

# 马应龙 (600993): 治痔类活力焕发 药妆 及医院亦值得期待

联系人: 医药行业研究组

日期: 2012年06月25日

[www.lxq.com.cn](http://www.lxq.com.cn)

6月18日, 我们到马应龙药业进行了实地调研, 主要就以下几个方面与公司领导进行了  
深入交流:

## ◆公司11年恢复快速增长的原因是什么? 这个因素是否会持续存在?

我们认为11年及12Q1的增长, 主要原因有两个: 1) 公司加强OTC渠道的控制, 加大了对终端价格的维护力度, 取得了一定的成效; 2) 医院市场的快速增长, 公司加大学术推广投入, 并带动其它二线产品如地奥司明片等的销量; 3) 10年的基数相对低。其中第三个因素应该不会持续, OTC与医院渠道则是公司近期工作的重点, 因此持续加大营销投入基本是肯定的。

## ◆药妆业务对公司的影响?

药妆是公司2010年介入的产业, 目前年销售额约3000万元。但由于正处于市场开拓期, 费用较大, 因此目前盈利很少。此领域竞争激烈, 公司产业又处于导入期, 因此近两年带来较大收益的可能性很小。

## ◆医院扩张的步伐会否下降?

医院是公司的战略性布局, 与公司治痔类产品相互呼应, 相互影响。成立医院后, 公司一般会请当地专家坐诊, 通过专家来影响患者的选择。因此作为一颗战略性棋子, 公司不会对其盈利做太多要求, 而且未来公司肯定会继续扩大专利医院的规模和数量。

根据调研的情况, 我们认为公司在08年以后开始步入一个稳定增长期, 年均增长率约为16%。增长的原因包括新产品的上市、渠道建设加强、营销人员及投入的增加等。公司产品销售模式逐渐由‘经销商推动销售’向‘自建队伍维护终端’转变, 这也一个缓慢见效的过程, 而医院渠道的快速增长也不断促进OTC渠道的增长, 随着药妆、医院等业务的成熟稳定, 公司的未来前景是值得看好的, 预计公司2012/2013/2014年净利润增速分别为36%/34%/29%; EPS分别为0.56/0.75/0.97元, 目前股价对应11/12/13年PE为29/21/17, 我们首次给予增持评级。

内  
部  
资  
料

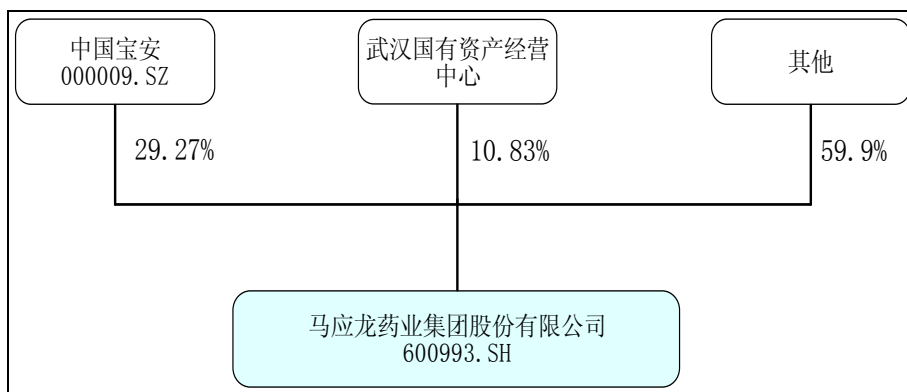


### 1、公司简介

马应龙是一家中华老字号企业，创始于公元1582年。马应龙的创始人马金堂于河北定县开办小型眼药铺——马应龙生记药店，创制“八宝”眼药。至清乾隆年间，马金堂的后人马应龙将“八宝眼药”定名为“马应龙定州眼药”。新中国成立后，马应龙生记药店成为国有独资企业——武汉第三制药厂，1993年改制为武汉马应龙药业股份有限公司，1995年通过国有股股权转让，由中国宝安集团控股经营。2008年更名为“马应龙药业集团股份有限公司”。

