

马应龙 (600993)

买入/维持评级

股价: RMB42.29

分析师

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

联系人

孙超
(0755)8212 5057
sunchao@mail.htlhsc.com.cn

春风得意马蹄疾

— 马应龙 2010 年年报点评

- **业绩低于预期，但事出有因。**公司 2010 年营收 11.78 亿元，同比增长 15.31%；实现净利润 1.23 亿元，同比降低 31.95%；实现扣非后净利润 1.03 亿元，同比降低 9.95%。从收入结构来看，我们认为业绩低于预期的主要原因是治疗类药品受制 10 年四季度药品降价预期出货情况不理想及连锁医院业务尚处于发展初期盈利贡献有限。
- **2011 年有望成为公司业绩表现年。**基于公司医药工业对应肛肠疾病领域终端需求仍保持稳定增长及业绩波动主要缘于行业性政策预期影响判断，我们认为公司医药工业业务 11 年上半年将受益于补库存需求而出现恢复性增长，同时连锁医院、药妆等新业务持续良好发展将逐步体现其规模效应。
- **政策春风借力，连锁医院业务积极布局。**随着 2010 年 11 月《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》出台，国家将从民营医疗机构税收优惠、纳入医保定点以及医务人员职称评定等方面着手，改善民营医疗机构的执业环境。2010 年公司两家在营医院实现收入 1762 万元，同比增长 612%，正值连锁医院业务发展关键时期，公司布局积极，我们预测公司连锁医院将在今年达到 6 家左右规模，并成为显著的利润增长点。
- **行业规范在即，药妆业务有望突出重围。**2010 年 12 月 1 日，国家食品药品监督管理局组织制定印发《化妆品产品技术要求规范》，自 2011 年 4 月 1 日起将加强特殊用途化妆品监管。我们此前指出，未来药妆市场的主导将是天然植物及中草药，本土药企有望在此 480 亿元规模市场迎来后发先至机遇，公司以“非物质文化遗产”配方眼霜为主导的药妆业务前景看好。
- **零售纵向升级，个人护理店成业务亮点。**2010 年 5 月，首家康而美个人护理店 - 南湖华锦店在马应龙大药房旁开业，截至去年底，康而美时尚个人用品连锁店已开设 17 家，连锁个人护理店扩张有望成为公司业务新亮点。
- **盈利预测：**预计公司 2011~2013 年业绩分别为 1.57、1.83、2.28 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。

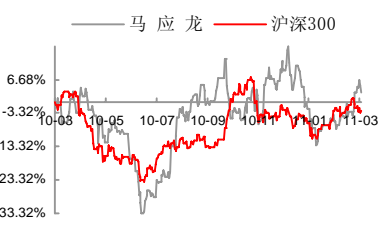
相关研究

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

基础数据

总股本 (百万股)	166
流通 A 股 (百万股)	166
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,011

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)	1178.5	1464.0	1675.0	1910.0
(+/-%)	15.3	24.2	14.4	14.0
归属母公司净利润(百万元)	122.5	261.0	303.0	378.0
(+/-%)	-32.0	113.0	16.1	24.8
EPS(元)	0.74	1.57	1.83	2.28
P/E(倍)	57.2	16.2	13.9	11.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

