

分析师: 叶颂涛 027-65799535 yest@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

08 年和 09 年一季度经营情况分析

事件描述

4 月 25 日, 马应龙公告了 2008 年和 2009 年一季度报告。

事件评论

一、2008 年公司主营业务稳步增长

2008 年马应龙实现营业收入 8.09 亿元, 同比增长 47.57%; 其中母公司实现营业收入 3.22 亿元, 同比增长 39.9%; 公司实现主营业务利润 3.07 亿元, 增长 33%; 毛利率为 38.89%, 下降 4.19 个百分点; 实现归属于母公司的净利润 8043 万元, 下降 39.71%, 合每股 0.87 元; 扣除非经常性损益后为 6928 万元, 同比增长 98.77%, 合每股 0.75 元。但考虑到 2008 年子公司的投资损失是计入经常性损益的, 公司实际经营性净利润应为 9277 万元。公司 2008 年度还推出了 10 送 4 转增 4 派 1 元的分红方案。

考察公司近年的调整税后净利润(NOPLAT), 2005 年至 2008 年分别为 5732 万元、6492 万元、4037 万元、8766 万元。3 年复合增长率为 15.2%, 显示公司主业近年保持了稳健的增长。

除医药商业贡献的利润增多外, 2008 年马应龙的医药工业销售结构发生了一定的变化: 治疗类销售增长 46% 而其它类下降 38%。治疗类新产品增长较快, 带动了整体销售的增长, 治疗类业务的 3 年复合增长率为 14%, 基本与调整税后净利润的增长相符。

二、2009 年一季度公司主业继续向好

2009 年一季度马应龙实现营业收入 2.31 亿元, 同比增长 38.26%; 实现主营业务利润 8635 万元, 增长 26.42%; 毛利率为 38.35%, 下降 3.65 个百分点; 实现归属于母公司所有者的净利润 5589 万元, 增长 4.32 倍; 扣除非经常性损益后为 2764 万元, 增长 14% (2008 年一季度经营性净利润为 2434 万元), 这与公司近 3 年来的主营业务复合增长率相符。

表 1: 公司利润表季度分析

项目	年度数据		2007 年单季度数据				2008 年单季度数据				09 一季
(百万元)	2007A	2008A	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09
营业收入	549	810	123	141	133	151	167	183	168	291	231
同比增长率 (%)	1.9	47.6	12.1	-3.3	2.3	-0.8	35.6	30.0	26.4	92.4	38.3
营业成本	312	495	74	76	80	83	97	105	101	191	142

主营业务利润	236	315	50	65	53	68	70	79	67	100	89
毛利率(%)	43	39	40	46	40	45	42	43	40	34	38
同比增长率(%)	-9	33	-2	-14	-5	-12	41	20	25	46	26
营业税金及附加	5.7	8.1	1.2	1.6	1.2	1.8	1.9	2.0	1.7	2.5	2.2
销售费用	118	149	16	26	22	54	26	31	29	63	43
销售费用率(%)	22	18	13	18	16	36	15	17	17	22	19
管理费用	59	55	12	11	12	24	12	10	11	22	13
管理费用率(%)	10.8	6.7	9.9	7.8	9.2	15.8	7.4	5.2	6.3	7.6	5.5
财务费用	1.7	0.0	-0.4	0.2	0.8	1.1	1.0	-0.6	-0.4	0.0	1.4
财务费用率(%)	0.3	0.0	-0.3	0.1	0.6	0.7	0.6	-0.3	-0.2	0.0	0.6
资产减值损失	2.04	0.43	-0.19	-0.04	-0.32	2.57	0.03	0.50	-0.66	0.55	-0.36
公允价值变动	2.94	10.40	-0.42	-4.68	18.27	-10.23	-8.35	4.69	-0.32	14.37	10.64
投资净收益	133.6	-27.4	41.1	43.9	18.1	30.5	-6.5	3.1	-0.3	-23.7	28.1
营业外收入	4.95	5.65	0.08	0.02	0.85	4.01	0.00	2.38	0.23	3.05	0.48
营业外支出	6.22	2.17	0.02	0.04	0.37	5.80	0.01	0.33	1.95	(0.12)	0.05
利润总额	185	89	61	66	55	3.2	14	45	24	5	68
所得税	33.76	17.45	8.02	14.57	11.89	-0.71	3.62	7.73	4.17	1.93	9.87
归母净利润	133	80	46	43	42	1.8	10	37	20	12	56
净利润率(%)	24.3	9.9	37.2	30.6	31.9	1.2	6.3	20.3	12.0	4.3	24.2
同比增长率(%)	86	-40	216	74	182	-90	-77	-14	-52	602	433
每股收益(元)	2.17	0.87	0.90	0.70	0.69	0.03	0.17	0.40	0.22	0.13	0.61

资料来源: wind 资讯 长江证券研究部整理

三、公司正培育新的增长点

马应龙的治痔药物市场占有率超过 40%，市场份额在 30%左右，已是该细分领域的第一品牌。目前公司已有 6 种、10 个规格的治痔产品。膏剂里的新规格销售达 3000 万元，取得较好成绩。新产品地奥司明片 2008 年销售超 1000 万元，2009 年争取突破 2000 万元。痔消炎片 2009 年有望突破 1000 万元。

公司提出建立连锁肛肠医院的动议较早，去年底已正式开业。该专科医院建在武汉闹市区付家坡，有 105 张病床，设备较先进，具备后发优势。目前武汉已有 4 家肛肠医院，竞争较为激烈。按正常情况，这种规模的专科医院每天应有 60 人左右的就诊量。而目前马应龙肛肠医院已有 30 人左右，进度超出预期。

为加快公司的增长速度，马应龙除了引入新的治痔药外，还一直在探索进入新的领域。比较成型的有药品零售业务：目前有 100 家左右的直营店，基本上分布在武汉市，已是武汉市盈利能力和直营规模最大的连锁店，其中有一半是医保店。公司还将在这一领域耕耘，直到直营店达到 200 家左右，在数量上也占到武汉第一的位置。

四、维持“推荐”评级

马应龙的主业很突出，增长很稳健。为了提高增长速度，公司努力从多个方向培育增长点，目前可以看到的有肛肠医院、区域性医药零售等。由于公司现金充沛，未来仍有可能收购优良的医药资产。我们维持公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 1.16 元和 1.34 元的预测，并维持“推荐”评级。

表 2: 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2008A	2009E	20010E	2011E	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	20010E	2011E
营业收入	809.63	979.65	1115.83	1283.20	货币资金	502.36	468.16	490.32	515.12
营业成本	502.80	607.08	690.36	792.46	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	306.83	372.58	425.47	490.74	应收账款	190.23	230.18	262.18	301.50
% 营业收入	37.90%	38.03%	38.13%	38.24%	存货	129.68	156.91	178.72	205.52
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	32.57	39.41	44.89	51.63
销售费用	148.78	180.02	205.05	235.80	流动资产合计	854.84	894.67	976.11	1073.77
% 营业收入	18.38%	18.38%	18.38%	18.38%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	56.53	72.08	81.27	92.56	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.98%	7.36%	7.28%	7.21%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0.02	-6.32	-8.63	-9.05	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	-0.65%	-0.77%	-0.71%	固定资产合计	205.25	208.87	211.32	212.59
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	47.94	41.95	35.95	29.96
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-17.02	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	101.51	126.79	147.77	171.43	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	12.54%	12.94%	13.24%	13.36%	资产总计	1162.89	1200.35	1278.24	1371.19
营业外收支	-13.54	0.00	0.00	0.00	短期贷款	45.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	89.45	132.78	153.77	177.42	应付款项	130.33	157.70	179.62	206.56
% 营业收入	11.05%	13.55%	13.78%	13.83%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	17.45	25.91	30.00	34.62	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	72.00	106.88	123.77	142.80	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	112.04	135.57	154.41	177.57
的净利润	80.43	106.88	123.77	142.80	流动负债合计	287.87	293.26	334.03	384.13
少数股东损益	-8.43	0.00	0.00	0.00	长期借款	3.60	3.60	3.60	3.60
EPS (元/股)	0.87	1.16	1.34	1.55	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	20010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	102.59	106.12	128.79	144.76	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	291.46	296.86	337.62	387.73
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司				
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益	780.58	812.64	849.77	892.61
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	90.85	90.85	90.85	90.85
固定资产投资	-32.07	-20.00	-20.00	-20.00	股东权益	871.43	903.49	940.62	983.46
其他	-197.31	154.34	0.00	0.00	负债及股东权益	1162.89	1200.35	1278.24	1371.19
投资活动现金流净额	-229.38	134.34	-20.00	-20.00	基本指标	2008A	2009E	20010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.87	1.16	1.34	1.55
股权融资	3.29	0.00	0.00	0.00	BVPS	8.47	8.82	9.23	9.69

银行贷款增加（减少）	23.50	-45.50	0.00	0.00	PE	39.14	29.46	25.44	22.05
筹资成本	0	0	0	0	PEG				
其他	-29.81	0.00	0.00	0.00	PB	4.03	3.87	3.70	3.53
筹资活动现金流净额	-23.67	-120.31	-86.64	-99.96	EV/EBITDA	26.77	22.04	19.35	16.83
现金净流量	-150.46	120.15	22.15	24.80	ROE	10.30%	13.15%	14.56%	16.00%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。