

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



马应龙 (600993. SH)

业绩符合预期

投资要点

● **盈利符合我们预期。**公司实现主营业务收入 5.69 亿元，同比增长 9.44%；其中母公司主营业务收入 2.41 亿元，同比增长 25.07%；归属于上市公司股东的净利润 8,566.96 万元，扣除非经常性损益的净利润 8,432.69 万元，同比增长 29.82%。每股收益 0.52 元。

● **毛利率、费用率双升。**公司上半年毛利率同比上升了 6.69 个百分点，09 年痔疮膏的提价效应仍在显现。销售费用率、管理费用率同比分别上涨了 0.75、1.07 个百分点，源于上半年药妆业务新建了一支销售队伍，同时，加大了基本药物在基层市场的推广也是费用率上升的原因之一。

● **医药商业收入下降，医疗服务已现生机。**上半年公司实现药品零售业务 2.95 亿元，同比下降 4.13%；医疗服务实现收入 9617 万元，预计下半年还将新开南京肛肠医院，还有几家仍在陆续的谈判中。

● **痔疮业务继续稳健增长，药妆业务低于预期。**上半年公司痔疮业务同比增长了 30.53%，销售量增长尤其是高端产品占比加大，以及毛利率提升是增长的原因。药妆业务由于仍处于试销和培育摸索阶段，上半年估计实现收入 600 万左右，预计全年 1500-2000 万左右。

● **下调至“谨慎推荐”。**预计公司 10、11、12 年实现经营性净利润 1.8 亿元、2.54 亿元、3.37 亿元，增长率 56.5%、42%、33%；实现每股收益 1.08 元、1.53 元、2.03 元，对应市盈率分别为 36.21 倍、25.59 倍、19.31 倍，按照 2010 年 40 倍动态市盈率估值，合理价位 43.2 元。目前股价已接近我们的目标价位，投资评级由“推荐”下调至“谨慎推荐”。

医药生物

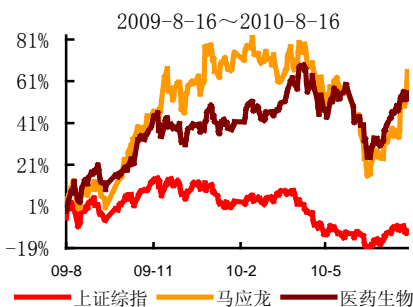
投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	调低
目标价格:	43.2

市场数据

市价(元)	39.25
上市的流通 A 股(亿股)	1.65
总股本(亿股)	1.66
52 周股价最高最低(元)	22.57-44.88
上证指数/深证成指	2606.70/10886.57
2009 年股息率	0.66%

52 周相对市场表现



相关研究

《马应龙年报点评：长期发展前景看好》
2010.3.29

《马应龙调研报告：2010 年提价效应充分显现》2010.3.10

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1021.98	1238	1446	1695
增长率(%)	26.23	21	17	17
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	180.08	179.70	254.33	337.06
增长率(%)	123.90	0	42	33
毛利率(%)	37.87	43	45	47
净资产收益率(%)	18.93	16	18	20
EPS(元)	1.09	1.08	1.53	2.03
P/E(倍)	36.14	36.21	25.59	19.31
P/B(倍)	7.22	5.75	4.70	3.78

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1095	1341	1668	2088
现金及等价物	760	824	1064	1381
应收帐款	144	174	203	238
存货	150	292	341	400
其它流动资产	42	51	59	69
非流动资产	338	338	338	338
长期股权投资	63	63	63	63
固定资产及其他	229	229	229	229
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	38	38	38	38
其它非流动资产	8	8	8	8
资产总计	1433	1679	2006	2426
流动负债	383	421	465	514
短期借款	61	61	61	61
应付帐款	199	222	249	280
其它流动负债	123	138	155	174
非流动负债	1	17	33	48
长期借款	0	16	31	47
其它非流动负债	1	1	2	2
负债合计	384	438	497	563
少数股东权益	100	110	123	141
归属于母公司所有者权益	951	1131	1385	1723
负债和股东权益	1438	1679	2006	2426

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	209	61	240	316
净利润	189	189	268	355
资产减值准备	1	0	0	0
折旧和摊销	21	16	16	16
公允价值变动损失	9	0	0	0
财物费用	-3	0	0	0
营运资本变动	98	-144	-43	-54
投资收益	-107	0	0	0
投资活动现金流	45	-16	-16	-16
资本支出	-34	-16	-16	-16
其它	79	0	0	0
融资活动现金流	7	16	16	16
权益性融资	-9	0	0	0
负债净变化	13	16	16	16
财务费用	3	0	0	0
现金净增加额	261	61	240	316
期初现金余额	501	763	824	1064
期末现金余额	763	824	1064	1381

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1022	1238	1446	1695
营业成本	635	710	796	894
营业税金及附加	9	11	13	15
销售费用	201	223	253	288
管理费用	62	74	72	85
财务费用	-3	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动净	-9	0	0	0
投资净收益	107	0	0	0
营业利润	215	220	311	413
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	221	220	311	413
所得税	31	31	44	58
净利润	189	189	268	355
少数股东损益	9	9	13	18
归属于母公司所	180	180	254	337
EBITDA	115	220	311	413
EPS (元)	1.09	1.08	1.53	2.03

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	26.2%	21.2%	16.8%	17.2%
营业利润	149.6%	2.5%	41.5%	32.5%
归属母公司净利	123.9%	-0.2%	41.5%	32.5%
获利能力				
毛利率	37.9%	42.7%	44.9%	47.2%
净利率	17.6%	14.5%	17.6%	19.9%
ROE	18.9%	15.9%	18.4%	19.6%
ROIC	7.3%	14.3%	16.7%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	26.8%	26.1%	24.8%	23.2%
流动比率	2.9	3.2	3.6	4.1
速动比率	2.5	2.5	2.9	3.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	7.1	7.1	7.1	7.1
应付帐款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)				
每股收益	1.09	1.08	1.53	2.03
每股经营现金	1.26	0.37	1.45	1.91
每股净资产	5.74	6.82	8.36	10.39
估值比率				
P/E	36.14	36.21	25.59	19.31
P/B	6.84	5.75	4.70	3.78
EV/EBITDA	54.8	28.8	20.3	15.3

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn