



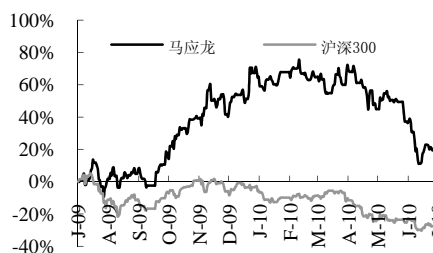
医药保健  
Healthcare

2010年7月30日

市场数据

当前价格(元)	31.97	
52周价格区间(元)	22.21	44.88
总市值(百万)	5182.59	
流通市值(百万)	5169.05	
总股本(万股)	16579	
流通股(万股)	16536	
日均成交额(百万)	32	
近一月换手(%)	11.55	
Beta(2年)	0.71	
第一大股东	中国宝安集团股份有 限公司	
公司网址	www.maying long.cn	

收益率比较



魏芳 胡骥 (协助)  
+86 755 83025665  
huji@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

胡骥: S0370110030028

## 马应龙(600993)调研报告

——药价控制及医药商业反行贿浪潮中的避风港

评级: 增持

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1021.98	1258.47	1537.35	1886.17
主营收入增长率%	26.23%	23.14%	22.16%	22.69%
净利润(百万元)	180.08	159.99	216.34	272.16
净利润增长率%	123.90%	-11.16%	35.22%	25.80%
每股收益(元)	1.086	0.965	1.305	1.642

资料来源: 金元证券研究所

### 投资要点

#### ● 经营稳健, 业务多元化

公司主要利润来源于治疗痔疮类药物, 业务范围包括治疗痔疮类药物、药妆产品、连锁药房和肛肠医院。公司董事长来自控股股东中国宝安, 有丰富的投资和资本运作经验。总经理做医药营销多年, 二人搭档已有5年, 企业经营稳健, 发展方向明确。

#### ● 治疗痔疮类药物进军基层医院, 是公司未来两年业绩最大的机会和增长点

马痔膏和马痔栓是公司的拳头产品, 在OTC的市场(第二终端)占有率超过60%, 但在大医院(第一终端)份额很低, 在基层医疗机构(第三、第四终端)也销售平平。马痔膏09年进入基本药物目录。18个品种进入国家基本药物目录, 其中马痔膏作为独家品种纳入基本药物范围, 麝香痔疮栓、龙珠软膏增补进入新版《国家医保目录》, 该目录中马应龙入选品种达到26个, 其中独家品种4个。基本药物目录和医保目录的突破为公司进入基层医疗市场提供了有利战略机会。公司今年在OTC上营销投入适当减少, 全力投入各地基本药物招标, 凭借公司的产品优势, 我们认为将取得非常不错的结果, 对业绩的反映在下半年和明年将较为明显。

#### ● 在政府加大药价管理和整治医药商业行贿的浪潮中, 公司是避风港, 有望借机扩大市场份额

公司产品是市场上治疗痔疮用药中最便宜的, 降价空间较小, 而对竞争对手特别是进口药品的打击要更大。在打击行贿最严厉的2006年公司收入依然保持30%的增长。股价表现也明显好于医药板块。

在大医院市场上, 公司学术推广和关系营销的力度一直较弱。打击商业行贿将遏制或减弱竞争对手的推广力度, 从而间接提高公司的市场份额。

在基本药物招标中, 公司产品相对竞争对手性价比优势突出。政府规范招标过程, 加强各个环节的监管, 有助于公司产品在招标中胜出。

为应对基本药物招标价格较OTC价格低的影响, 公司通过采用更小包装的产品应对招标以免对OTC价格产生冲击。当然, 我们预计公司未来马应龙痔疮膏的提价也可能告一段落, 全年均价约6元。

- **研发和技术投入加大，走中药现代化和中药二次开发路线**

“八宝”组方是公司的立业之本，被评为非物质文化遗产。马痔膏、马痔栓和“八宝”眼霜都源自“八宝”组方。目前公司和中药研究所合作研究其作用机理，同时公司加强技术研发的投入，申报国家技术中心获批，在东湖高新区的研发基地开工。

- **连锁药房增速可能放缓**

08年收购天下明，09年合并汉深大药房使医药商业业务快速发展。10年因为药房受社康中心的分流影响较大，且政府对药店政策尚不明朗，公司连锁药房的扩张将放缓，预计未来两年可能保持15%的行业自然增速。

