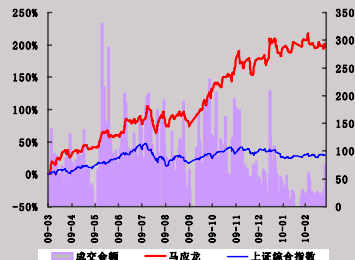



研究报告
马应龙
(600993)
推荐（维持）
所属行业：医药
行业评级：推荐
股本结构

总市值（亿元）	67.56
流通市值（亿元）	67.15
总股本（亿股）	1.66
流通A股（亿股）	1.65

股价表现图

相关报告：

《马应龙（600993）：2009年三季报点评》2009.10.26

 齐鲁证券研究所
 行业公司部

 联系人：许均华
 胡德军
 吕国启

 Tel: (86531) 8177-6395
 Fax: (86531) 8128-3791
 Email: xujh@qlzq.com.cn

 分析师：李北铎
 执业证书编号：S0740209070161

借力新医改，马痔膏价量齐升

——马应龙 2009 年报点评
报告起因：

2010年3月27日，马应龙公布2009年年度报告。

投资要点：

- ◇ 公司 2009 年的业绩增长速度较快，对股东回报较高。公司实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 26.23%，实现归属于母公司所有者的净利润为 1.8 亿元，同比增长 123.90%，各子公司经营情况正常，其中大药房实现主营业务收入 5.65 亿元，同比增长 50.67%；2009 年度利润分配预案，每 10 股派发现金股利 3 元（含税），派发现金红利总额为 4973.70 万元。
- ◇ 治痔类产品价量齐升，药品销售大幅增长。虽然公司的痔疮膏两次提价，但是治痔类产品销售收入依旧较快速的增长，2009 年突破 3.26 亿元，同比增长 16.84%，毛利率同比上升 2.28%至 77.43%；公司药品批发零售收入 6.08 亿元，同比增长 35.83%，毛利率同比上升 1.05%；肛肠医院收入 247 万元，依旧未摆脱亏损状况。
- ◇ 公司全面深化实施品牌经营战略，品牌价值持续提升。公司的品牌经理制、渠道终端分线制得到进一步完善，品牌运营的应变策划能力和执行控制能力得到不断提升；公司品牌价值持续增值，再次入选中国品牌价值 500 强排行榜，品牌价值达到 40.01 亿元。
- ◇ 公司积极应对新医改，成果喜人。公司密切跟踪国家新医改动态，有效强化政府公关，医改应对占据有利形势，公司共有 18 个品种进入国家基本药物目录，其中马痔膏作为独家品种纳入基本药物范围，麝香痔疮栓、龙珠软膏增补进入新版《国家医保目录》，该目录中马应龙入选品种达到 26 个，其中独家品种 4 个，为公司后续发展赢得有利战略机会；武汉马应龙肛肠医院被认定为武汉市医保定点医院和武汉市新农合转诊定点医院，为医院的后续发展赢得有利先机；天下明药业获得湖北省基本药物目录配送商资质，医药商业继续保持平稳增长。
- ◇ 公司精细化成本管控体系不断完善。公司启动制定产能规划设计方案，确保未来产销之间的协调保障；公司本部口服固体制剂等 8 个剂型 GMP 重新认证顺利通过，旗下各子公司均顺利通过 GMP、GSP 再认证，标准化管理得以巩固并延伸，环境安全体系和质量保障体系稳定运行；成本管控体系不断完善，生产成本控制达标。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



