

**马应龙 (600993)**  
**买入/维持评级**

股价: RMB17.4

**分析师**

李聪  
SAC 执业证书编号:S1000510120013  
(021)6849 8610  
licong@mail.htlhsc.com.cn

**联系人**

李航  
(021) 50106409  
lihng@mail.htlhsc.com.cn

**传统业务向好 新业务值得期待**

**—马应龙三季度报点评**

- **主营业务增长迅速，净利润大幅提升。**公司 2011 年三季度营业收入 3.5 亿元，同比增长 24.07%；营业利润 3728 万元，同比增长 57.02%；归属母公司所有者净利润 3216 万元，同比增长 41.91%。公司净利润同比增长较大，主要因为传统治疗痔类药物同比大幅增长。
- **主营业务增长重回正常轨道。**公司营业利润增速远超营业收入涨幅，主要原因在于传统治疗痔类药物较去年同比大幅增长。去年同期由于存在降价预期，经销商减少进货导致增长停滞。通过上半年补库存后，下半年公司主打产品增长将回复正常增长轨道。考虑到今年公允价值变动以及投资收益远低于去年同期，三季度主营业务增长速度远超去年同期。
- **美妆产品已经初具规模。**公司眼霜制作工艺在 2011 年 6 月份被评为国家级非物质文化遗产，为公司品牌推广打下良好的基础。目前公司销售渠道依然局限于连锁药店，未来公司渠道拓宽至超市以及其他日用商品店铺将会极大的提升美妆产品的销售额。
- **肛肠连锁医院极具战略意义。**马应龙肛肠连锁医院的发展采用了自建与合作共建两种发展模式，均有行业顶尖专家坐镇医院。我们认为目前公司已有的肛肠医院的成功模式可以复制。公司肛肠医院连锁已经增至 5 家。面对目前肛肠专科诊疗服务行业可能高达 80 亿的蓝海市场，公司的战略规划将会极大未来公司的盈利能力。
- **盈利预测：**预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.55、0.69、0.83 元，新业务发展将带来新的利润增长点及估值提升，维持对公司“买入”评级。
- **风险提示：**新业务发展速度低于预期；医药工业增速放缓；证券投资风险。

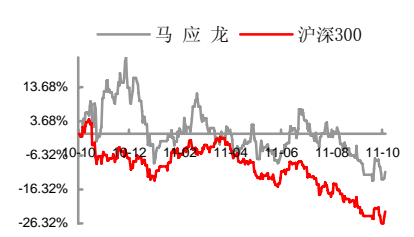
**相关研究**

公司研究——马应龙 (600993):《从潜龙在渊, 到飞龙在天 (买入)》, 20101110  
公司研究——马应龙 (600993):《日出蓝海, 映照金色的价值 (买入)》, 20101129  
公司研究——马应龙 (600993):《春风得意马蹄疾 (买入)》, 20100321

**基础数据**

总股本 (百万股)	332
流通 A 股 (百万股)	332
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,769

**最近 52 周股价走势图**



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1178	1428.0	1593.2	1837.3
(+/-%)	15.3	21.2	11.6	15.3
归属母公司净利润(百万元)	123	182	228	275
(+/-%)	-32.0	48.0	25.3	20.6
EPS(元)	0.37	0.55	0.69	0.83
P/E(倍)	47.0	31.6	25.2	21.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>主业带动营业收入大幅增长 .....</b>	<b>4</b>
公司主营业务经营持续向好 .....	4
主营产品重回正常增长轨道 .....	4
<b>未来看点在于药妆以及医院业务 .....</b>	<b>5</b>
药妆带来广阔视野 .....	5
肛肠连锁医院极具战略意义 .....	5
<b>风险提示 .....</b>	<b>5</b>

