

治痔药、医院、药妆上下游拓展打开公司成长空间

● 未来三年净利的复合增长率有望达到 50%

根据我们的盈利预测，公司 2009—2011 年实现扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润为 1.33 亿元、2.12 亿元、2.87 亿元，同比增长 65%、59%、35%，2009—2011 年的复合增长率为 52.79%，每股收益为 0.80 元、1.28 元、1.73 元，给予该股买入的投资评级。

● 增长点来自于

治痔药方面：马应龙痔疮膏进入基本药物目录及 10g 装产品提价后带来的价量齐升。由于未来政府办基层医疗市场 100% 配备使用基本药物，因此痔疮膏将在基本医疗市场放量。上市以来痔疮膏经过四次提价，而 2009 年 6 月，痔疮膏 10 装由 4.5 元每支提升至 5 元每支，2009 年 11 月又提升至 6.1 元每支。马应龙痔疮栓销售稳步提升。小产品地奥司明片及痔炎消片快速增长。2) 肛肠医院：随着政策的放宽，民营资本进入医疗市场的积极性提高，未来盈利的空间也在提升。公司第一家肛肠医院已经于 2008 年开设，2010 年将小幅盈利，3) 药妆。马应龙八宝去黑圈眼霜是公司药妆的第一个产品。2009 年试销后市场反映良好，2010 年公司将大力推广其市场的销售，预计马应龙眼霜 2010 年销售收入可达到 3000—4000 万元。

● 近期的股价催化剂

亮丽的 2010 年一季报及半年报。产品再次提价。

● 治痔药、医院、药妆上下游拓展打开公司成长空间

公司马应龙给市场留下的印象就生产治痔类药中成药制造企业，而治痔类药物是一个市场规模不大的细分行业，因此认为马应龙未来的成长空间有限。与市场不同的观点，我们认为公司不仅仅是生产治痔类药物，公司的战略正在以治痔药物为核心，进行上下游延伸，增加核心成份的适应症，向下游延伸则建立肛肠医院，增加适应症则公司向药妆文面拓展。另外，药品研发与制造方面也向消化道延伸增加公司的产品线。因此未来 3—5 年，公司将呈现治痔药、医院、药妆三足鼎立的局面，目前的治痔药所贡献的利润仅占三分之一，而肛肠医院以及药妆则各占三分之一的利润。因此马应龙的成长空间将被打开。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持(上调)

股价(2009 年 12 月 24 日) 37.27

目标价格(6 个月) 50.00

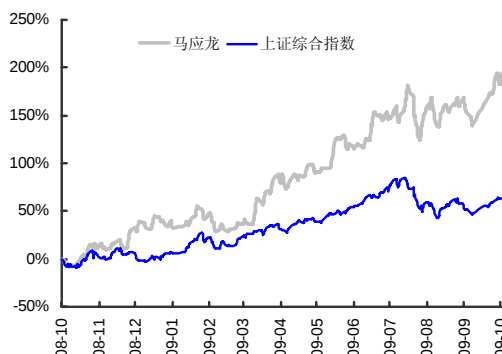
总股本/A 股(万股) 16579 / 16579

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2009 年 12 月 24 日

股价表现



重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	810	1257	1647	2114
同比(%)	48%	55%	31%	28%
归属母公司净利润	80	133	212	287
同比(%)	-40%	65%	59%	35%
毛利率(%)	38.9%	36.5%	37.5%	38.3%
ROE(%)	10.3%	14.7%	19.2%	20.9%
每股收益(元)	0.49	0.80	1.28	1.73
P/E	74.04	44.78	28.11	20.76
P/B	7.63	6.58	5.41	4.34

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

盈利预测及投资建议	4
未来三年净利的复合增长率有望达到 50%	4
投资建议	7
投资亮点	7
治痔药、医院、药妆上下游拓展打开公司成长空间.....	8
产品线沿着下消化道进行拓展	8
肛肠医院	9
药妆	9
公司简介	10
公司是治痔药领域的龙头	10
股权结构	10
公司业绩总体保持稳定而出色的增长	11
治痔药：公司优势将进一步发挥	11
公司以治痔药为核心业务	11
公司是国内治痔药市场的领头企业	12
治痔药业绩平稳，近年增长提速	12
治痔药市场成熟稳定，高低端各有机会	13
马痔膏进入基本药目录，有助于开拓中低端市场	14
以协同性驱动业务的多元化.....	14
逐步确立以业务协同性为多元化发展的方向	14
肛肠医院是公司在优势领域的有效拓展	14

图表目录

图 1：历次提价后治痔药业绩表现	8
图 2：公司股权结构图	10
图 3：2005-2009H1 公司收入及利润情况	11
图 4：2004-2009H1 公司各业务收入及利润组成情况	12
图 5：治痔药市场主要品种份额	12
图 6：2004-2009H1 治痔药业务收入及利润增长情况	13
图 7：马应龙治痔系列主要品种及 2009Q3 收入贡献	13
图 8：治痔药高、低端市场各有机会	13
图 9：公司逐步确立协同战略	14
表 1：公司各产品销售预测	6
表 2：公司盈利预测表	6
表 3：主要治痔产品价格及使用规格	8
表 4：财务预测表	16

盈利预测及投资建议

未来三年净利的复合增长率有望达到 50%

根据我们的盈利预测，公司 2009-2011 年实现扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润为 1.33 亿元、2.12 亿元、2.87 亿元，同比增长 65%、59%、35%，2009-2011 年的复合增长率为 52.79%，每股收益为 0.80 元、1.28 元、1.73 元。

未来的增长来自于：

➤ 马应龙痔疮膏量现价齐升

提价：马应龙痔疮膏提价。2009 年 6 月底，马应龙痔疮膏出厂价由 4.5 提升至 5 元每股，上调幅度 11.11%，2009 年 11 月出厂价由 5 元提升至 6.1 元，上调幅度为 22%。马应龙痔疮膏销量呈现稳定上升，2009 年全年的销售增长达到 17% 左右。目前公司正在密切地观察市场的反映，如果销量不受影响的话，公司在 2010 年仍将提价。



销量上升：马应龙痔疮膏进入基本药物目录后将带来销量的大幅提升。根据国家的基本药物制度，

在 2010 年，全国各省市 30% 政府办城市社区服务机构和县（市）乡镇卫生院将配备使用基本药物，2011 年比例将提升至 50%，2012 年则 100% 的政府办城市社区服务机构和县（市）乡镇卫生院将配备使用基本药物。随着基本药物在基层医疗市场覆盖率每年大幅的得升必将使进入基本药物目录的马应龙痔疮膏销售放量。

➤ 马应龙痔疮栓销售稳步提升

清热解毒，消肿止痛，止血生肌。未来三年痔疮栓的复合增长率将达到 25% 左右。

➤ 小产品地奥司明片及痔疮消片快速增长

口服治痔类药物地奥司明片及痔疮消片由于基数较小，销售增长快速。预计地奥司明片 2009-2011 年实现销售收入 1650 万元、2310 万元、3119 万元，分别同比增长 65%、40%、35%。预计痔疮消片 2009-2011 年实现销售收入 1190 万元、1642 万元、2219 万元，分别同比增长 40%、38%、35%。

➤ 新增长点马应龙八宝

马应龙八宝去黑眼圈霜是公司药妆的第一个产品。2009 年试销后市场反映良好，2010 年公司将大力推广其市场的销售，预计马应龙眼霜 2010 年销售收入可达到 4000 万元。

➤ 肛肠科医院将小幅盈利

根据以上的分析，我们对公司 2009-2011 年的经营数据进行预测：

2009 年：业绩受益于马痔膏的提价程度并不大，因为第一次提价为 4.5 元每支提升至 5 元每支，幅度为 11.11%，享受时间为仅半年不到，而第二次提价为 11 月，5 元每支提升至 6.1 元，幅度为 22%，享受了 1 个月的时间。预计公司实现营业收入 11.73 亿元，同比增长 55.2%，其中医药工业实现销售收入 3.99 亿元，同比增长 29.4%，马应龙痔疮膏实现销售收入 2.26 亿元，同比增长 33%，马应龙痔疮栓实现销售收入 8400 万元，同比增长 20%，地奥斯明片实现销售收入 1650 万元，同比增长 65%，痔炎消片实现销售收入 1190 万元，同比增长 40%；预计医药商业完成销售收入 7.74 亿元，同比增长 73%。预计公司全年实现归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 1.33 亿元，同比增长 65%，每股收益为 0.80 元。公司业绩大幅增长，2009 年的业绩并没有太多受益于马应龙的提价。因第一次提价幅度仅有 11%，享受时间仅半年，而第二次提价，幅度较大，但时间是在 11 月，也仅享受了 1 个月的时间。

2010 年：2010 年公司的业绩将受益于马痔膏的提价，从上半年来看，马痔膏提价了 35.55%，加上销售量的增长，上半年马痔膏的销售收入增幅将达到 50%以上。就带来预计公司实现营业收入 15.37 亿元，同比增长 31.1%。2010 年公司收入增速看上去比 2009 年低，但其高毛利率的医药工业增速高于 2009 年的医药工业的增长，医药工业实现销售收入为 6.08 亿元，同比增长 52.6%，马痔膏实现销售收入 3.5 亿元，同比增长 55%，马痔栓实现销售收入 1.05 亿元，同比增长 25%，地奥斯明片及痔炎消片仍快速增长，新增长点马应龙八宝去黑眼圈眼霜实现销售收入 4000 万元。预计医药商业维持行业的平稳增长，实现收入 9.29 亿元，同比增长 20%。我们预计公司全年实现归属于母公司股东的扣非后的净利润为 2.12 亿元，同比增长 59%，每股收益为 1.28 元，公司收入毛利率上升，业绩仍旧大幅增长，而且公司的业绩仍有提升空间，因为马痔膏在 2010 年仍有可能继续提价。

2011 年：预计公司实现营业收入 19.73 亿元，同比增长 28.3%，其中医药工业实现销售收入 8.58 亿元，同比增长 41.11%，马应龙痔疮膏实现销售收入 4.77 亿元，同比增长 36%，马应龙痔疮栓实现销售收入 1.37 亿元，同比增长 30%，地奥斯明片实现销售收入 3119 万元，同比增长 35%，痔炎消片实现 2217 万元，同比增长 35%，去黑眼圈眼霜马应龙八宝经过的试销后，2011 年大幅增长，实现销售收入 1 亿元。预计实现归属于母公司股东扣除非经常性损益后的净利润为 2.87 亿元，同比增长 35%，每股收益为 1.73 元。