- ◇ **公司自主创新能力迈入全新发展通道。**马应龙企业技术中心被认定为国家级企业技术中心，技术创新体系建设和自主创新能力达到行业领先水平；马应龙药业和西安太极取得高新技术企业资质，继续享受优惠税收政策；马应龙制药技艺被认定为湖北省非物质文化遗产。
- ◇ **公司新品研发进展顺利。**2009 年，公司新品种“益气通便颗粒”取得新药证书和生产批件；“痔血清胶囊”已进入技术审评程序；“纳米化马痔膏”临床研究全面启动；“美沙拉嗪肠溶片”完成临床前工艺研究，马应龙牛黄痔疮膏等其他在研产品也正在按计划推进中；以八宝秘方为技术基础的 3 个药妆系列产品已完成配方工艺研究。
- ◇ **公司新品上市逐步铺开。**公司新品种地奥司明片、痔疮消片、金玄痔科薰洗散等治痔系列新品上市上量有所加快，对业绩增长构成有力支撑；硫酸吗啡栓实现顺利上市；马应龙八宝去黑眼圈眼霜在大药房系统试销，眼霜全国范围内规模推广已经启动。
- ◇ **2010 年公司发展方向：**（1）市场营销：紧密跟踪医改政策动向，积极应对医改专项工作，高度重视新医改下马痔膏的营销工作，抢占市场份额，加大新产品投入，提高地奥司明片、痔疮消片、硫酸吗啡栓的销量，建立和完善药妆产品运作模式，开拓眼霜产品新市场；（2）产品研发：加快新药引进和研发进程，开展充分的市场调研，积极寻求前沿技术及信息来源，抢占制高点，提升研发层级；（3）生产质量：强化全面质量管理，推动工艺技术革新，完善设备技术管理，巩固延伸标准化流程化管理；（4）经营模式：坚持以创造增量为主线，以强化绩效管理、预算管理为手段，加快企业发展。
- ◇ **公司的成长性较好，具备较积极的投资价值。**预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 1.23 元、1.47 元和 1.71 元，对应的动态 PE 分别为 33.26 倍、27.66 倍和 23.82 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备较积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	80963.10	102198.34	131835.85	162158.10	194589.72
同比	47.57%	26.23%	29.00%	23.00%	20.00%
营业利润	8596.58	21460.87	24306.10	29217.29	33892.01
同比	-53.79%	149.64%	13.26%	20.21%	16.00%
归属母公司净利润	8042.95	18008.11	20309.71	24428.10	28361.50
同比	-39.71%	123.90%	12.78%	20.28%	16.10%
EPS(摊薄，元/股)	0.87	1.09	1.23	1.47	1.71

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所


表 1: 公司季度分析
单位: 万元

	2008	2009	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q
主营业务收入	80963.10	102198.34	16706.60	18346.15	16812.10	29098.23	23099.09	28962.96	24692.24	25444.05
增长率% (同比)	47.57%	26.23%	35.57%	29.98%	26.38%	92.40%	38.26%	57.87%	46.87%	-12.56%
增长率% (环比)			10.47%	9.81%	-8.36%	73.08%	-20.62%	25.39%	-14.75%	3.04%
毛利率 (%)	38.89%	37.87%	42.00%	42.80%	39.63%	34.23%	38.35%	34.70%	39.42%	39.53%
主营毛利	31490.44	38700.47	7016.19	7851.56	6662.59	9960.09	8857.38	10051.26	9733.30	10058.53
增长率% (同比)	33.24%	22.90%	41.50%	20.29%	24.94%	46.11%	26.24%	28.02%	46.09%	0.99%
增长率% (环比)			2.93%	11.91%	-15.14%	49.49%	-11.07%	13.48%	-3.16%	3.34%
销售费用	14877.95	20058.82	2571.15	3142.54	2881.63	6282.63	4338.77	4202.60	4638.42	6879.03
销售费用率 (%)	18.38%	19.63%	15.39%	17.13%	17.14%	21.59%	18.78%	14.51%	18.78%	27.04%
管理费用	5462.15	6181.74	1232.19	962.23	1051.92	2215.82	1281.60	1309.42	1318.56	2272.16
管理费用/率 (%)	6.75%	6.05%	7.38%	5.24%	6.26%	7.61%	5.55%	4.52%	5.34%	8.93%
财务费用	1.67	-274.63	96.63	-56.51	-42.00	3.55	143.87	-152.28	-213.18	-53.05
期间费用率 (%)	25.12%	25.41%	23.34%	22.07%	23.15%	29.22%	24.95%	18.51%	23.26%	35.76%
营业利润	8596.58	21460.87	1440.93	4337.68	2596.80	221.17	6781.28	5932.66	5958.67	2788.26
增长率% (同比)	-53.79%	149.64%	-76.36%	-34.14%	-52.09%	-55.87%	370.62%	36.77%	129.46%	1160.68%
增长率% (环比)			187.51%	201.03%	-40.13%	-91.48%	2966.07%	-12.51%	0.44%	-53.21%
利润总额	8944.90	22054.08	1439.68	4542.55	2424.30	538.37	6824.45	6008.00	5990.43	3231.20
增长率% (同比)	-51.59%	146.55%	-76.40%	-31.01%	-55.67%	67.05%	374.03%	32.26%	147.10%	500.18%
增长率% (环比)			346.72%	215.53%	-46.63%	-77.79%	1167.62%	-11.96%	-0.29%	-46.06%
净利润	7199.67	18919.25	1078.14	3769.08	2007.20	345.26	5837.84	5083.24	5233.41	2441.25
增长率% (同比)	-52.32%	162.78%	-79.66%	-26.48%	-53.10%	-12.26%	441.47%	34.87%	157.20%	721.31%
增长率% (环比)			173.98%	249.59%	-46.75%	-82.80%	1590.88%	-12.93%	1.56%	-45.07%
EPS (元)	0.87	1.09	0.17	0.40	0.22	0.13	0.61	0.29	0.32	0.15