目前，马应龙已经成为一家涉足于药品制造、药品研发、药品批发零售、连锁医院等多个领域的专业化医药上市公司。中国宝安集团股份有限公司和武汉国有资产经营公司作为公司的第一、第二大股东，目前分别持有29.27%和10.83%的股份。

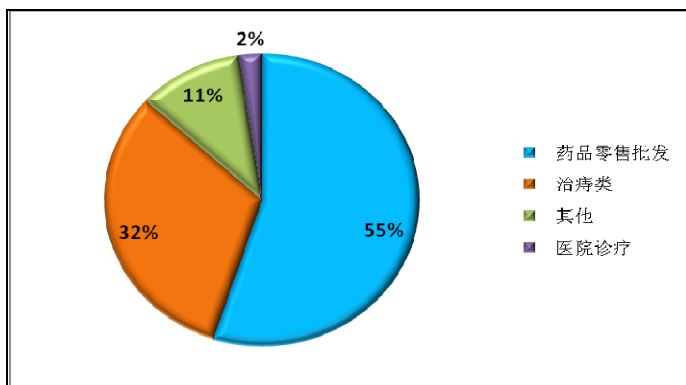
图表1 公司股权结构



数据来源：联讯证券投研整理

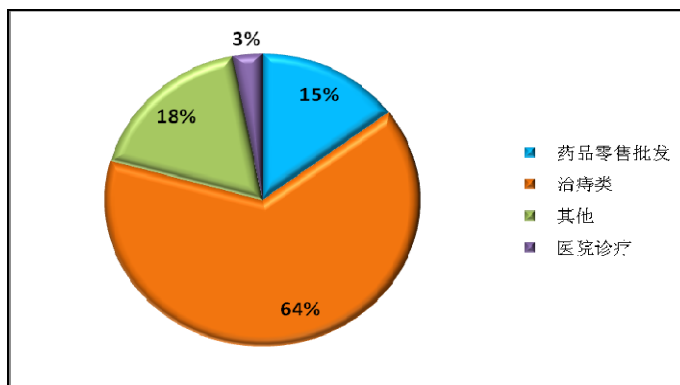
公司主导产品为马应龙麝香痔疮膏、马应龙麝香痔疮栓等治疗痔疮类药品，并一直在国内同类药品中居领先地位。2008年公司介入医疗领域，开始从事肛肠专科医院业务，2010年公司开展药妆业务，但主导业务仍然是治痔类产品，其贡献了超过60%的毛利润。