- **肛肠医院计划从09年开始在3-5年内开5-8家**

因为公司药店扩展放缓，更多的精力和财力将投入到肛肠医院的扩张。目前来看进展快于预期，开医院数量可能超过8家。新医改将使民营医疗机构的发展环境改善，肛肠医院有望成为公司未来重要的赢利点。同时肛肠医院规模扩大对公司治疗痔疮药物，特别是中、高端药品有一定带动作用。

- **盈利预测与投资建议**

不考虑投资收益的情况下，预计10-12年的EPS分别为0.97, 1.31, 1.64，对应PE为32, 24, 19倍。10年的PE和中药行业平均值33倍接近。

公司产品市场认同度高、基本药物招标市场空间较大，受药价管理和反行贿政策影响较小，主营业务业绩未来两年保持30%以上的高速增长，肛肠医院业务具有良好的前景，应该给予一定的溢价。

此外公司精于股票市场投资，非经常性投资收益常常是公司业绩的意外之喜。近期投资主要集中在医药行业，并加大非上市公司投资。在牛熊交替的最近三年，公司投资收益平均每年为7100万，对EPS贡献平均值为0.42元。如果只考虑一季度的投资收益1100万，可增厚EPS0.07元，10年EPS达1.04元。

如果给予公司10年主营业务35倍的PE估值，对应股价33.8元。考虑公司经常性的投资收益和突出的投资能力，我们给予4.2元的溢价（近三年EPS贡献平均值10倍估值），合理股价38元。

表 1 主营业务收入、利润预测

主营业务		2008	2009	2010E	2011E	2012E	支持逻辑
治痔药	收入(百万)	279.09	320.09	419	541	676	开拓基本药物市场和新产品放量,收入增长较快。因提价因素2010年毛利提升
	增长率(%)	46%	14.7%	31.0%	29.0%	25.0%	
	成本(百万)	69	72	73	94	116	
	毛利(百万)	210	248	346	447	560	
	毛利率(%)	75.15%	77.43%	82.50%	82.70%	82.80%	
药妆及其他产品	收入(百万)	75.3	75.94	91	123	160	药妆产品推动收入增长和毛利提高
	增长率(%)		0.8%	20%	35%	30%	
	成本(百万)	40	42	49	65	85	
	毛利(百万)	35	34	42	58	75	
	毛利率(%)	46.37%	45.26%	46.00%	47.00%	47.00%	
药店	收入(百万)	447.46	607.78	723	839	998	因扩张不明朗,增速相比09年放缓
	增长率(%)		35.8%	19.00%	16.00%	19.00%	
	成本(百万)	385	516	604	701	836	
	毛利(百万)	63	91	119	138	163	
	毛利率(%)	13.98%	15.03%	16.50%	16.50%	16.30%	
肛肠医院	收入(百万)	0.00	2.47	5.43	10.87	22.82	增长源于医院数量的增加和门诊量提升。不可预测因素较多
	增长率(%)			120%	100%	110%	
	成本(百万)	0	2	4	7	14	
	毛利(百万)	0.00	-0.01	1.09	3.80	9.13	
	毛利率(%)	0.00%	-0.21%	20.00%	35.00%	40%	
主营总计	收入(百万)	801.85	1006.28	1239.14	1513.79	1857.29	毛利提升主要由于于治疗痔疮类药物和药妆占比提升。
	增长率(%)		25.49%	23.14%	22.16%	22.69%	
	成本(百万)	495	630	727	859	1037	
	毛利(百万)	307	374	507	644	798	
	毛利率(%)	38.31%	38.28%	40.93%	42.52%	42.95%	