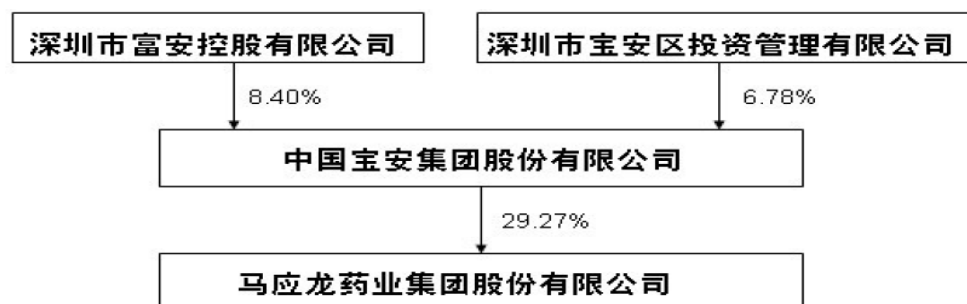
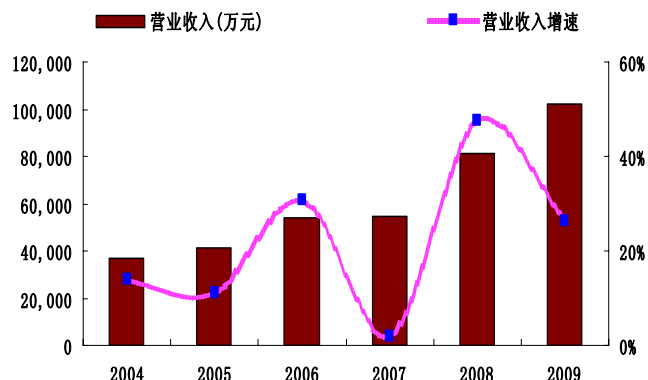
资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所
图1: 公司股权结构

数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

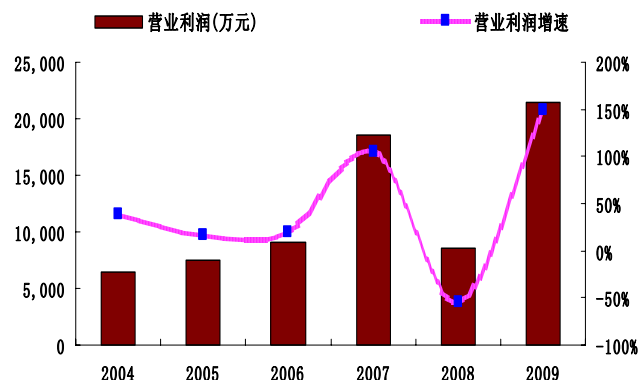


图2：2004-2009年公司营业收入及其增速



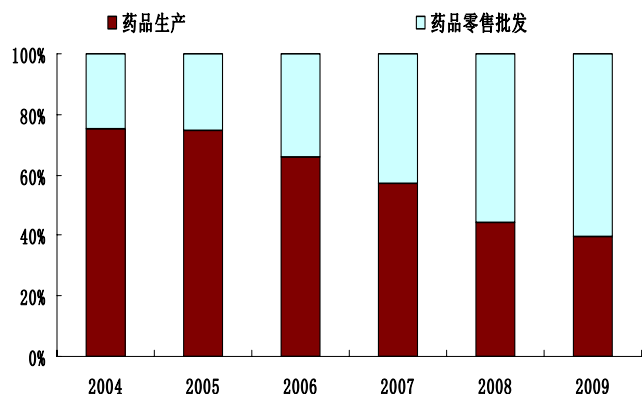
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图3：2004-2009年公司营业利润及其增速