表 1：公司各产品销售预测

百万元	2008	2009	2010	2011
医药工业	308	399	608	858
同比增长		29.4%	52.6%	41.1%
马应龙痔疮膏	170.00	226.10	350.46	476.62
同比增长		33.0%	55.0%	36.0%
马应龙痔疮栓	70.00	84.00	105.00	136.50
同比增长		20.0%	25.0%	30.0%
地奥司明片	10.00	16.50	23.10	31.19
同比增长		65.0%	40.0%	35.0%
痔疮消片	8.50	11.90	16.42	22.17
同比增长		40.0%	38.0%	35.0%
马应龙八宝	0.00		40.00	100.00
同比增长				150.0%
其他	49.50	60.00	73.20	91.50
医药商业	447.46	774.00	928.80	1114.56
总计	755.46	1172.50	1536.98	1972.53
同比增长		55.2%	31.1%	28.3%

资料来源：东方证券研究所

表 2：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	810	1257	1647	2114	
营业成本	495	798	1029	1304	
营业税金及附加	8	13	16	21	
营业费用	149	231	280	359	
管理费用	55	70	82	106	
财务费用	0	-7	-11	-20	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	10	0	0	0	
投资净收益	-27	11	10	10	
营业利润	86	162	260	353	
营业外收入	6	5	5	5	
营业外支出	2	2	2	2	
利润总额	89	165	263	356	
所得税	17	24	38	52	
净利润	72	141	225	305	
少数股东损益	-8	8	13	18	
归属于母公司净利润	80	133	212	287	
EBITDA	105	176	272	358	
EPS（元）	0.49	0.80	1.28	1.73	

资料来源：东方证券研究所

投资建议

根据我们的盈利预测公司 2009-2011 年实现每股扣除非经常性损益后的每股收益为 0.80 元、1.28 元、1.73 元，以 2009 年 12 月 24 日的收盘价 37.27 元计，其 2010-2011 年的预测市盈率分别为 29 倍，21 倍，给予该股买入的投资评级，6 个月目标价为 51 元。

投资亮点

亮丽的 2010 年一季报及半年报

公司 2010 年上半年，马应龙痔疮膏出厂价由 2009 年上半年的 4.5 元提升至 6.1 元，价格提升了 35.55%，加上量的上升，整体痔疮膏的销售收入将增长 50% 以上，带来公司业绩的大幅上涨，我们预计 2010 年一季报及半年报公司的业绩都有望增长达到 50% 以上。

产品再次提价

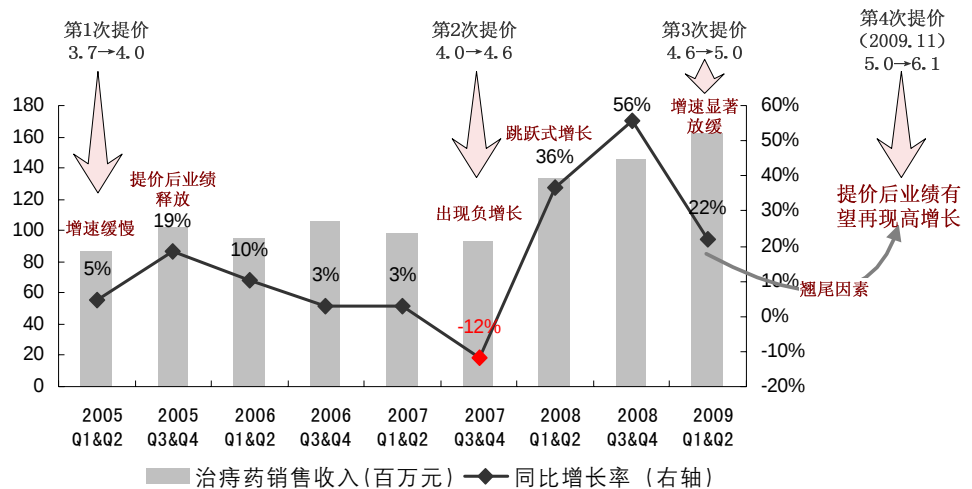
马应龙痔疮膏有望再次提价。公司上市以来拳头产品马应龙痔疮膏经历了四次提价，2009 年下半年提价两次，从近期终端的销售来看，其销售基本不受提价的影响，因此根据公司产品的提价原则，在终端销售不受影响的情况下，产品有望再次提价。2009 年的两次提价都是下半年开始的，

公司产品的提价策略为小步快跑。公司产品马应龙痔疮膏进入基本药物目录时其终端价由 9.8/10g 支下调至 9.3 元/10g 支，公司为了使得终端零售价能够达到发改委批准的价格，采取的策略便是提高出厂价。为了使得渠道有充分的准备以及以免发生提价后市场的不良反应，公司采取小幅度提价，但高频率。即提价后维持一段时间，产品的销量能增长不下降的话，将继续小幅度提价。公司称之为小步快跑的提价政策。

公司自上市以来共经历了 4 次提价，我们对历次提价前后的治痔药收入进行分析后发现：历次提价后业绩显著提升：

- 提价当期业绩表现往往欠佳：为了减少下游的屯货行为，提价前公司有意控制出货；
- 而提价后的半年业绩放量会非常明显。这也反映出公司的治痔药品牌已得到市场的充分认可，价格的提升并不会对销量造成明显影响。因此，2009 年 6 月提价前的出货控制压低了销售基数，加之 11 月再次提价后市场需求将在来年释放，预计明年上半年治痔药的市场表现将会非常出色。

图 1：历次提价后治痔药业绩表现



资料来源：公司公告，东方证券研究所

另外，该产品价格有进一步上调的空间。主要原因在于：

- 公司目前实行的出厂价为 6.1 元，距离国家规定限价 9.3 元还有较大上调空间。按一般流通环节 15% 左右的加价率，马痔膏的出厂价可提升至 7-8 元。
- 公司产品的价格较其他类似产品低很多，加价不会影响其现有的价格优势。从 07 年、09 年公司两次提价后的效果看来，提价后产品业绩有望呈现价量齐升的表现。

表 3：主要治痔产品价格及使用规格

	马应龙系列	肛泰系列	迈之灵	消脱止-M
价格	9.3 元	16 元	40-50 元	40-50 元
规格	10g/两周用量	10g/两周用量	5-10 天量	5-15 天量

资料来源：东方证券研究所

治痔药、医院、药妆上下游拓展打开公司成长空间

公司马应龙给市场留下的印象就生产治痔类药中成药制造企业，而治痔类药物是一个市场规模不大的细分行业，因此认为马应龙未来的成长空间有限。与市场不同的观点，我们认为公司不仅仅是生产治痔类药物，公司的战略正在以治痔药物为核心，进行上下游延伸，增加核心成份的适应症，向下游延伸则建立肛肠医院，增加适应症则公司向药妆文面拓展。另外，药品研发与制造方面也向下游延伸增加公司的产品线。因此未来 3-5 年，公司将呈现治痔药、医院、药妆三足鼎立的局面，目前的治疗药所贡献的利润仅占三分之一，而肛肠医院以及药妆则各占三分之一的利润。因此马应龙的成长空间将被打开。

产品线沿着下消化道进行拓展

公司产品除了治痔类药以外，其产品线尽量往整个下消化道延伸。

- 地奥司明片：口服治痔类药。治疗与静脉淋巴功能不全相关的各种症状（腿部沉重，疼痛，晨起酸胀不适感）；治疗痔急性发作有关的各种症状。除此之外。地奥司明片也是治疗便秘的好产品。
- 聚乙二醇 4000 散：分子聚乙二醇(4000)是线性长链聚合物，通过氢键固定水分子，使水分保留在结肠内，增加粪便含水量并软化粪便，恢复粪便体积和重量至正常，促进排便的最终完成，从而改善便秘症状。

公司除了上述已经上市的产品外，在研的产品或准备引进的产品均为以下消化道作为大方向的，

肛肠医院

未来 5 年公司计划在全国范围内开设 5-8 家连锁肛肠医院。从医院的开设来看，有自行开设和合作开设两种方式。全部全新开设其周期较长，所需的资金也较大，而通过兼并的方式开设则产生效益较快。截止 2009 年三季报为止，公司在本部已经开设了第一家肛肠医院。

马应龙肛肠医院是湖北省投资规模最大的肛肠专科医院，总投资 5000 万元，按三级医院标准设计建造，软、硬件条件和诊疗设施均达到国内一流水准。

首家肛肠医院拥有 105 张床位，是武汉市医保定点医院，日门诊量为 60 人次。自 2008 年开业以来，运营效果良好。2009 年从现金流来看已经能够维持平衡，2010 则开始盈利。

医院分十个科室。分为大肠外科、大肠内科、急诊科、检验科、薰洗中心、理疗中心、水疗室、放射科、彩超室、心电图室。

肛肠医院的开办使公司实现从药到医的有效延伸。未来 5 年肛肠医院将贡献公司三分之一左右的利润。

药妆

马应龙治疮膏及治疮栓的主要原材料是人工麝香、聚乙烯、复合片材，阿片酊等，这些成份具有活血化疼的功能。公司利用药材的功效，往药妆领域延伸。

公司药妆领域的第一个产品马应龙八宝眼霜自 2009 年 6 月份开始武汉地区 100 家马应龙大药房上市销售，其主要功效就是消除黑眼圈，3 个月的销售量就达到了 1 万支。且该产品的毛利率极高，在 90%左右。

2010 年公司药妆的销售计划为 4000 万元，预计能贡献每股 0.05-0.10 元的业绩。

➤ 虽是新药，但产品的技术成熟，效果明确。马应龙治痔系列产品的前身其其实是眼霜，公司利用了其收敛、消肿、活血的特性，经二次开发后应用于治痔领域。因此，作为重新开发出的去黑眼圈霜，其疗效和特性早已经过较长时间的检验，不存在新药效果有待验证的问题。

➤ 更重要的是，马应龙品牌在去黑眼圈的用户圈中已有良好的声誉。马应龙痔疮膏作为治痔产品，其去黑眼圈效果早已在坊间流传甚广，可以说这一改进产品在未上市以前已有良好的市场基础，甚至可以说是顺应市场的需求而推出的。因此自 6 月份推出后，在马应龙各大药房的试销效果喜人，后期的表现将值得期待。