## 图表目录

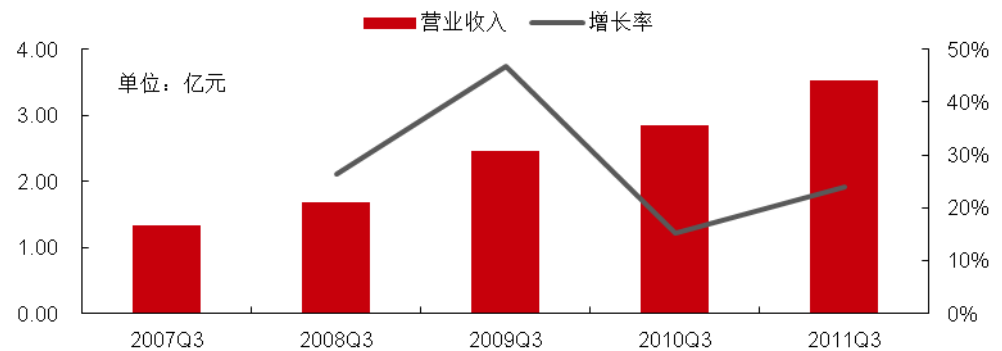
图 1: 公司营业收入大幅增长 .....	4
图 2: 公司营业利润大幅提升 .....	4

## 主业带动营业收入大幅增长

### 公司主营业务经营持续向好

公司主营业务增长迅速，净利润大幅提升。公司 2011 年三季度营业收入同比上升 24.07%，达 3.5 亿元；营业利润同比上升 57.02%，达 3772 万元；归属母公司所有者净利润同比上升 41.91%，达 3216 万元。

图 1： 公司营业收入大幅增长

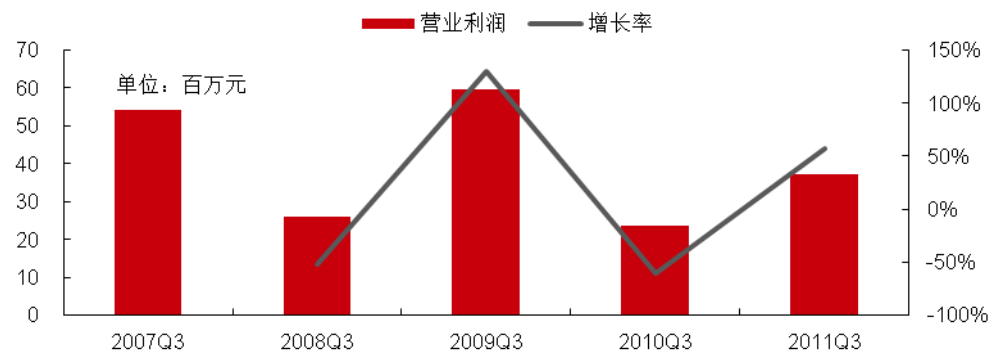


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

### 主营产品重回正常增长轨道

治疗类药物带动营业利润同比大幅增长。公司 3 季度营业利润增速远超去年主营业务收入，达 57.02%。主要原因在于去年同期由于构成公司主要利润来源的治疗类药物存在降价预期，经销商减少进货，导致当期销量大幅下滑。通过上半年经销商补库存后，下半年公司主打产品增长将回复正常增长轨道。

图 2： 公司营业利润大幅提升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

虽然营业利润较去年相比有较大幅度提升，但考虑到今年其他经营收益仅为 184 万元，远低于去年同期 1779 万元，因此今年主营业利润要远远好过去年同期。

## 未来看点在于药妆以及医院业务

### 药妆带来广阔视野

随着人们对于健康消费理念的转变，化妆品领域目前正朝着自然回归，药妆已经成为目前一种潮流。根据 Synovate 估计，我国 2010 年化妆品市场销售总额可能达 1200 亿元，而药妆细分市场在其中份额大约为 40%。公司通过眼霜可以打开一片新的化妆品市场。

