

产品提价、基本药物目录受益

马应龙 (600993)

评级: 增持 (首次)

股价: 24.48 元

目标价: 28.15 元

调研简报

2009 年 7 月 31 日 星期五

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

医药/生物制品行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	28.15 元
升值潜力 (%)	15
目标价确定日期:	2009-7-30

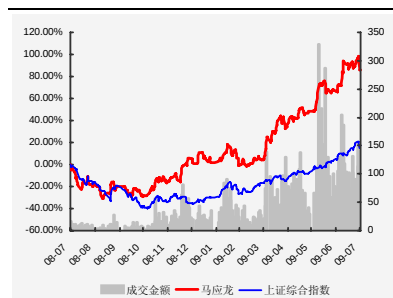
重要数据

总股本(亿股)	1.66
流通股本(亿股)	1.22
总市值(亿元)	46.73
流通市值(亿元)	34.34

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	11.38	1.60
3 个月	37.95	5.61
6 个月	83.12	19.03

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 公司为具有特色的小型中药公司, 拳头产品为马应龙痔疮膏、栓等系列产品。公司在治痔类产品占有 30-40% 的市场份额, 除此之外, 公司从 08 年开始了在肛肠医院领域的拓展。08 年从复星医药手里受让了湖北天下明医药商业公司, 以增强医药商业在湖北省内的配送能力。除了医药主业之外, 公司在二级市场还进行了医药行业股票的诸多投资。
- 公司在治痔类药物上有两个产品: 马应龙痔疮膏和马应龙痔疮栓。公司表示, 痔疮膏进基本药物目录问题不大, 而痔疮栓将不进入以维持较高的盈利空间。我们认为尽管马应龙痔疮系列已经占有了 40% 左右的份额, 但产品进入基本药物目录对于产品开拓县级以下医院依然有很大的促进作用, 将使产品市场占有率进一步提高。
- 马应龙痔疮膏 (OTC 规格) 出厂价经过了两次调整: 08 年从 4 元提高到 4.6 元, 09 年 6 月又从 4.6 元提高到了 5 元。公司表示市场对于提价反应很小, 从公司 08 年销售情况看, 销量提升了 17% 左右, 价量齐升, 治痔类药物从 07 年的 1.91 亿元提升到 2.79 亿元, 随着价格的上调以及产品进入基本药物目录, 我们预计 09 年仍将实现较快的增长, 并且毛利率会进一步提升。
- 公司筹划多时的马应龙肛肠医院于 08 年底在武汉开业, 公司表示自身的优势主要在于马应龙的品牌以及在当地政府的公关能力, 目前马应龙肛肠医院已经成为医保定点医院, 公司预计 09 年实现盈亏平衡。
- 公司董事会批准最多不超过 1.5 亿元进行二级市场投资, 随着 09 年上半年证券市场回暖, 预计上半年投资收益将有超预期的表现。
- 我们预计马应龙 09 年、10 年 EPS 分别为 0.765 元、0.93 元, 当前股价相对 09 年、10 年 EPS 分别为 32 倍、26.3 倍。鉴于公司主导产品马应龙痔疮膏价量齐升以及进入基本药物目录的利好, 给予公司 6 个月 28.15 元的目标价, 相对于当前 24.48 元的股价有 15% 的涨幅, 给予 “增持” 评级。

□ 公司基本情况

公司为具有特色的小型中药公司，拳头产品为马应龙痔疮膏、栓等系列产
品。公司在治痔类产品占有 30-40%的市场份额，除此之外，公司从 08 年开始
了在肛肠医院领域的拓展。08 年从复星医药手里受让了湖北天下明医药商业
公司，以增强医药商业在湖北省内的配送能力。除了医药主业之外，公司在二
级市场还进行了医药行业股票的诸多投资，以寻找较好的收购标的。

公司 08 年实现营业收入 8.09 亿元，同比增长 47.57%，实现主营业务利
润 3.07 亿元，同比增长 33%；实现归属母公司所有者净利润 8043 万元，同比
下降 39.71%，净利润下降为公司 07 年出售马应龙制药有限公司股权和证券市
场投资亏损所致，扣除非经常性损益后的净利润为 6928 万元，同比增长
98.77%。由于收购湖北天下明药业有限公司以及零售业务的增加，药品批发零
售业务所占的比例有了较大的提升，致使公司的综合毛利率下降了 4.19 个百
分点。

□ 马应龙痔疮膏进入基本药物目录可能性很大

公司在治痔类药物上有两个产品：马应龙痔疮膏和马应龙痔疮栓，其中痔
疮膏走低端路线，痔疮栓走高端路线。其中痔疮膏针对 OTC 和医院亦有两种
规格。公司表示，痔疮膏进基本药物目录应该问题不大，而痔疮栓将不进入以
维持较高的盈利空间。我们认为尽管马应龙痔疮系列已经占有了 40%左右的份
额，但产品进入基本药物目录对于产品开拓县级以下医院依然有很大的促进作
用，将使产品市场占有率进一步提高。

□ 痔疮膏提价顺利，价量齐升

马应龙痔疮膏（OTC 规格）目前在全国大部分地区的零售价为 9.8 元，出
厂价经过了两次调整：08 年从 4 元提高到 4.6 元，09 年 6 月又从 4.6 元提高
到了 5 元。公司表示市场对于提价反应很小，从公司 08 年销售情况看，销量
提升了 17%左右，价量齐升，治痔类药物从 07 年的 1.91 亿元提升到 2.79 亿
元，同比增长了 46%，随着价格的上调以及产品进入基本药物目录，我们预计
09 年仍将实现较快的增长，并且毛利率会进一步提升。

□ 痔疮系列药物完善，肛肠科室拓展顺利

除了传统的治痔类产品外，公司在 07 年推出了两个口服的治痔类药物：
地奥司明片（西药）和痔疮消炎片（中成药），地奥司明片 08 年实现了 1000 万
左右的销售。08 年下半年上市了治疗便秘类药物，利用公司在医院肛肠科的
资源优势完善在在肛肠科的产品链，地奥司明片 09 年有望实现 2000 万收入，
痔疮消炎片有望突破千万大关。

□ 肛肠医院 08 年底开张，预计 09 年盈利

公司筹划多时的马应龙肛肠医院于 08 年底在武汉开业，包括上马应龙肛肠医院在内，目前武汉有 3 家肛肠专科医院，以及一家实力较强的肛肠科室，应该说竞争比较激烈。肛肠手术治疗的费用在 5000-6000 元。公司表示自身的优势主要在于马应龙的品牌以及在当地政府的公关能力，目前马应龙肛肠医院已经成为医保定点医院，公司预计 09 年实现盈亏平衡，之后在考虑进一步的扩张事宜。

□ 马应龙大药房盈利情况较好，在武汉优势明显

公司目前在武汉拥有 100 家左右的直营药店，是武汉规模和盈利能力最大的连锁药店，其中一半左右为医保药店，年销售额在 4 亿左右，净利润在 1000 万左右，为解决配送能力问题，公司 08 年 8 月份以 3269 万元受让了复星医药持有的湖北天下明 51% 的股权，以解决零售药房的配送能力。公司表示大药房业务目前仍将集中在武汉等地区，收入增长预计在 20% 左右。

□ 证券投资情况

公司董事会批准最多不超过 1.5 亿元进行二级市场投资，公司的投资主要集中在医药领域，一方面是公司对于行业比较熟悉，另一方面公司亦通过做二级市场来寻找一定的收购标的。上半年公司重仓持有了广济药业和羚锐股份的股权，取得了较好的投资收益。经历了 08 年市场之后，公司在二级市场投资方面比较谨慎，公司 08 年业绩的下降很大程度上受证券投资的拖累，随着 09 年上半年证券市场回暖，预计上半年投资收益将有超预期的表现。

□ 盈利预测

表 1：马应龙盈利预测表 单位：亿元

主要财务指标	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	8.0963	9.7156	11.6587
增长率 (%)	47.57	20	20
减：营业成本	4.9473	5.9372	7.1246
营业毛利	3.149	3.7784	4.5341
毛利率 (%)	38.89	38.89	38.89
减：营业税金及附加	0.0807	0.0968	0.1162
销售费用	1.4878	1.8339	2.2007
管理费用	0.5462	0.6269	0.6896
财务费用	0.0002	0.0002	0.0003
费用率 (%)	25.12	25.33	24.79
资产减值损失	0.0043	0.0052	0.0060
公允价值变动损益	0.1040	0.1000	0.1000

投资净收益	-0.2742	0.1000	0.1000
营业利润	0.8597	1.4154	1.7213
营业外收入	0.0565	0.0565	0.0565
营业外支出	0.0217	0.0217	0.0217
利润总额	0.8945	1.4502	1.7561
减：所得税	0.1745	0.2829	0.3426
实际所得税负比率 (%)	19.51	19.51	19.51
少数股东损益	-0.0843	-0.1012	-0.1214
归属母公司所有者的净利润	0.8043	1.2685	1.5349
增长率 (%)	-39.71	57.71	21.00
净利润率 (%)	11.38	13.06	13.17
每股收益	0.485	0.765	0.93

重要假设：

- 1、药品收入实现 20% 的增长，批发零售实现 20% 的增长；
- 2、毛利率维持不变；
- 3、由于药品占收入的比例提高，销售费用率提高 0.5 个百分点。
- 4、由于 09 年证券市场情况，公允价值变动损益、投资收益各为 1000 万。

在上述假设的基础上，我们按照最新 1.6579 的总股本，预计马应龙 09 年、10 年 EPS 分别为 0.765 元、0.93 元，当前股价相对于 09 年、10 年 EPS 分别为 32 倍、26.3 倍。鉴于公司主导产品马应龙痔疮膏价量齐升以及进入基本药物目录的利好，给予公司 6 个月 28.15 元的目标价，相对于当前 24.48 元的股价仍有 15% 的涨幅，给予 “增持” 评级。

□ 风险提升

- 1、产品进入基本药物目录降价的风险；
- 2、肛肠医院不能盈利或盈利慢于预期；
- 3、公司加大批发零售业务有可能导致期间费用率超出预期；
- 4、证券投资收益有可能低于我们的预期。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122