我们对公司进入药妆领域表示看好。

我们预计未来 5 年药妆与将为公司贡献三分之一的利润。

公司简介

公司是治痔药领域的龙头

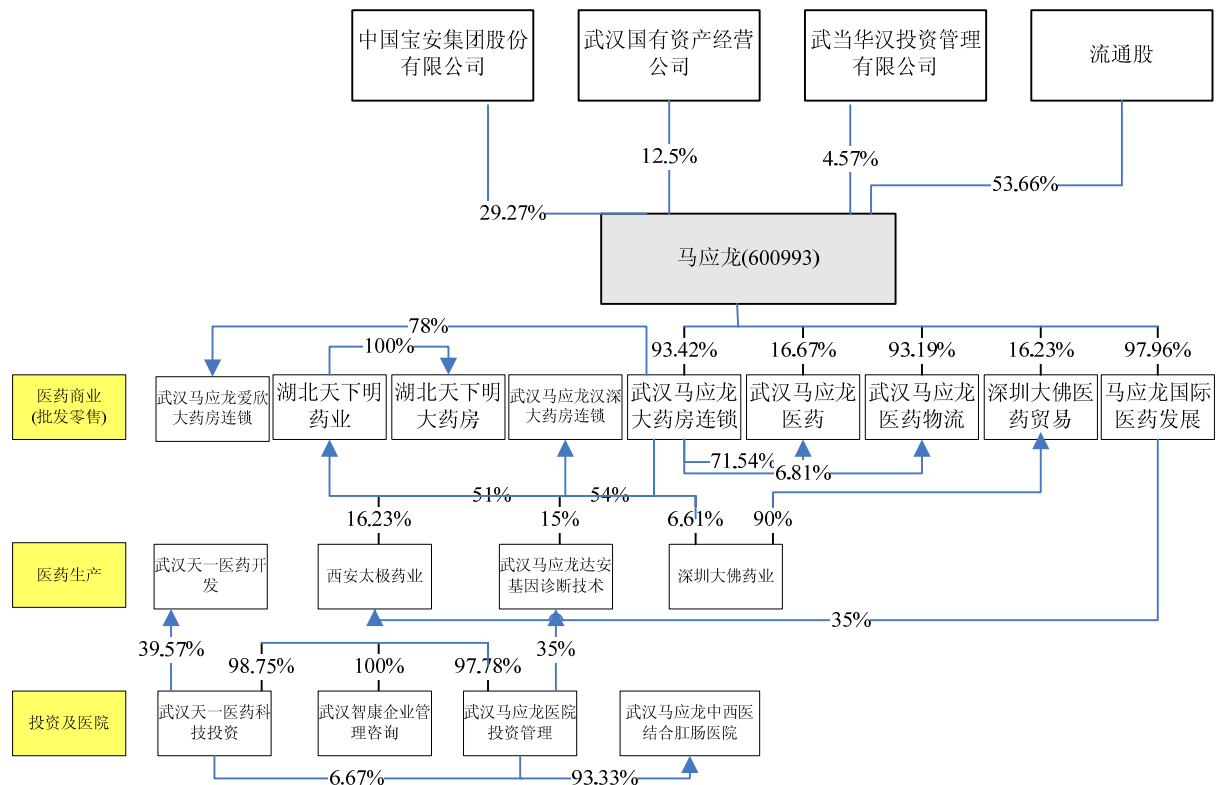
公司是国内治痔药领域的龙头企业。公司前身是以药妆（眼霜）为主业的武汉第三制药厂，1994年经整体改组后设立，与2004年于上交所上市。自成立以来，公司着力发展治痔类药物的生产和药品批发零售两大业务，目前已形成以马应龙治痔产品系列为核心、兼顾批发零售业务的盈利结构；同时进入医疗服务领域，致力将肛肠医院培育为新的增长点。

股权结构

公司控股股东为宝安集团，持29.27%的公司股份。流通股占公司股本的53.66%。

公司控股的子公司较多，但战略清晰，主要可分为医药工业、医药商业和医疗服务业三类。医药工业子公司主要包括从事肛肠疾病诊断研究的马应龙达安，以及从事普药生产的天一医药、西安太极和深圳大佛药业。医药商业子公司包括从事药品零售的马应龙大药房、天下明大药房等湖北的区域型零售商和马应龙医药物流、天下明药业等批发商。医疗服务业领域中，比较重要子公司的是代表公司发展战略的肛肠医院。

图 2：公司股权结构图



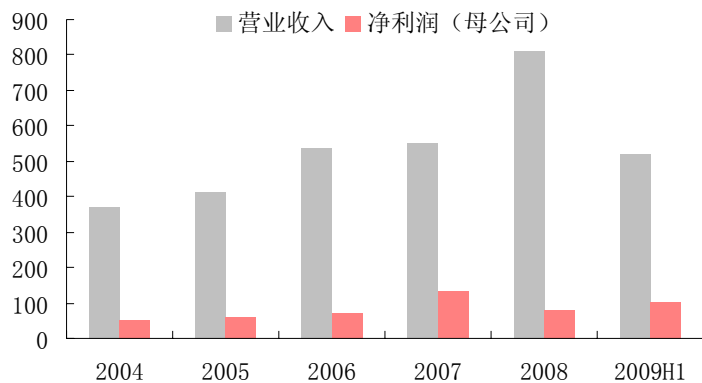
资料来源：东方证券研究所

公司业绩总体保持稳定而出色的增长

公司自上市以来业绩总体保持稳定的增长，营业收入从 2004 年的 3.7 亿元倍增至 2008 年的 8.1 亿元。净利润在 2007 年和 2008 年出现一定波动，主要受证券投资和子公司出售等非经常性损益的影响。