图表2 2011年公司各项业务收入占比



数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

图表3 2011年各项业务毛利占比



数据来源：公司公告、联讯证券投研整

图表4 2011年主要子公司经营情况

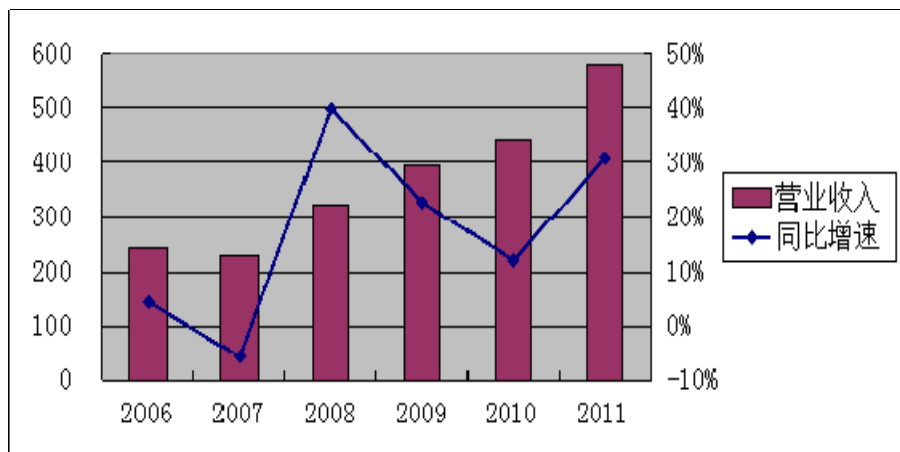
主要子公司名称	持股比例%	净利润/元	业务类型
武汉马应龙大药房连锁有限公司	100	7252616	药品零售
深圳大佛药业有限公司	68.3	1996239	药品生产
北京马应龙长青医院管理有限公司	70.31	279982	医疗服务
西安马应龙肛肠医院有限公司	75	243206	医疗服务
武汉马应龙中西医结合肛肠医院有限公司	100	58991	医疗服务
武汉马应龙达安基因诊断技术有限公司	51	52200	诊断试剂
西安太极药业有限公司	55	-432065	药品生产
沈阳马应龙医院投资管理有限公司	67	-516320	医院投资
湖北维达健基因技术有限公司	40	-980819	基因研究
湖北天下明药业有限公司	51	-1910741	药品批发
武汉马应龙汉深大药房连锁有限公司	54	-2478209	药品零售
南京马应龙医院管理有限公司	76.38	-2769103	医院投资
湖北马应龙连锁医院投资管理有限公司	100	-3870836	医院投资

数据来源：公司公告、联讯证券投研整理

## 2、持续的稳定增长值得期待

2011年母公司收入同比增长31%，好于以前年度的平均增速26%，通过比较近6年收入的同比增速，我们不难发现07及10年的低基数，助长了其次年增速的放大。但从收入的实际数额看，公司自08年以来的增长是稳定有序的。因此，在谈论公司2011年及2012年的增长率时，我们更愿意将近几年数据一块分析。

图表5 母公司收入同比增长率



数据来源：联讯证券投研整理

在2008年之前，公司营业收入一直在2.3亿左右徘徊。08年之后，公司营业收入的平均增长率达26%。通过对比分析应收款及资产减值数据，我们判断公司收入的质量很高，应收款数额相对不大，且每年减值较少。

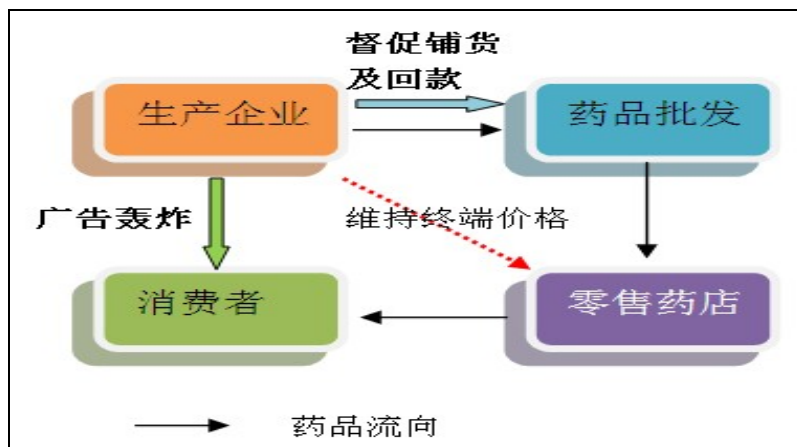
业绩稳定增长的原因是什么？我们认为主要有三点：

1) OTC渠道的加强，对销售终端进行维护，加强药品流向控制等。

这里，我们先介绍一个概念——药品流向。所谓药品流向，是指药品从车间生产出来，到最终患者手中所经历的路径，如图表2所示。药品流向不清会带来什么后果？当药品销售规模还较小时，一般并不存在问题，因为经销商所负责区域市场还有很大空间；但是当药品销售规模达到一定程度后（经销商增加销量开始变得困难），商人的逐利性质使得他们可能会违背协议，以相对低的价格串货到别人的区域，从而造成自家产品相互竞争的恶劣局面，如果此时药品生产企业不能有效的掌握药品流向，发现问题所在，产品价格就会越做越低，最后产品也就停留在目前的销售规模上，很难再有突破。