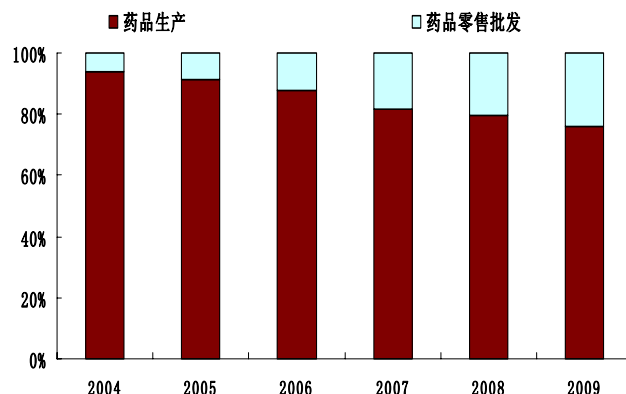
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图4：2004-2009年公司销售收入结构



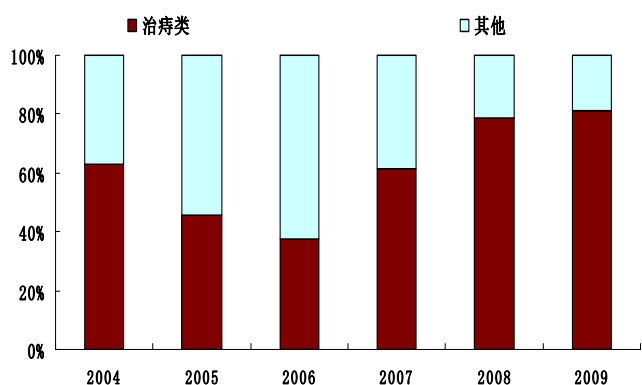
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图5：2004-2009年公司销售毛利结构



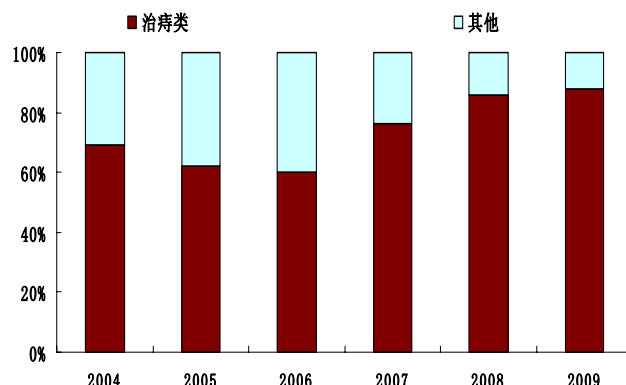
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图6：2004-2009年公司医药工业营业收入结构



