

中药 III



王晞

马应龙 (600993)

医药行业研究员

主产品提价，药妆起步

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

推荐

2009 年 12 月 8 日

投资要点

- 近期我们对马应龙进行调研，公司主导产品麝香痔疮膏进入基本药物目录后，定价有明显提高，开发的新产品八宝眼霜试销情况良好，未来公司形成药品、药妆、商业、医疗服务多向发展布局。我们预估 2009 - 2011 年 EPS 分别是：1.15、1.26 和 1.74 元，其中 2010 年以后没有考虑投资收益以及进一步提价的因素，以目前股价看，估值较合理，但我们看好公司作为细分市场的龙头地位，我们所做的盈利预测是公司业绩的底线，未来有上调可能，给予“推荐”评级。

调研要点：

- **目前业务情况。**马应龙的业务分为医药工业、医药商业、二级市场投资和肛肠专科医院经营四大领域。
- **主营产品快速增长。**作为治痔类药物的龙头企业，治痔类产品一直是马应龙主要主营业务利润来源，2006 年至 2009 年前三季度该产品利润占公司主营业务利润的 91%。2009 年前三季度，主要品种马应龙痔疮膏实现销售收入 1.2 亿元，同比增长 30%；马应龙痔疮栓剂实现销售收入 1 亿元，同比也有 20% 左右的高增长。2008 年新上市的地奥司明片、痔疮消片等进一步完善了产品结构，前者前三季度销售收入 1600 万元，同比增长 60%；后者销售额 1000 万，同比增长 40%。
- **医保目录出台有长期利好。**公司多个独家中药品种进入 11 月 30 日公布的 2009 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。除了之前已被纳入甲类部分的马应龙麝香痔疮膏和乙类部分的八宝眼霜，龙珠软膏和高端品种麝香痔疮栓被增补纳入乙类部分。我们认为，此事件对公司长期发展是利好，市场容量逐步扩大的趋势已确立，但短期内不会因目录缘故出现爆发性增长。
- 近期马应龙麝香痔疮膏（10g）出厂价由 5 元上涨到 6.1 元，涨幅达到 22%，终端零售价调高至 9.3 元。市场预期公司有进一步提价的可能性，我们认为，是否提价，取决于产品的销售量是否受提价带来影响。此外，公司提价部分并不都转化为利润，有一部分可能用于营销推广。我们预计公司在明年上半年提价可能性很小，在市场消化此次提价后，可能择机提价。
- **药妆产品前景看好。**源于消费者诉求研发的马应龙八宝眼霜自 6 月开始在武汉地区 100 家马应龙大药房上市销售，3 个月销售量 1 万支左右，其卖点为消除黑眼圈，市场对其功效认同度较高。由于传统上马应龙就是做眼药膏起家的，这次开发眼霜，也算是回归历史主业。受下游销售良好的鼓舞，2010 年公司将通过连锁药房、网店、美容连锁店等渠道在约十个一线城市展开销售，预计销售收入在 2000 万元以上。该产品毛利率高达 90%，未来有可能成为公司重要的利润增长点。不过推广初期费用很高，明年可能也不会有贡献。
- **医药商业贡献不大。**公司医药商业主要为经营药品零售业务的马应龙大药房和药品物流业务的天下明药业。公司在武汉有 100 家左右的直营连锁药店，至 2009 年 3 季度实现销售收入 4.5 亿元，同比增长 60%

左右，未来目标是通过并购扩张至 200 家左右门店。08 年从复星医药手里受让了湖北天下明公司后，公司在湖北省内的配送能力得到大大增强。公司的医药商业成为母公司 OTC 产品的重要渠道，有一定的协同作用。从报表看，公司医药额的毛利率在 13% 左右，也反映出以零售店为主的特点。

- **医疗服务起步，空间大。**马应龙开设的首家肛肠医院拥有 105 张病床，是武汉市医保定点医院，自 08 年底开业以来营运情况良好，超管理层预期，医院定位于营利性，我们认为明年有望达到盈亏平衡。马应龙医院目前日门诊在 60 人左右，也开设体检等服务。与武汉市其他同类医院和科室相比，公司优势主要在于硬件环境、专家学术资源、公关能力。公司目标是通过并购等方式在 3-5 年内在全国范围内建立 5-8 家连锁医院。我们非常看好医疗服务业的前景，特别是马应龙自己做医药上游，同时有商业渠道，这样向下游延伸，可以形成有效的品牌扩张。
- **二级市场投资，定位于医药领域。**公司董事会批准最多不超过 1.5 亿元进行二级市场投资，出于专业性考虑投资目标仅限于医药领域。
- **盈利预测。**我们预估公司 09 - 11 年 EPS 分别是：1.15、1.26 和 1.74 元，其中 2010 - 2011 年业绩未考虑投资收益，我们假设马痔膏价格维持目前水平，未考虑未来的提价可能。由于公司今年有较大的投资收益，剔除后今年主业贡献业绩约 0.8 元，以目前股价看，公司估值合理，但未来主产品仍然有提价可能，因此给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	855	1083	1286	1622
货币资金	348	613	686	920
交易性金融资产	152	60	60	60
应收账款	101	125	162	199
其他应收款	11	25	25	35
存货	130	164	206	242
非流动资产	308	345	361	377
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	46	33	40	37
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	184	217	241	260
在建工程	22	21	15	13
油气资产	0	0	0	0
无形资产	32	33	33	33
资产总计	1163	1427	1647	1999
流动负债	288	377	386	448
短期借款	46	20	10	10
应付票据	44	75	84	97
应付账款	86	119	140	169
其他	112	162	153	172
非流动负债	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	4	0	0	0
负债合计	291	377	386	448
股本	92	166	166	166
资本公积	255	218	218	218
未分配利润	269	395	582	842
少数股东权益	91	93	95	97
股东权益合计	871	1050	1261	1551
负债及权益合计	1163	1427	1647	1999

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	80	191	208	288
折旧和摊销	19	18	22	24
资产减值准备	2	4	3	6
无形资产摊销	4	0	1	1
公允价值变动损失	10	-6	0	0
财务费用	0	-1	-2	-4
投资损失	27	-85	0	0
少数股东损益	-8	2	2	2
营运资金的变动	58	-52	114	47
经营活动产生现金流量	73	163	127	268
投资活动产生现金流量	-172	136	-47	-38
融资活动产生现金流量	9	-34	-8	4
现金净变动	-90	265	73	234
现金的期初余额	499	348	613	686
现金的期末余额	408	613	686	920

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	810	1046	1320	1637
营业成本	495	653	782	936
营业税金及附加	8	11	14	17
销售费用	149	178	211	262
管理费用	55	53	67	83
财务费用	0	-1	-2	-4
资产减值损失	0	4	2	2
公允价值变动	10	-6	0	0
投资收益	-27	85	0	0
营业利润	86	226	246	340
营业外收入	6	4	2	2
营业外支出	2	3	1	1
利润总额	89	227	247	341
所得税	17	34	37	51
净利润	72	193	210	290
少数股东损益	-8	2	2	2
归属母公司净利润	80	191	208	288
EPS (元)	0.49	1.15	1.26	1.74

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.6%	29.2%	26.2%	24.0%
营业利润增长率	-53.8%	162.9%	9.0%	38.1%
净利润增长率	-39.7%	137.4%	9.0%	38.3%
盈利能力(%)				
毛利率	38.9%	37.5%	40.8%	42.8%
净利率	9.9%	18.3%	15.8%	17.6%
ROE	10.3%	19.9%	17.9%	19.8%

偿债能力(%)

资产负债率	25.1%	26.4%	23.5%	22.4%
流动比率	2.97	2.87	3.33	3.62
速动比率	2.52	2.44	2.79	3.08

营运能力(次)

资产周转率	0.72	0.81	0.86	0.90
应收帐款周转率	9.16	8.57	8.54	8.44

每股资料(元)

每股收益	0.49	1.15	1.26	1.74
每股经营现金	0.62	0.99	0.77	1.61
每股净资产	4.71	5.78	7.03	8.77

估值比率(倍)

PE	81.46	34.31	31.47	22.75
PB	8.39	6.84	5.62	4.51

- 4 -