目前公司销售渠道依然局限于连锁药店。我们认为，随着未来公司渠道拓宽至超市以及其他日用商品店铺将会极大的提升药妆产品的销售额。

### 肛肠连锁医院极具战略意义

马应龙肛肠连锁医院的发展采用了自建与合作共建两种发展模式，均有行业顶尖专家坐镇医院。而在合作共建模式中，公司采取了与当地顶尖专家联手，由行业医疗专家出任院长并且参股医院的模式。我们认为这样的发展模式具有极强的可复制性，具备连锁医院发展的第一要素，同时保证了马应龙连锁医院的医疗服务质量和在当地的竞争力。

公司肛肠医院连锁已经增至 5 家。面对目前肛肠专科诊疗服务行业这个可能高达 80 亿的蓝海市场，公司的战略规划将会极大的提升竞争力。

公司 2011 年上半年在医院诊疗方面实现营业收入 1244 万元，同比增长 29.40%，医院毛利率为 55.32%，超过去年 45.01% 的毛利率。我们认为随着公司医院经营趋于成熟，毛利率可能会进一步提升。

## 风险提示

新业务发展速度低于预期；医药工业增速放缓；证券投资风险。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1042	1414	1689	2040	<b>营业收入</b>	1178	1428.0	1593.2	1837.3
现金	579	897	1127	1405	营业成本	734	865	933	1053
应收账款	118	144	160	185	营业税金及附加	11	13	15	17
其他应收款	13	16	17	20	营业费用	242	271	319	374
预付账款	34	39	43	48	管理费用	69	86	96	110
存货	158	225	243	274	财务费用	-2	-12	-17	-22
其他流动资产	139	94	99	108	资产减值损失	4	1	1	1
<b>非流动资产</b>	407	338	316	293	公允价值变动收	-7	0	0	0
长期投资	60	60	60	60	投资净收益	23	10	20	20
固定资产	213	206	193	175	<b>营业利润</b>	136	214	267	323
无形资产	33	33	34	34	营业外收入	11	8	8	8
其他非流动资产	101	38	30	24	营业外支出	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	1449	1751	2005	2333	<b>利润总额</b>	144	220	273	329
<b>流动负债</b>	321	449	476	531	所得税	24	37	46	56
短期借款	51	60	60	60	净利润	120	182.4	226.8	273.5
应付账款	87	109	115	131	少数股东损益	-3	0	-2	-1
其他流动负债	183	280	301	340	归属母公司净利	123	182	228	275
<b>非流动负债</b>	0	1	0	1	EBITDA	160	226	276	327
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.55	0.69	0.83
其他非流动负	0	1	0	1					
<b>负债合计</b>	322	450	476	531	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	104	104	103	102	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	166	332	332	332	<b>成长能力</b>				
资本公积	217	118	118	118	营业收入	15.3%	21.2%	11.6%	15.3%
留存收益	642	749	977	1252	营业利润	-36.5%	56.9%	25.0%	21.1%
归属母公司股	1023	1197	1425	1700	归属母公司净利	-32.0%	48.7%	25.3%	20.3%
<b>负债和股东</b>	1449	1751	2005	2333	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	37.7%	39.5%	41.5%	42.7%
					净利率(%)	10.4%	18.0%	20.2%	10.4%
					ROE(%)	12.0%	15.2%	16.0%	16.2%
					ROIC(%)	25.5%	46.9%	59.1%	72.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	22.2%	25.7%	23.8%	22.8%
					净负债比率(%)	15.80	13.34	12.59	11.29
					流动比率	3.24	3.15	3.55	3.84
					速动比率	2.75	2.65	3.04	3.33
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.82	0.89	0.85	0.85
					应收账款周转率	9	10	10	10
					应付账款周转率	8.32	8.81	8.31	8.54
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.37	0.55	0.69	0.83
					每股经营现金流	-0.03	0.72	0.60	0.73
					每股净资产(最新	3.09	3.61	4.30	5.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	114.43	76.96	61.40	51.05
					P/B	13.71	11.71	9.84	8.25
					EV/EBITDA	40	28	23	20

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。