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

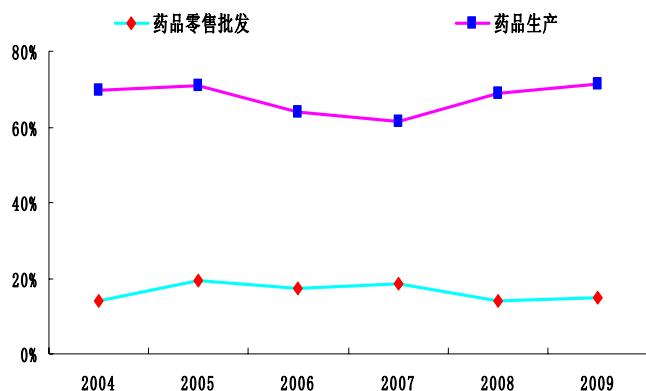
图7：2004-2009年公司医药工业营业利润结构



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

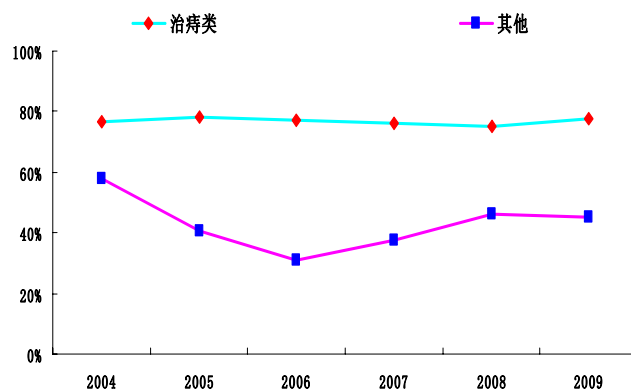


图8: 2004-2009年公司各业务毛利率变化



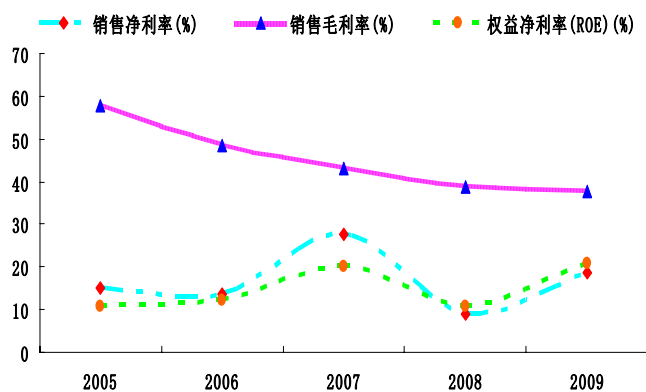
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图9: 2004-2009年公司医药工业各业务毛利率变化



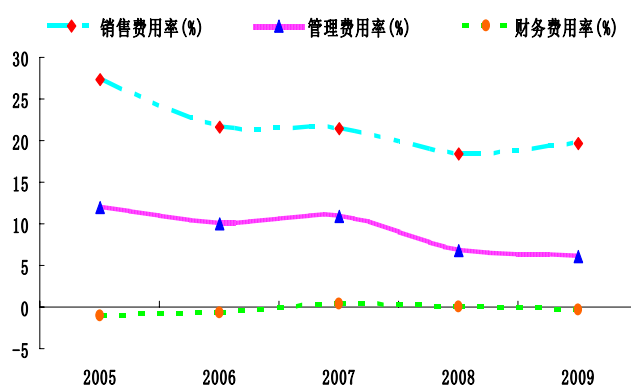
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图10: 2005-2009年公司利润指标的变动



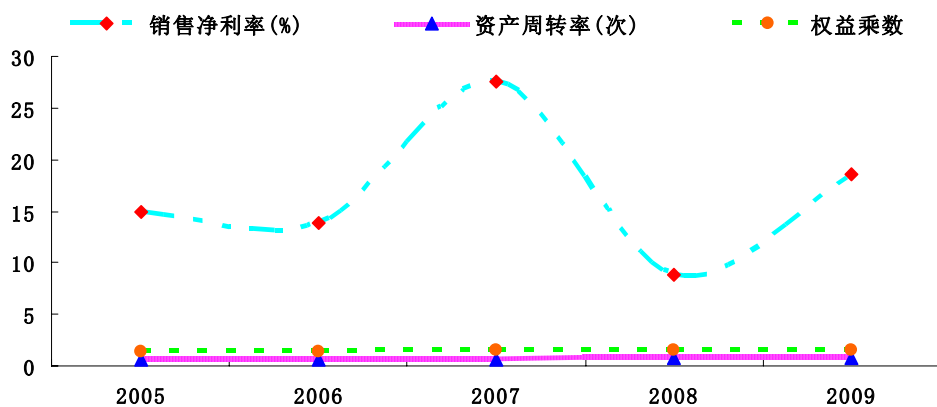
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图11: 2005-2009年公司费用指标的变动



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

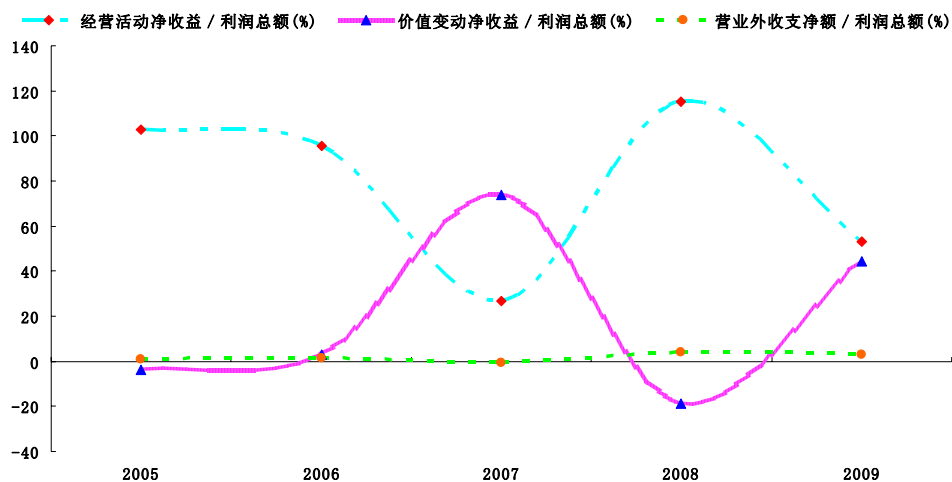
图12: 2005-2009年公司杜邦分析指标变化情况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

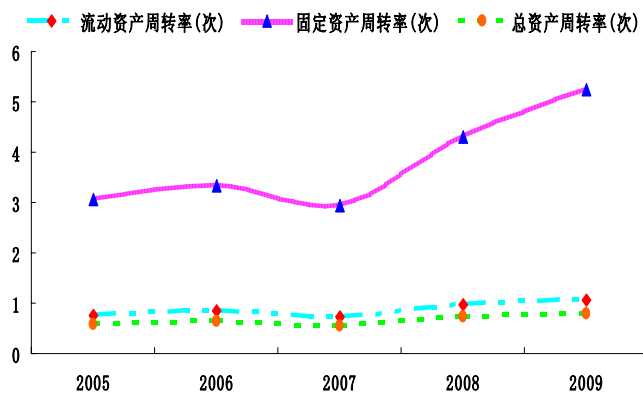


图13: 2005-2009年公司盈利质量分析



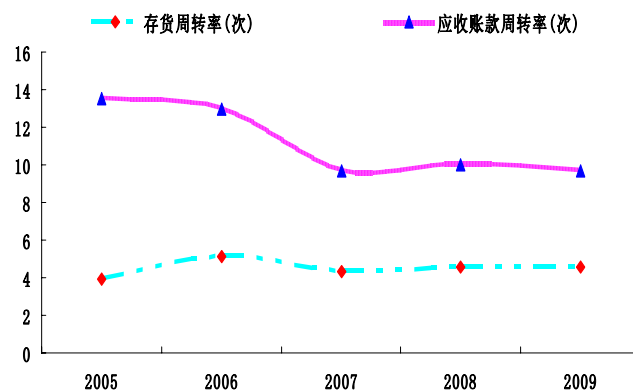
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图14: 2005-2009年公司营运能力分析



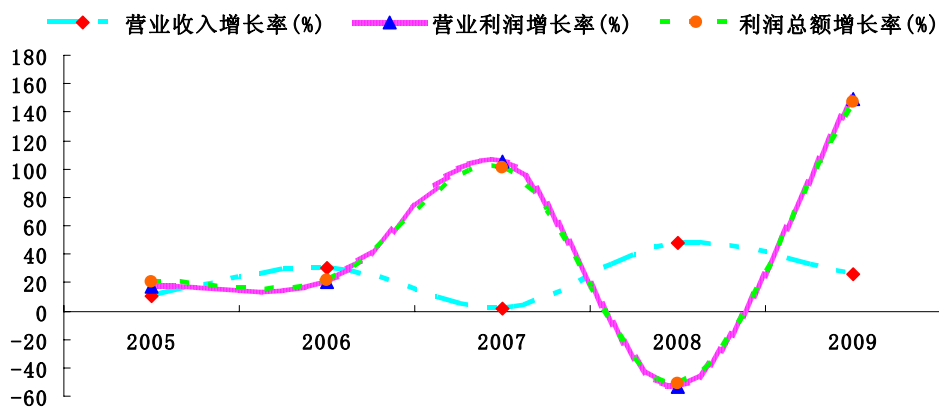
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图15: 2005-2009年公司流动资产营运能力分析



