



分析师

孙伟娜

电话: 010-62294623

Email: sunweina@hysec.com

马应龙 (600993)

买入(维持)

医药生物/ 年报及季报点评



大药房进入高速增长阶段

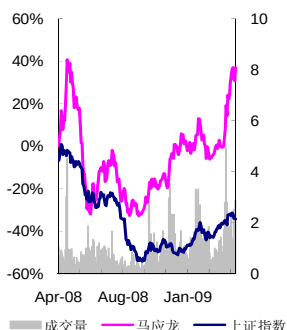
公司数据

总股本(万股)	9211
流通股(万股)	6805
每股净资产	9.08
主要股东	中国宝安集团股份 有限公司
主要股东持股比例	29.27%

交易数据

一年价格波动区间	16.78~52.98
半年绝对表现	88.01%
半年相对表现	54.91%
半年换手率	1.87%

市场表现



投资要点:

年报及一季报主营符合预期, 分配预案 10 送 4 增 4 派现 1 元(含税)。

公司公布 2008 年报及 2009 一季报, 2008 年实现收入 8.1 亿元, 同比增长 48%; 扣除非经常性损益后的净利润和 EPS 分别为 6928 万元和 0.75 元, 同比增长 98%。2009 年一季报实现收入 2.3 亿元, 同比增长 38%; 扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.29 元, 同比增长 54%。如不扣除非经常性损益, 由于 2007 年出售吉林马应龙制药有限公司股权和证券投资收益较大, 而 2008 年证券市场下跌, 其次 2008 年子公司唐人药业不再并入报表, 其收益列于投资收益导致 2008 年投资收益亏损较多, 致使母公司净利润和 EPS 分别为 8043 万元和 0.87 元, 同比降低 40%, 而 2009 年一季度母公司净利润和 EPS 分别为 5589 万元和 0.61 元, 同比增长 454%。其中大药房收入增长最快, 2008 年收入和净利润分别为 3.75 亿元和 856 万元, 同比增长 95%和 48%; 由于天下明公司并入报表, 批发零售业务已占到了主营收入的 59%, 比上年增长了 19 个百分点。三项费用率稳定, 没有长期借款, 一季度末账面现金达 7.6 亿元。

治痔类产品和医疗系列化结构基本成型。除了麝香痔疮膏、麝香痔疮栓等传统外用产品已占据 25%~30%的市场份额外, 2008 年新产品地奥司明片(治痔口服西药)、痔炎消片(治痔口服中药)、金玄痔科熏洗剂、聚乙二醇 4000 散(便秘口服药)等陆续上市, 硫酸吗啡栓(癌症晚期镇痛药)获准上市; 马应龙肛肠医院也在 2008 年底正式开业。自此具有外用、内服、中西制剂完整产品链和医疗服务的系列化结构基本成型。其他产品类别中, 妇科药物研发进展较快, 环吡酮胺阴道栓已获得生产批件; 眼霜已进入定价阶段。进入基本药物目录的可能有麝香痔疮膏、麝香痔疮栓和八宝眼膏, 将有利于提高在医院市场占有率和进入 3、4 级城市的进度。

盈利预测及投资评级:

公司由于渠道营销、品牌战略和学术推广取得成效, 在 2008 年市场环

相关研究:

《宏源证券*公司研究*马应龙(600993)调研简报: 治痔药物市场份额有望进一步扩大*医药行业*孙伟娜》

2009.3.30

境不利的情况下，治痔药物及批发零售业务反而出现了快速增长，增长率分别达到 36%和 98%。公司在医改方面受益明确，首先具有品牌中药独家品种，零售市场份额 40%，但医院市场仅 10%，基本药物制度有利于提高其在医院的市场份额；其次快速扩张的连锁药房受益于社区医院的药房托管，又占据地域垄断的优势；最后肛肠医院的开业正好顺应了新医改提出的鼓励社会资本进入民营医院的号召。我们预计马应龙将走出过去老字号估值偏低的阶段，进入新一轮的快速增长。盈利预测中不考虑公允价值和投资收益，预计 2009~2011 年治痔药物将以维持 20%和 15%的增长率；批发零售业务将维持 50%的增长率。由于今年股本增加，预计 2009~2011 年的摊薄 EPS 分别为 0.61、0.75、0.88 元，按照除权后的股价则对应估值分别为 31、25、22，即使没有投资收益，在传统品牌中药企业中估值仍较低，维持“买入”评级。

图表 1 销售收入预测表（单位：百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
马痔膏、马痔栓	191	260	312	374	431
增长率/%	-5%	36%	20%	20%	15%
地奥司明片	0	10	15	23	29
增长率/%			50%	50%	30%
痔炎消片	0	6	8	12	15
增长率/%			40%	40%	30%
其他药品	120	57	60	63	66
增长率/%		-53%	5%	5%	5%
批发零售	237	470	705	1058	1586
增长率/%	30%	98%	50%	50%	50%
主营收入	548	803	1100	1529	2127
增长率/%		47%	37%	39%	39%

图表 2 盈利预测表（单位：百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	549	810	1100	1529	2127
营业成本	312	495	660	917	1276
营业税金及附加	6	8	12	17	23
销售费用	118	149	198	275	383
管理费用	59	55	88	122	170
财务费用	2	0	3	5	6
资产减值损失	2.04	0.40	1.10	1.53	2.13
投资净收益	133.60	(27.00)	-	-	-
营业利润	186	86	138	191	266

营业外收入	5	6	-	-	-
营业外支出	6	2	-	-	-
利润总额	185	90	138	191	266
所得税	34	17	26	36	50
净利润	151	73	111	155	216
少数股东损益	18	(8)	11	31	70
归属于母公司的净利润	133	81	100	124	145
总股本（百万股）	61	92	166	166	166
摊薄 EPS（元）	2.19	0.88	0.61	0.75	0.88
PE	15	38	31	25	22

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上