 年介入肛肠医院以来，已拥有 5 家连锁医院，目前武汉医院、北京医院、沈阳医院已实现盈利；南京医院三季度正式营运；西安医院并购协议已正式签署。肛肠医院连锁经营初具规模，盈利能力有望持续提高。
- **维持“增持”评级。**预计 2011~2013 年实现 EPS 为 0.58/0.79/1.02 元，对应 PE 为 34/25/19 倍。公司治痔类药物今年增速加快，药妆和连锁医院目前贡献利润还较小，空间较大，给予明年 30 倍 PE，则 12 个月目标价 24 元，维持“增持”评级。
- **风险提示。**公司持有二级市场股票波动。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,178	1,413	1,712	2,041
增长率	15%	20%	21%	19%
归母净利润	123	192	261	338
增长率	-32%	56%	36%	29%
EPS (元)	0.74	0.58	0.79	1.02
P/E	26.3	33.6	24.7	19.0

医药研究组

分析师:

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

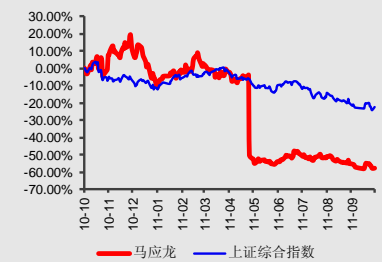
联系人:

吴洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价

一年内最高/最低 49.60/16.45

总股本/流通 A 股 (百万股) 331.58/330.83

B 股/H 股(百万) 0.0/0.0

数据来源: Wind

相 研究

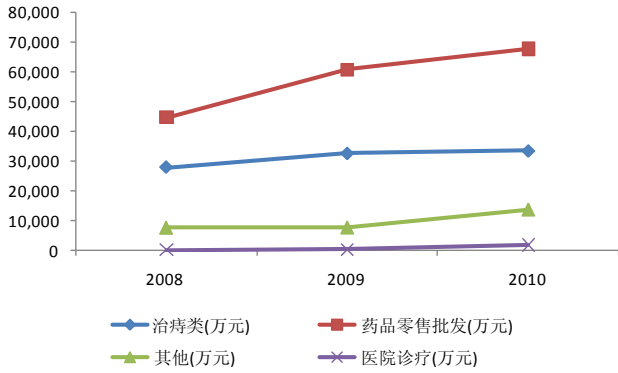
马应龙中报点评*治痔类药物今年将恢复增长, 2011.8

马应龙调研报告: 治痔药物市场份额有望进一步扩大, 2009.3

马应龙年报点评*大药房进入高速增长阶段, 2009.4

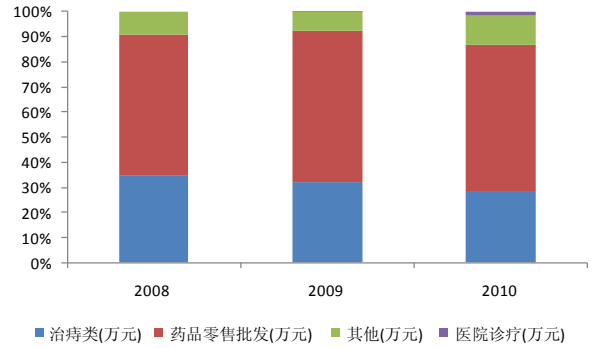
马应龙公告点评*主导产品麝香痔疮膏提价 8.7%, 2009.6

图 1: 公司主要产品收入变化



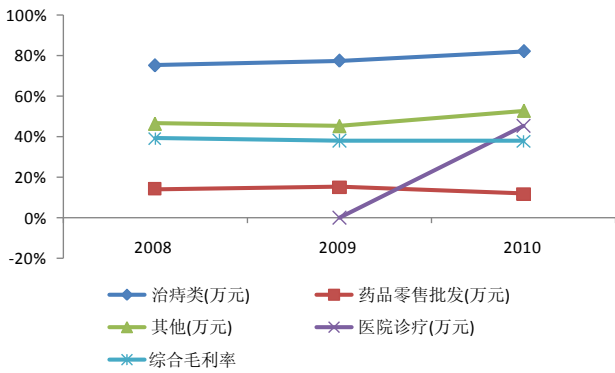
资料来源: Wind、宏源证券

图 2: 公司主要产品毛收入份额



资料来源: Wind、宏源证券

图 3: 公司主要产品毛利率变化



资料来源: Wind、宏源证券

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	579	879	950	1069	营业收入	1178	1413	1712	2041
应收票据	75	68	83	98	营业成本	734	853	995	1154
应收账款	118	143	173	206	营业税金及附加	11	13	16	19
预付款项	34	46	59	74	销售费用	242	262	317	378
其他应收款	13	15	19	22	管理费用	69	77	94	112
存货	158	192	224	260	财务费用	-2	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	4	2	5	4
长期股权投资	60	60	60	60	投资收益	23	15	15	15
固定资产	213	211	206	199	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	25	21	19	18	营业利润	136	212	292	381
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	8	8	8	8
无形资产	33	35	37	39	税前利润	144	220	301	389
长期待摊费用	8	6	5	3	减: 所得税	24	33	45	58
资产总计	1449	1800	2007	2274	净利润	120	187	255	331
短期借款	51	200	200	200	减: 少数股东损益	-3	-4	-6	-7
应付票据	79	92	107	125	归属于母公司的净利润	123	192	261	338
应付账款	87	109	127	148	基本每股收益	0.74	0.58	0.79	1.02
预收款项	13	-5	-27	-53	稀释每股收益	0.74	0.58	0.79	1.02
应付职工薪酬	4	4	4	4	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	18	18	18	18	成长性				
其他应付款	60	66	72	80	营收增长率	15.3%	19.9%	21.1%	19.2%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	6.2%	69.7%	39.9%	30.2%
长期借款	0	0	0	0	净利润增长率	-32.0%	56.4%	36.3%	29.5%
负债合计	322	494	512	531	盈利性				
股东权益合计	1127	1306	1495	1743	销售毛利率	37.7%	39.6%	41.9%	43.5%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.4%	13.6%	15.3%	16.6%
净利润	120	187	255	331	ROE	10.9%	14.7%	17.5%	19.4%
折旧与摊销	26	25	27	28	ROIC	8.64%	11.74%	14.59%	16.57%
经营活动现金流	16	164	202	267	估值倍数				
投资活动现金流	-121	-5	-65	-65	PE	26.3	33.6	24.7	19.0
融资活动现金流	-37	141	-66	-83	P/S	2.7	4.6	3.8	3.2
现金净变动	-142	300	71	119	P/B	2.86	4.93	4.31	3.70
期初现金余额	721	579	879	950	股息收益率	0.3%	1.0%	1.3%	1.8%
期末现金余额	579	879	950	1069	EV/EBITDA	18.4	25.1	18.2	13.9

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。