一直以来，公司痔疮膏、痔疮栓都是在依靠广告实现的自然销售，或依赖经销商去推动产品的覆盖面以及销量。公司治痔类产品的经销商较多，一个省份往往不止一家一级经销商，而不同资质的经销商对药品流向的掌握能力又参差不齐，最后使得公司不能很好掌握产品的流向，这可能也是公司在OTC零售市场面临的最主要问题。

图表6 OTC渠道药品流向及企业营销方式



数据来源：联讯证券投研整理

我们从近两年公司董事会报告中看到，管理层已经意识到并着手解决药品流向及药品价格维护的问题，这一点我们也从公司得到了确认。2011年，公司销售人员增加近100人，增幅达25%，新增人员主要用于终端价格的维护和医院市场的开拓，这彰显出了公司对渠道改善的决心。2011年公司零售市场收入增长20%，收入占治痔类比例为75%。随着终端维护力度的加强，我们认为零售渠道的增长空间仍然较大。

2) 医院渠道的快速增长。2010年，公司重点开拓医院渠道，为区别零售市场的产品，公司推出20g规格的痔疮膏。目前医院销售队伍人数也已达200人，主要通过学术营销推广联合用药，以痔疮膏带动多个二线产品的销售，包括地奥斯明片、痔疮消片、聚乙二醇4000散、金玄痔科熏洗散等。2011年公司医院渠道销售收入同比增长60%，营业收入占治痔类收入的25%左右，随着营销投入的加大，我

们认为医院渠道的增长仍十分强劲。

3) **痔疮膏和痔疮栓的价格上调**，近几年累计上调幅度约为40%。这可以通过产品毛利率的变化看出——毛利率每年小幅上涨1-2个百分点，如果考虑到材料及人工成本的上涨因素，其真实毛利水平可能更好，这也反映了公司产品的竞争优势。

对以上三点影响因素，我们认为OTC渠道的改善以及医药渠道的增长是最为重要的。新产品的研发需要时间，持续性不强，更为重要的是，新产品的上市更加依赖于营销的投入；产品的提价也不具备可持续性。我们认为，随着公司营销力度的加大以及零售渠道的改善，公司产品在医院、OTC两个渠道都会迎来一个快速稳定的增长，预计未来两年增速可达20%。