2010 低于预期，2011 将表现业绩	3
新的利润增长点陆续涌现	3
连锁医院发展正当其时	4
药妆发展有望迎来春天	5
风险提示	6

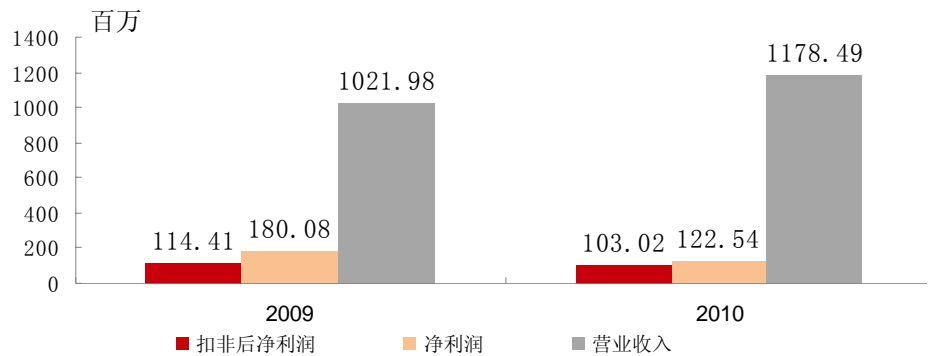
图表目录

图 1: 净利润同比下降主要由于投资收益下降明显	3
图 2: 2010 年下半年主营业绩低于预期事出有因	3
图 3: 夜幕下的武汉马应龙肛肠医院	4
图 4: 医院大楼索引指示牌	4
图 5: 开在马应龙大药房旁边的康而美个人护理店	6
图 6: 包括其他品牌专柜在内的健康商品琳琅满目	6
表格 1: 公司新业态业务持续稳健布局	4
表格 2: 马应龙肛肠医院业务毛利率还具备较大提升空间	4
表格 3: 《意见》对民营医疗机构形成实质性利好	5
表格 4: 药妆系列渐成型营销渐铺开	5

2010 低于预期，2011 将表现业绩

从公司公布的年报来看，业绩同比 2009 年下降明显：净利润同比下降 31.95%，主要由于投资收益同比下降，扣非后净利润同比 2009 年下降了 9.95%。

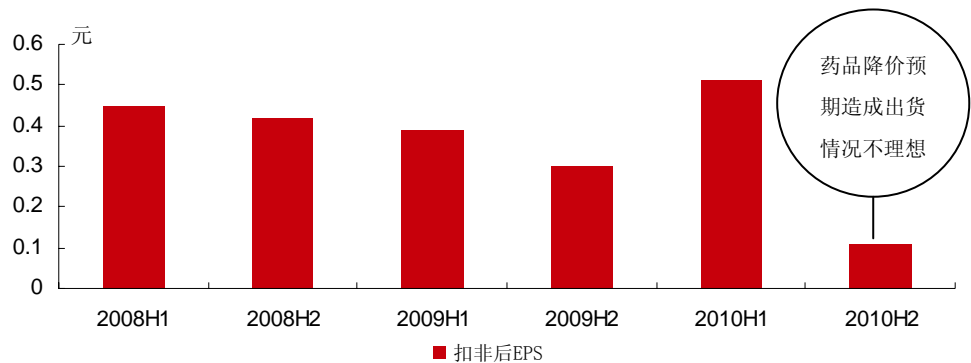
图 1： 净利润同比下降主要由于投资收益下降明显



资料来源：公司 2010 年年报、华泰联合证券研究所

公司 2010 年年报业绩大幅低于我们预期，我们认为主要由于治疗类药品受制 10 年下半年降价预期出货情况不理想及连锁医院业务尚处于发展初期盈利贡献有限所致。考虑到肛肠药物终端需求市场稳定增长，公司历年主营业务也一直保持稳定，我们认为公司医药工业业务 2011 年上半年将受益于补库存需求而出现恢复性增长。

图 2： 2010 年下半年主营业绩低于预期事出有因



资料来源：公司历年定期公告、华泰联合证券研究所

新的利润增长点陆续涌现

公司传统的医药工业以肛肠科药物这个市场较小的细分领域为主，根据我们的测算肛肠疾病领域药物 2008 年市场规模大致在 12.7 亿元。作为肛肠药物领域不可动摇的行业霸主，如要实现公司主营业务的长期快速发展，开拓新的业务领域是公司必然的选择。

表格 1：公司新业态业务持续稳健布局

新业态名称	进入时间	进入标志事件	目前状况	预计 2011 年动向
医疗服务	2009 年 3 月	设立武汉马应龙医院投资管理有限公司	已在武汉、北京、南京（筹）开设三家连锁医院	开设医院达到 5~6 家
药妆	2009 年 6 月	推出“八宝去黑眼圈眼霜”产品	5 款眼部护理产品在约 8 个城市选取连锁药店合作销售	营销区域扩大，营销渠道扩展
个人护理店	2010 年 5 月	首家康而美个人护理店开业	约 17 家康而美个人护理连锁店	再增开 20 家左右康而美个人护理店

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所搜集整理

连锁医院发展正当其时

图 3： 夜幕下的武汉马应龙肛肠医院



图片来源：华泰联合证券研究所

图 4： 医院大楼索引指示牌



图片来源：华泰联合证券研究所

相比肛肠药品市场，肛肠科医疗服务市场堪称一片蓝海市场。肛肠连锁医院的主要行业壁垒在于技术人才壁垒，而这正好是公司发展肛肠连锁医院的核心竞争力所在。相较爱尔眼科、通策医疗等专科医疗服务上市公司，公司医疗服务业务综合壁垒较高，在形成规模后毛利率还具备较大提升空间。

表格 2：马应龙肛肠医院业务毛利率还具备较大提升空间

上市公司	专科医疗服务市场	核心竞争力	目前规模（数量）	最近报告期毛利率
马应龙	肛肠专科	专业人才优势	3 家	45.10%
爱尔眼科	眼病专科	资金设备优势	33 家	60.75%
通策医疗	口腔专科	资源整合优势	9 家	23.64%

数据资料来源：上市公司公告、华泰联合证券研究所

随着 2010 年 11 月《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》出台，国家将从民营医疗机构税收优惠、纳入医保定点以及医务人员职称评定等方面着手，改善民营医疗机构的执业环境。目前正值公司肛肠连锁医院形成规模的关键扩张期，政策在此时出台仿佛为公司医疗服务业务量身打造。

表格 3:《意见》对民营医疗机构形成实质性利好

对民营医疗机构经营性利好政策	描述
落实非公立医疗机构税收和价格政策 (税收)	社会资本举办的非营利性医疗机构按国家规定享受税收优惠政策, 用电、用水、用气、用热与公立医疗机构同价, 提供的医疗服务和药品要执行政府规定的相关价格政策。营利性医疗机构按国家规定缴纳企业所得税, 提供的医疗服务实行自主定价, 免征营业税
将符合条件的非公立医疗机构纳入医保定点范围 (医保)	非公立医疗机构凡执行政府规定的医疗服务和药品价格政策, 符合医保定点相关规定, 应按程序将其纳入城镇基本医疗保险、新型农村合作医疗、医疗救助、工伤保险、生育保险等社会保障的定点服务范围, 签订服务协议进行管理, 并执行与公立医疗机构相同的报销政策。各地不得将投资主体性质作为医疗机构申请成为医保定点机构的审核条件。
优化非公立医疗机构用人环境 (用人环境)	非公立医疗机构与医务人员依法签订劳动合同, 按照国家规定参加社会保险。鼓励医务人员在公立和非公立医疗机构间合理流动, 有关单位和部门应按有关规定办理执业变更、人事劳动关系衔接、社会保险关系转移、档案转接等手续。医务人员在学术地位、职称评定、职业技能鉴定、专业技术和职业技能培训等方面不受工作单位变化的影响。
改善非公立医疗机构外部学术环境 (职称评定)	非公立医疗机构在技术职称考评、科研课题招标及成果鉴定、临床重点学科建设、医学院校临床教学基地及住院医师规范化培训基地资格认定等方面享有与公立医疗机构同等待遇。
鼓励政府购买非公立医疗机构提供的服务 (市场)	鼓励采取招标采购等办法, 选择符合条件的非公立医疗机构承担公共卫生服务以及政府下达的医疗卫生支农、支边、对口支援等任务。支持社会资本举办的社区卫生服务机构、个体诊所等非公立医疗机构在基层医疗卫生服务体系中发挥积极作用。

资料来源: 国务院办公厅、华泰联合证券研究所整理

药妆发展有望迎来春天

公司在药妆发展上采取了两条腿走路的策略, 一方面借助药企古方优势不断扩大产品线, 另一方面直接开始发展品牌个人护理店掌控业务终端。

表格 4: 药妆系列渐成型营销渐铺开

年份	新增药妆产品	销售区域	新增销售渠道
2009	两款马应龙八宝眼霜	武汉、北京	马应龙大药房、金象大药房
2010	三款马应龙八宝眼贴膜	重点城市	各城市签约大药房、淘宝网
2011	马应龙八宝清眸茶	重点城市	康而美个人护理店

资料来源: 公司网站、淘宝网、华泰联合证券研究所整理

从国家食品药品监督管理局组织制定印发《化妆品产品技术要求规范》, 自 2011 年 4 月 1 日起将加强特殊用途化妆品监管动作来看, 未来药妆领域对产品将制定严格标准

规范，我们看好兼具功能性和安全性优势的老字号药企在药妆领域的前景，而马应龙公司兼具上下游布局的药妆业务发展前景值得长期看好。

图 5： 开在马应龙大药房旁边的康而美个人护理店



图片来源：华泰联合证券研究所

图 6： 包括其他品牌专柜在内的健康商品琳琅满目



图片来源：华泰联合证券研究所

风险提示

治疗类药物增速放缓，或因政策等因素毛利率低于预期

连锁医院发展缓慢，若发生医疗事故影响公司整体品牌及业绩表现

药妆业务营销不力，推广情况不顺利

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:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1042	1334	1643	2032	营业收入	1178	1464	1675	1910
现金	579	865	1115	1441	营业成本	734	821	924	1038
应收账款	118	143	165	188	营业税金及附加	11	13	15	17
其他应收款	13	16	18	21	营业费用	242	278	327	344
预付账款	34	37	42	47	管理费用	69	73	84	96
存货	158	177	200	224	财务费用	-2	0	0	-1
其他流动资产	0	95	102	110	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	407	337	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	35	35	35
固定资产	213	206	193	175	营业利润	136	308	356	448
无形资产	33	33	34	34	营业外收入	0	8	8	8
其他非流动资产	0	38	29	24	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	1449	1671	1958	2324	利润总额	144	314	362	454
流动负债	321	282	297	323	所得税	24	53	62	77
短期借款	51	60	60	60	净利润	120	261	301	377
应付账款	87	104	114	129	少数股东损益	-3	0	-2	-2
其他流动负债	0	119	122	134	归属母公司净利	123	261	303	378
非流动负债	0	1	0	1	EBITDA	134	333	381	472
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.57	1.83	2.28
其他非流动负	0	1	0	1					
负债合计	322	283	297	323	主要财务比率				
少数股东权益	104	104	102	101	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	166	166	166	166	成长能力				
资本公积	217	217	217	217	营业收入	15.3%	24.3%	14.4%	14.0%
留存收益	642	902	1177	1519	营业利润	-36.5%	126.4	15.6%	25.5%
归属母公司股	1023	1284	1559	1900	归属母公司净利	-32.0%	112.8	16.2%	24.8%
负债和股东权	1449	1671	1958	2324	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	43.9%	44.8%	45.7%
					净利率(%)	10.4%	17.8%	18.1%	19.8%
					ROE(%)	12.0%	20.3%	19.4%	19.9%
					ROIC(%)	10.2%	53.8%	59.5%	72.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	22.2%	16.9%	15.2%	13.9%
					净负债比率(%)	115.71	21.22	20.20	18.55
					流动比率	3.24	4.73	5.54	6.29
					速动比率	2.75	4.10	4.87	5.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.94	0.92	0.89
					应收账款周转率	10	11	11	11
					应付账款周转率	8.32	8.61	8.48	8.52
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.74	1.57	1.83	2.28
					每股经营现金流	-0.07	1.12	1.50	2.00
					每股净资产(最)	6.80	7.74	9.40	11.46
					估值比率				
					P/E	57.22	16.15	13.90	11.14
					P/B	6.22	3.28	2.70	2.22
					EV/EBITDA	54	5	5	4

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 $\pm 10\%$ 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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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