

# 马应龙 (600993): 业绩低于预期 医院药妆是看点

分析师: 刘苗

执业证书编号: S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2012年8月21日

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

要点:

## 1、业绩低于预期

2012年上半年, 公司实现主营业务收入7.81亿元, 同比增长14.80%; 实现净利润1.13亿元, 同比增长10.69%。其中母公司实现主营业务收入3.43亿元, 同比增长18.37%; 实现净利润1.17亿元, 同比增长22.50%。

## 2、新产品上市 销售费用增长较快

2012年上半年销售费用共计1.51亿元, 比去年同期增长40%。中期销售费用率为19.3%, 高出去年同期水平15.8%, 分析原因为原有销售渠道调整、销售人员增加以及新产品推广等的影响所致。

分业务看, 治痔类产品呈现稳步增长态势, 收入同比增长16.03%, 由于制造费用分摊调整的影响, 毛利率有所下滑; 医院诊疗业务收入同比增长125%, 成本同比增长213%, 主要是新增人员工资影响所致。药妆业务增长较快, "瞳话"四个系列22个品种已经上市销售, 目前主要在南方市场屈臣氏、万宁等药妆渠道铺货, 我们认为专业的渠道将有助于公司产品的快速成长。

## 3、盈利预测及估值

考虑销售费用的大幅增加, 我们下调了公司的盈利预测, 预计公司2012/2013/2014年净利润增速分别为11.9%/17.6%/18.2%, EPS分别为0.46/0.55/0.65元, 目前股价对应12/13/14年PE分别为35/29/24, 估值偏高, 因此决定下调评级至“持有”。

## 4、风险提示

- 1) 销售费用持续较快增长
- 2) 药妆新品推广进展低于预期



联讯证券

**图表1 盈利预测表**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1,042	1,250	1,564	1,699	1,605	<b>营业收入</b>	1,178	1,416	1,588	1,803	2,059
现金	579	619	901	1,030	878	营业成本	734	858	965	1,083	1,209
应收账款	118	129	129	129	129	营业税金及附加	11	15	16	19	21
其它应收款	13	17	17	17	17	营业费用	242	286	349	397	474
预付账款	34	35	41	45	51	管理费用	69	82	89	101	115
存货	158	175	223	221	271	财务费用	(2)	(2)	2	2	2
其他	139	276	253	258	259	资产减值损失	4	5	5	5	5
<b>非流动资产</b>	407	407	407	426	436	公允价值变动收益	(7)	(24)	-	-	-
长期投资	60	83	64	67	68	投资净收益	23	5	14	9	12
固定资产	213	216	249	273	290	<b>营业利润</b>	136	154	175	206	245
无形资产	33	32	30	28	25	营业外收入	11	7	8	8	8
其他	101	77	65	59	53	营业外支出	3	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	1,449	1,658	1,971	2,125	2,041	<b>利润总额</b>	144	160	182	212	251
<b>流动负债</b>	321	332	532	538	279	所得税	24	25	29	34	40
短期借款	51	50	269	265	-	<b>净利润</b>	120	135	153	179	211
应付账款	87	103	103	103	103	少数股东损益	(3)	(3)	(1)	(3)	(3)
其他	183	179	159	169	175	<b>归属母公司净利润</b>	123	138	154	181	214
<b>非流动负债</b>	0	6	3	4	4	EBITDA	160	179	205	240	283
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元)	0.74	0.42	0.46	0.55	0.65
其他	0	6	3	4	4						
<b>负债合计</b>	322	338	535	542	282	<b>主要财务比率</b>	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	104	167	165	162	159	<b>成长能力</b>					
股本	166	332	332	332	332	营业收入	15.3%	20.1%	12.2%	13.6%	14.2%
资本公积	217	118	118	118	118	营业利润	-36.5%	13.0%	13.8%	17.5%	18.9%
留存收益	642	705	822	973	1,150	归属于母公司净利润	-32.0%	12.4%	11.9%	17.6%	18.2%
归属母公司股东权益	1,023	1,153	1,271	1,421	1,599	<b>盈利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	1,449	1,658	1,971	2,125	2,041	毛利率	37.7%	39.4%	39.2%	39.9%	41.3%
						期间费用率	26.2%	25.8%	27.7%	27.7%	28.7%
						净利率	10.4%	9.7%	9.7%	10.1%	10.4%
						ROE	12.0%	11.9%	12.1%	12.8%	13.4%
						ROIC	31.2%	26.7%	26.8%	31.0%	33.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.2%	20.4%	27.1%	25.5%	13.8%
						净负债比率	15.8%	14.7%	50.4%	49.0%	0.0%
						流动比率	3.24	3.77	2.94	3.16	5.76
						速动比率	2.75	3.24	2.52	2.75	4.79
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.82	0.91	0.88	0.88	0.99
						应收账款周转率	10.30	11.44	12.28	13.95	15.93
						应付账款周转率	8.32	9.01	9.36	10.51	11.73
						<b>每股指标(元)</b>					
						EPS	0.37	0.42	0.46	0.55	0.65
						每股经营现金流	-0.03	0.23	0.24	0.64	0.57
						每股净资产	3.09	3.48	3.83	4.29	4.82
						<b>估值比率</b>					
						P/E	21.6	38.5	34.4	29.2	24.7
						P/B	2.59	4.59	4.17	3.73	3.31
<b>现金流量表(百万元)</b>	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E						
<b>经营活动现金流</b>	(11)	75	79	211	188						
净利润	120	135	153	179	211						
折旧摊销	26	27	27	32	37						
财务费用	(2)	(2)	2	2	2						
投资损失	(23)	(5)	(14)	(9)	(12)						
营运资金变动	(150)	(110)	(76)	7	(50)						
其它	19	30	(13)	(0)	0						
<b>投资活动现金流</b>	(95)	(67)	20	(45)	(36)						
资本支出	34	45	40	43	44						
长期投资	(63)	(29)	(3)	3	(2)						
其他	(125)	(52)	57	1	7						
<b>筹资活动现金流</b>	(51)	43	184	(37)	(304)						
短期借款	(10)	(1)	220	(4)	(265)						
长期借款	-	-	-	-	-						
普通股增加	-	166	-	-	-						
资本公积增加	(1)	(99)	-	-	-						
其他	(39)	(23)	(36)	(33)	(39)						
<b>现金净增加额</b>	-	-	283	128	(151)						

资料来源：联讯证券投资研究中心

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

### 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。

### 股票投资评级说明

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。投资者应阅读整篇报告，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

本报告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。合法取得本报告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报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告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报告中的内容、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作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、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。