2009 年公司业绩体现了出色的成长性，收入和利润均实现跳跃式增长，收入同比增长 49% 至 5.2 亿元，归属母公司净利润倍增至 1.03 亿元。

图 3：2005-2009H1 公司收入及利润情况



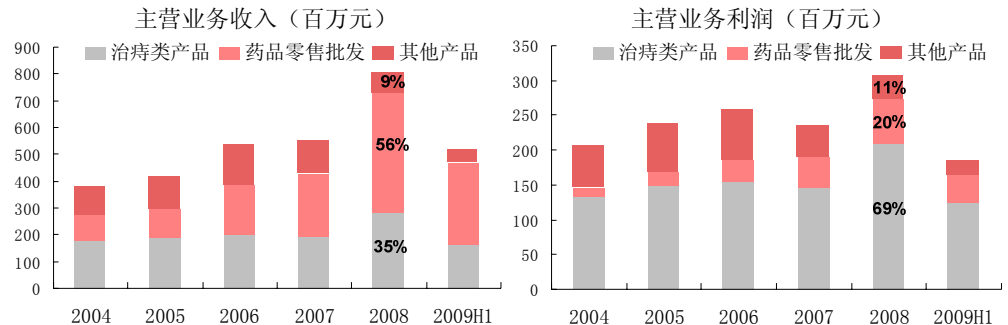
资料来源：wind，东方证券研究所

治痔药：公司优势将进一步发挥

公司以治痔药为核心业务

公司目前的主营业务包括治痔药生产、药品批发零售和其他药品生产三大业务。其中以治痔药为核心，批发零售业务也渐成规模，而其他产品逐渐收缩，以集中资源发展有良好协同性的肛肠医疗服务业务和有传统优势的药妆业务。

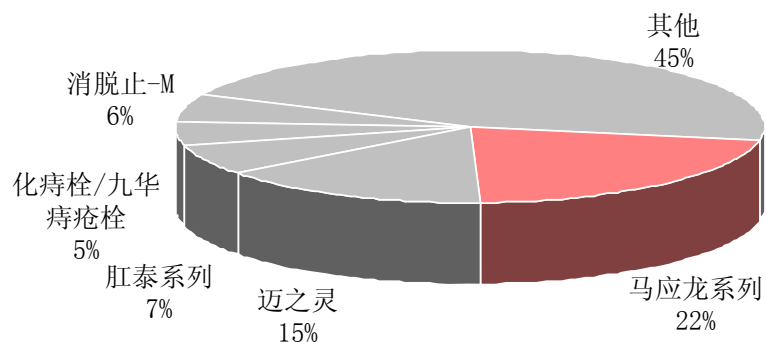
- 治痔药：自公司上市以来，治痔类药物一直是公司收入和利润的核心来源。2008 年治痔类产品完成收入 2.8 亿，占公司收入的 35%；完成主营业务利润 2.1 亿，占比 69%，是公司目前最主要的利润源，也是公司未来发展的基石。
- 批发零售业务：主要来自从事药品零售的马应龙大药房、天下明药房和汉深大药房等以及从事药品批发的马应龙药品物流、天下明药业。这块业务 2008 年贡献 0.62 亿的毛利，占比 20%，是公司目前的第二大业务。
- 其他产品：包括一些妇科用药、止咳药中成药和代理品种，对公司利润共享较小。从利润构成变动来看，这部分业务在逐渐收缩，以集中资源发展肛肠医疗服务业务和药妆业务。

图 4：2004-2009H1 公司各业务收入及利润组成情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司是国内治痔药市场的领头企业

公司以马应龙麝香痔疮膏和马应龙麝香痔疮栓两大产品为核心，确立了公司在治痔药领域龙头企业的地位，“马应龙”也成为国内治痔药市场的第一品牌。马应龙治痔药系列产品 2008 年实现销售收入 2.8 亿元，占国内治痔药市场的 22%，是市场占有率最高的系列，品牌认可度非常高。

图 5：治痔药市场主要品种份额


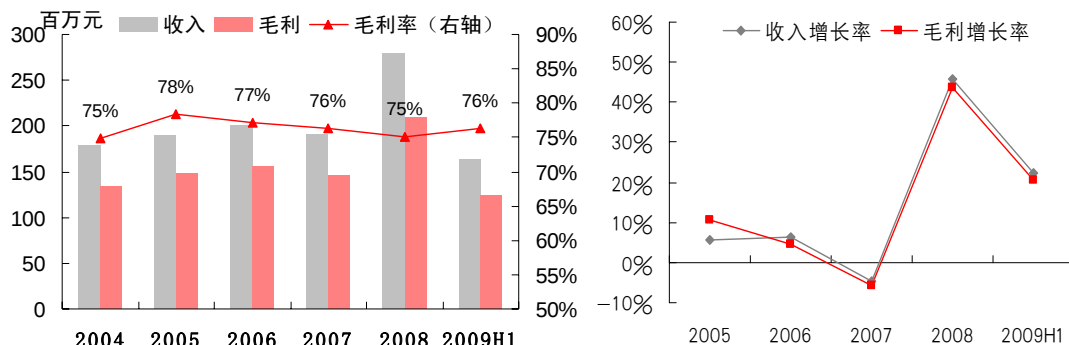
资料来源：SFDA 南方所，东方证券研究所

治痔药业绩平稳，近年增长提速

治痔药是公司一直以来的主要利润源。回顾公司治痔药的经营业绩，2004-2007 年，公司表现相对平稳，主要原因在于：一是品种单一，公司治痔药品种基本依靠马痔膏和马痔栓两个拳头品种，没有新品种的推动；二是市场新入者加剧了竞争，在新的格局确立以前，市场份额难以顺利拓展。

而近两年收入及利润均呈现高速增长趋势。一方面是受益于治痔新药地奥司明片、痔炎消片等的不俗表现；另一方面在于马应龙品牌得到了市场的充分认可，2007-2009 年间 3 次提价并没有影响公司的销售。