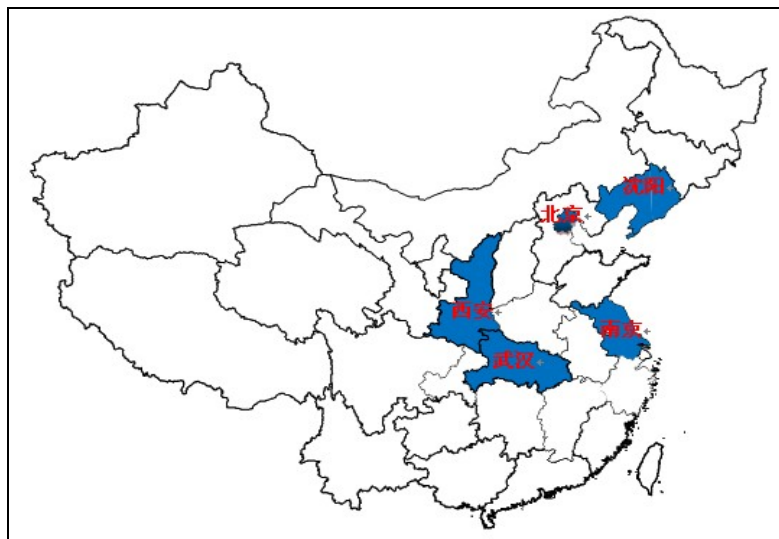
### 3、药妆业务开局良好

公司在2010年开始介入药妆领域就，现有产品主要是去黑眼圈眼霜，另外还有正在开发的15项药妆类产品。公开资料显示，2011年销售额约3000万元，但由于前期开发需要大量费用，因此基本并不盈利。由于是试点销售，主要放在药店渠道，受众较窄。目前公司已经成立一个新的品牌来运作药妆产品——瞳话。新品牌推出后，公司将正式转向商场超市渠道，值得看好。

### 4、医院的战略性布局

公司从2008年开始介入医疗领域，在武汉成立第一家肛肠专科医院，截止目前已经通过自建和收购的方式，成立了5家肛肠专科医院，分别分布在武汉、南京、北京、西安和沈阳。由于公司对医院收购有一定标准，首先要是区域优势医院，其次是具备医保定点资质。同时公司也会聘请当地知名肛肠专家坐诊。这在一定程度上也保证了医院在当地的知名度，而知名专家的建议又会影响患者对产品的选择。

图表7 五家肛肠医院布局合理



数据来源：联讯证券投研整理

新建或收购一家100张床位的肛肠医院，费用约为3000万元。正式营业后3年基本可达到盈亏平衡。据了解，一家100张床位的医院如果满负荷运转，年收入约2000万元，净利率10%左右。但是根据2011年年报披露数据，北京和武汉医院的净利润率远没达到这个水平。因此我们认为，公司对医院盈利不会有太多的要求，更多的是出于战略性考虑，扩大公司及产品的影响力，而未来公司仍然会继续扩大医院的规模和数量。

## 5、盈利预测

预计公司2012/2013/2014年净利润增速分别为29%/21%/26%；EPS分别为0.53/0.64/0.81元，目前股价对应12/13/14年PE为31/25/20，我们看好痔疮产品在医院和OTC两个渠道的增长，以及未来药妆业务的潜力。首次给予公司“增持”评级。

## 6、风险提示

- 1) 渠道调整带来短期的业绩波动
- 2) 医院市场增长低于预期

图表8 公司盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	<b>1,416</b>	<b>1,626</b>	<b>1,852</b>	<b>2,123</b>
增长率(%)	20.11%	14.88%	13.91%	14.60%
减：营业成本	858	984	1,089	1,206
毛利率(%)	39.42%	39.51%	41.21%	43.17%
营业税金及附加	15	13	15	17
减：销售费用	286	333	389	456
管理费用	82	96	111	129
财务费用	- 2	- 2	- 3	- 3
期间费用率(%)	25.81%	26.25%	26.85%	27.45%
资产减值损失	5	2	-	-
加：投资收益	5	8	-	-
公允价值变动收益	- 24	-	-	-
<b>二、营业利润</b>	<b>154</b>	<b>203</b>	<b>251</b>	<b>317</b>
营业利润率(%)	10.87%	12.46%	13.56%	14.92%
营业外收入	7	8	-	-
营业外支出	1	3	-	-
<b>三、利润总额</b>	<b>160</b>	<b>208</b>	<b>251</b>	<b>317</b>
增长率(%)	10.81%	29.86%	21.04%	26.06%
利润率(%)	11.29%	12.76%	13.56%	14.92%
减：所得税	25	32	39	49
实际税负比率(%)	15.51%	15.50%	15.50%	15.50%
<b>四、净利润</b>	<b>135</b>	<b>175</b>	<b>212</b>	<b>268</b>

增长率(%)	12.75%	29.88%	21.04%	26.06%
归属于股东的净利润	138	175	212	268
净利润率(%)	9.54%	10.78%	11.46%	12.61%
少数股东损益	-3	0	0	0
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.42</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>	<b>0.81</b>

数据来源：联讯证券投研整理

## 信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料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。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。