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图16: 2005-2009年公司成长能力分析



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所


附表、公司盈利预测与估值

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	79277.35	79277.35	96810.01	113959.22	营业收入	102198.34	131835.85	162158.10	194589.72
应收账款	11066.27	9702.88	10442.72	12292.58	营业成本	63497.87	81870.06	100213.71	119672.68
存货净额	14986.51	13089.95	14088.06	16583.66	营业毛利	38700.47	49965.79	61944.39	74917.04
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	920.99	1186.52	1621.58	1945.90
流动资产合计	109503.53	118352.62	127377.01	149940.93	销售费用	20058.82	27158.19	32269.46	38528.76
固定资产	20573.86	27442.47	29534.96	34766.87	管理费用	6181.74	8305.66	9891.64	11675.38
无形资产及其他	4110.00	3662.83	3942.12	4640.44	财务费用	-274.63	-457.12	-562.26	-674.71
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	10708.47	10708.47	10708.47	10708.47
长期股权投资	6256.86	5514.73	5935.23	0.00	资产减值损失	135.59	174.92	215.15	258.18
资产总计	143582.44	158203.02	170266.00	200427.41	公允价值变动损益	-925.55	0.00	0.00	0.00
短期借款及交易性金融负债	6099.01	5160.05	5553.50	6537.27	其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	23281.22	19580.16	21073.15	24806.10	营业利润	21460.87	24306.10	29217.29	33892.01
其他流动负债	0.00	39.39	42.39	49.90	营业外收入	818.26	929.42	1143.19	1371.82
流动负债合计	38290.54	38113.82	41020.00	48286.40	营业外支出	225.05	362.73	444.00	530.21
长期借款及债券	0.00	409.85	441.11	519.24	利润总额	22054.08	24872.79	29916.48	34733.62
其他长期负责	58.67	142.41	153.27	180.42	所得税费用	3134.84	3535.50	4252.42	4937.15
长期负债合计	120.11	1080.89	1163.30	1369.37	净利润	18919.25	21337.30	25664.06	29796.47
负债合计	38410.64	39194.71	42183.30	49655.77	少数股东权益	911.14	1027.59	1235.96	1434.98
少数股东权益	10028.01	11848.62	12752.08	15011.02	归属于母公司净利润	18008.11	20309.71	24428.10	28361.50
股东权益	105171.80	119008.32	128082.70	150771.64	现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	143582.44	158203.02	170266.00	200427.41	净利润	18919.25	21337.30	25664.06	29796.47
关键财务指标 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E	资产减值准备	135.59	174.92	215.15	258.18
每股收益	1.09	1.23	1.47	1.71	折旧摊销	1786.19	1840.27	1895.98	1953.38
每股净资产	6.34	7.18	7.73	9.09	公允价值变动净损益	-925.55	0.00	0.00	0.00
ROIC	17.98%	17.85%	19.94%	19.67%	财务费用	-274.63	-457.12	-562.26	-674.71
ROE	17.99%	17.93%	20.04%	19.76%	营运资本变动	4059.41	5832.83	7174.38	8609.25
毛利率	37.87%	37.90%	38.20%	38.50%	其他	0.00	-6.98	-8.58	-10.30
净利率	18.51%	16.18%	15.83%	15.31%	经营活动现金流量	21611.25	12711.21	15634.79	18761.75
EBIT margin	181.33	22.59	25.23	24.87	资本开支	-16023.65	5157.69	5415.58	5686.36
EBITDA margin	188.25	23.18	25.66	25.15	其他投资现金流	0.00	-875.45	-919.22	-965.18
资产负债率	0.27	0.25	0.25	0.25	投资活动现金流量	16023.65	-6033.14	-6334.80	-6651.54
流动比率	2.86	3.11	3.11	3.11	权益性融资	0.00	1150.92	1208.46	1268.88
速动比率	2.47	2.76	2.76	2.76	负债净变化	56197.93	49763.65	52251.83	54864.42
收入增长	26.23%	29.00%	23.00%	20.00%	支付股利、利息	56581.86	59410.95	62381.50	65500.57
净利润增长率	162.78%	12.78%	20.28%	16.10%	其他融资现金流	0.00	-134.44	-141.16	-148.22
P/E	37.52	33.26	27.66	23.82	融资活动现金流量	-383.93	-5345.01	-5612.26	-5892.88
P/B	6.42	5.68	5.27	4.48	货币资金期初余额	37250.30	48052.88	59105.05	70926.06
PEG	0.23	2.60	1.36	1.48	货币资金期末余额	34801.80	44894.33	55220.02	66264.02
EV/EBITDA	54.36	49.06	41.18	35.69	现金净变动	37250.30	48052.88	59105.05	70926.06

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所




投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791