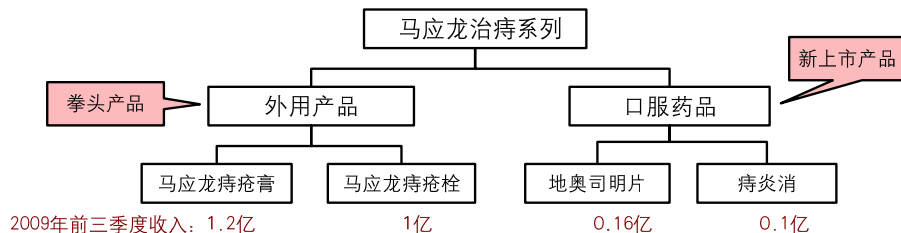
图 6：2004-2009H1 治痔药业务收入及利润增长情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司治痔系列主要产品中，除了两个拳头品种——马应龙痔疮膏和马应龙痔疮栓，还包括两个新品——化学治痔药地奥司明片和中成药痔炎消片。2009 年前 3 季度的收入组成中，进入基本药目录的独家品种马应龙痔疮膏实现销售收入 1.2 亿元，马应龙痔疮栓剂实现销售收入 1 亿元，是公司推动业绩高速提升的主要因素。而基数较小的两个口服治痔新药也体现了良好的成长性：地奥司明片实现销售收入 1600 万元，同比增长 60%；痔炎消片销售同比增长 40%，为 1000 万元。

图 7：马应龙治痔系列主要品种及 2009Q3 收入贡献



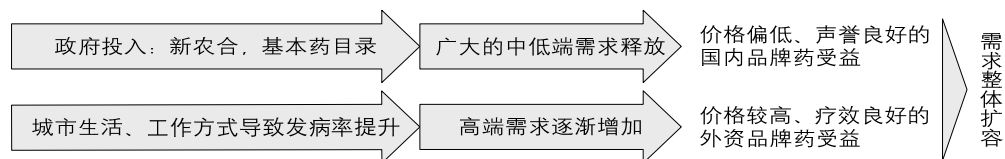
资料来源：东方证券研究所

治痔药市场成熟稳定，高低端各有机会

治痔药市场是一个相对成熟的市场，市场需求呈稳定增长的趋势。2008 年市场总额约为 13 亿元。而痔疮类疾病的发病率整体呈平稳上升趋势，患者人群每年以 16% 左右的速度增加。

治痔药潜在的需求基数较大，据有关普查资料显示，肛门直肠疾病的发病率为 59.1%，而痔疮类占有肛肠疾病的 87.25%，是最常见的肛肠疾病。因此，受益于政府投入对广大城镇人口和农村人口用药的补贴，患者基数大的中低端需求将是治痔药平稳增长的主要力量。另一方面，城市人口生活、工作方式的演变也将培育高端需求的增加。

图 8：治痔药高、低端市场各有机会



资料来源：东方证券研究所

马痔膏进入基本药目录，有助于开拓中低端市场

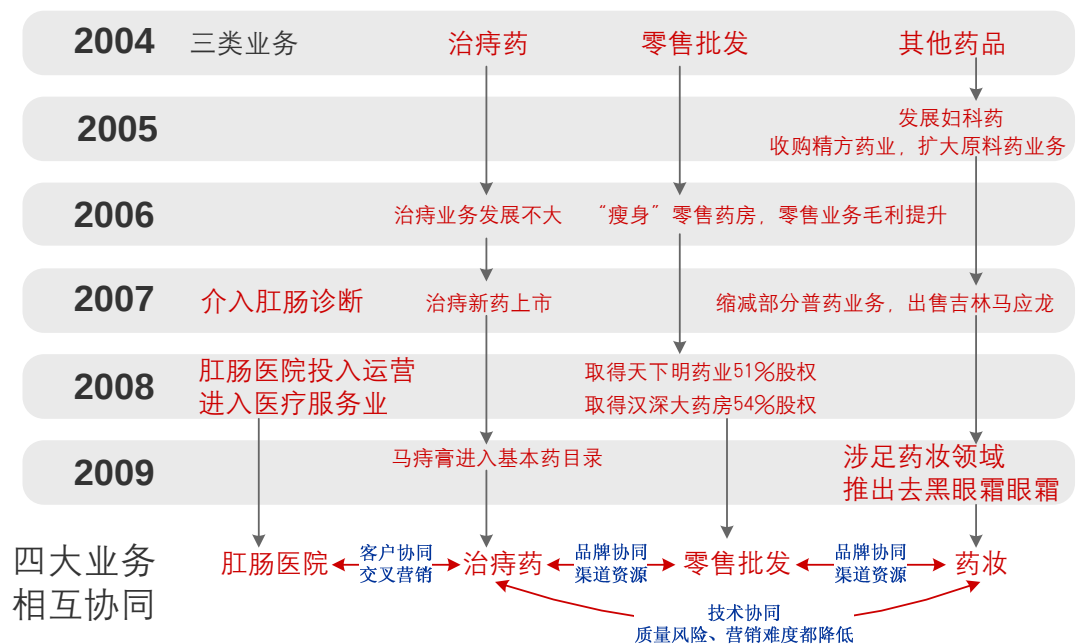
在今年 8 月公布的基层版基本药目录中，马应龙痔疮膏作为独家品种入选，这将有利促进该产品开拓中低端医疗机构市场。目前马应龙痔疮膏的销售渠道主要是大中型城市的零售药店，极少涉足城市社区医疗机构和乡镇基层医疗机构。随着基本药制度的逐步推行，马应龙痔疮膏作为独家品种，将受益于政府的统一采购和配送方案，迅速开拓基层医疗机构市场，填补过去在这一潜在市场的空白。因此，公司该产品的收入有望在短期内呈阶梯式增长。