资料来源: 公司年报, 金元证券研究所

表 2 公司主营业务分析

主营业务	业务情况	业务展望
治痔药	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 马痔膏和马痔栓是主打产品, 市场上走低端路线, 马痔膏是市面上唯一低于10元的痔疮药。09年痔疮膏含税2个多亿收入, 痔疮栓有1个亿收入。此外公司推出了麝香痔疮膏, 麝香痔疮栓等传统外用产品。</li> <li>● 马痔膏09年新近基本药物目录, 基层医疗市场机会巨大。</li> <li>● 地奥斯明片和痔炎消片是进入医院的切入点, 09年销售收入分别为2,000万和1000万。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● “痔血清胶囊”已进入技术审评程序; “美沙拉嗪肠溶片”完成临床前工艺研究。</li> <li>● 进军高端的重要产品纳米化马痔膏目前在做一期临床, 预计2013年上市。</li> <li>● 研发是公司的短板, 将加强研发投入。目前技术人员约80人, 公司申报了国家级技术中心, 东湖开发区地块技术基地很快投入建设。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>● “益气通便颗粒”取得新药证书和批文</li> </ul>	
药妆	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 八宝眼霜定位去黑眼圈眼霜，以功效宣传为主，现阶段只有两个型号（一款为敏感型，另一款为强效型），没有针对细分客户。138元/只给经销商，198元/只零售价，可以使用1-2月。</li> <li>● 09年眼霜只在武汉市区的马应龙药房卖，销售收入200万元，100只/天</li> <li>● 10年药扩大推广面，目前已和北京金象大药房合作。同时开拓连锁药店，向上海、长春、沈阳、成都（可能）几个重点城市推广。</li> <li>● 2010年计划眼霜做4,000万销售额。但上半年销售情况并不理想，预计为1000万左右。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 药妆市场前景广阔，基于“八宝”组方的产品效果突出，但目前药妆产品的定位、品牌建设、推广营销尚存在较多问题需突破</li> <li>● 以八宝秘方为技术基础的3个药妆系列新产品已完成配方工艺研究</li> </ul>
药店	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 在武汉有130家大药房，全部为直营店，在武汉直营店份额排第一。公司有60家医保定点连锁药店，武汉市医保定点店有一半是马应龙大药房。</li> <li>● 08年下半年，从事从复星医药收购药品配送商天下明药业。天下明药业获得湖北省基本药物目录配送商资质，但其定位还是支持马应龙药店扩展的配送平台。</li> <li>● 09年收购汉深药店，药房实现收入5.65亿，增长50%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公司药房将进一步扩张，从武汉扩张到全国，首先利用武汉对周边地区的辐射能力开发武汉周边地区</li> <li>● 扩张中有限通过并购，新开店成本较高</li> <li>● 预计2010年扩张速度较慢，主要因为国家对药店发展的政策不明朗，另一方面社区康复中心的发展对药店形成较大的威胁，扩张风险大</li> </ul>
肛肠医院	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 武汉肛肠医院，营业半年即拿到医保定点资格，预计2010年达到盈亏平衡。</li> <li>● 北京长青医院，公司投资1,000万，股权转让增资获得70%的股权，医院有85床位，院长是韩宝，原301院长，肛肠专家，其个人有医院30%股权。北京长青肛肠医院在北京市资质和份额排名第三。</li> <li>● 南京将新建一家肛肠医院。院长丁一江为肛肠世家，丁氏家族占30%股份，医院有100张病床。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 09年计划用3-5年时间开5-8家肛肠医院。目前来看进展快于预期，因为公司药店扩展放缓，更多的精力和财力将投入到肛肠医院的扩张。</li> <li>● 未来新开医院可能较多的以和当地权威专家或已有医院合作为主，目前有几家医院正在谈判当中。</li> </ul>

资料来源：公司公告，金元证券研究所调研信息

表 3 利润表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	548.63	809.63	1021.98	1258.47	1537.35	1886.17
减: 营业成本	312.28	494.73	634.98	743.38	883.67	1076.06
营业税金及附加	5.74	8.07	9.21	11.34	13.85	17.00
营业费用	118.01	148.78	200.59	247.00	301.74	370.21
管理费用	59.36	54.62	61.82	76.12	92.99	114.09
财务费用	1.71	0.02	-2.75	-12.42	-17.60	-22.87
资产减值损失	2.04	0.43	1.36	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	133.60	-27.42	107.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.94	10.40	-9.26	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>186.03</b>	<b>85.97</b>	<b>214.61</b>	<b>193.05</b>	<b>262.70</b>	<b>331.69</b>
加: 其他非经营损益	-1.27	3.48	5.93	4.70	4.70	4.70
<b>利润总额</b>	<b>184.77</b>	<b>89.45</b>	<b>220.54</b>	<b>197.75</b>	<b>267.40</b>	<b>336.39</b>
减: 所得税	33.76	17.45	31.35	29.66	40.11	50.46
<b>净利润</b>	<b>151.00</b>	<b>72.00</b>	<b>189.19</b>	<b>168.09</b>	<b>227.29</b>	<b>285.93</b>
减: 少数股东损益	17.60	-8.43	9.11	8.09	10.95	13.77
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>133.40</b>	<b>80.43</b>	<b>180.08</b>	<b>159.99</b>	<b>216.34</b>	<b>272.16</b>

资料来源: Wind, 金元证券研究所

## 金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.