以协同性驱动业务的多元化

逐步确立以业务协同性为多元化发展的方向

公司自上市以来一直尝试多元化发展，以弥补品种单一、增长乏力的风险。2004-2009 年期间，公司以收购为主要手段，尝试在原料药、医药商业等领域拓展业务；同时积极推出妇科用药、止咳药等其他中成药。经过多年的尝试和摸索，逐步确立了以业务协同性为多元化发展的方向，未来将把发展重心治疗药、以及有高度协同效应的肛肠医院、批发零售和药妆业务。

图 9：公司逐步确立协同战略



资料来源：公司公告，东方证券研究所

肛肠医院是公司在优势领域的有效拓展

公司在多年摸索新的利润来源后回归优势领域，于 2008 年底在武汉开设了首家肛肠医院，对相同客户基础进行了产业的延伸。

预计医院明年有望实现盈亏平衡，略快于一般专科医院从设立到开始盈利所需要经历的 2-3 年时间。

公司在肛肠医院的治理和发展中还处于摸索阶段，希望能探索出可复制的经营模式，在未来 3-5 年内在全国设立 5-8 家连锁医药，最终发展为具有品牌效应的连锁专科医院。我们看好肛肠医院业务未来的发展前景：

- 专科医院连锁经营的模式将在未来分割综合性医院一定的份额，而肛肠专科医院目前还在起步阶段，没有形成有影响力的连锁品牌，对公司而言是合适的介入机会。
- 公司的治痔药品牌和肛肠医院可以交叉营销，协同作用明显。马应龙治痔药系列在肛肠疾病患者中有很好的品牌认可度，因此肛肠医院品牌推广中面对的阻力相对较小，这也是该医院的进度快于预期的重要原因。往中长期看，药品加治疗的多元化服务能够实现良好的品牌协同，对患者的品牌忠诚度有促进作用。

表 4：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	855	1199	1457	1845	营业收入	810	1257	1647	2114
现金	348	750	877	1107	营业成本	495	798	1029	1304
应收账款	101	150	197	253	营业税金及附加	8	13	16	21
其它应收款	11	20	26	33	营业费用	149	231	280	359
预付账款	33	48	62	78	管理费用	55	70	82	106
存货	130	103	133	169	财务费用	0	-7	-11	-20
其他	233	128	162	205	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	308	309	298	286	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	46	47	47	47	投资净收益	-27	11	10	10
固定资产	184	198	196	190	营业利润	86	162	260	353
无形资产	32	31	29	28	营业外收入	6	5	5	5
其他	46	33	26	22	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1163	1508	1755	2131	利润总额	89	165	263	356
流动负债	288	565	562	657	所得税	17	24	38	52
短期借款	46	226	145	145	净利润	72	141	225	305
应付账款	86	136	175	222	少数股东损益	-8	8	13	18
其他	156	203	242	291	归属于母公司净利润	80	133	212	287
非流动负债	4	0	0	0	EBITDA	105	176	272	358
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.80	1.28	1.73
其他	4	0	0	0					
负债合计	291	565	562	657	主要财务比率				
少数股东权益	91	99	112	130	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	92	166	166	166	成长能力				
资本公积	255	218	218	218	营业收入	47.6%	55.2%	31.1%	28.3%
留存收益	435	522	717	987	营业利润	-53.8%	88.7%	60.4%	35.8%
归属母公司股东权益合计	781	906	1101	1371	归属于母公司净利润	-39.7%	65.3%	59.3%	35.4%
负债和股东权益	1163	1508	1755	2131	获利能力				
					毛利率	38.9%	36.5%	37.5%	38.3%
现金流量表				单位:百万元	净利率	9.9%	10.6%	12.9%	13.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	10.3%	14.7%	19.2%	20.9%
经营活动现金流	103	101	217	233	ROIC	22.8%	43.4%	62.4%	74.6%
净利润	72	141	225	305	偿债能力				
折旧摊销	19	21	23	25	资产负债率	25.1%	37.4%	32.0%	30.8%
财务费用	0	-7	-11	-20	净负债比率				
投资损失	27	-11	-10	-10	流动比率	2.97	2.12	2.59	2.81
营运资金变动	-11	13	-57	-67	速动比率	2.52	1.94	2.35	2.55
其它	-5	-57	47	0	营运能力				
投资活动现金流	-229	127	-4	-6	总资产周转率	0.72	0.94	1.01	1.09
资本支出	33	23	13	13	应收账款周转率	9	9	9	9
长期投资	-138	0	0	0	应付账款周转率	6.77	7.19	6.63	6.58
其他	-335	150	9	7	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-24	175	-86	3	每股收益	0.49	0.80	1.28	1.73
短期借款	24	181	-81	0	每股经营现金流	0.62	0.61	1.31	1.40
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.71	5.46	6.64	8.27
普通股增加	31	74	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-37	0	0	P/E	74.04	44.78	28.11	20.76
其他	-78	-43	-5	3	P/B	7.63	6.58	5.41	4.34
现金净增加额	-151	402	127	230	EV/EBITDA	53	31	20	15

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn