

两线拓宽未来成长空间

——马应龙(600993)调研简报

核心观点

1. 两线拓宽未来成长空间。由于治疗类药物只是肛肠用药的一个小类别，市场规模大约只有10亿元左右，增长也比较平稳。为进一步拓宽未来增长空间，公司选择以下两条路线进行突破：1) 开发新产品，逐步形成多规格、全系列的肛肠用药体系。2) 完善产业链，下游向市场空间更大的肛肠医院进行延伸，上游与达安基因合作开发肛肠疾病诊断试剂。

2. 马痔膏有望实现量价齐升。马痔膏是新版基本药物目录中唯一的外用治疗类药物，其低廉的价格、良好的疗效非常适合农村等第三终端推广。目前公司主要集中在城市OTC市场，第三终端占比小。借助基本药物制度的推广，马痔膏销量有望取得突破性增长。价格方面，公司经过前期连续提价，出厂价已提高到6.1元/支。按照发改委制定的9.3元最高零售价和30%的流通差价率计算，公司还有进一步提价的可能。

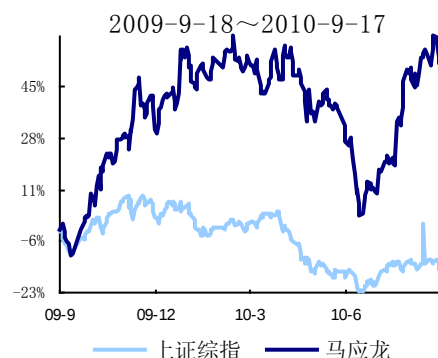
3. 治疗类产品系列化，小品种实现快速增长。伴随着地奥司明片、痔疮消炎片、金玄痔科熏洗剂、聚乙二醇4000散陆续上市销售，治疗类产品系列化产品结构基本成型。09年地奥司明片和痔疮消炎片收入已超过1000万元。由于学术推广力度加大，新产品收入增长迅速，并对业绩增长形成有力的支撑。

4. 肛肠医院连锁扩张，盈利状况逐步好转。未来5年公司计划在全国开设5-8家连锁医院。目前公司已经拥有肛肠医院2家，分别位于武汉和北京。通过股权合作的方式，今年将在南京新建一家肛肠医院。随着门诊量的上升，武汉肛肠医院的盈利状况正逐步好转，预计今年实现盈亏平衡，明年开始逐步盈利。

5. 眼霜产品系列化和销售渠道有待完善。上半年眼霜的销售额约为1000万元，虽然增长非常明显，但是距离市场预测的全年4000万元的销售额仍有一定的差距。我们认为目前制约眼霜增长的因素主要包括以下几个方面：1) 品牌在药妆领域的影响力不够；2) 产品系列不足；3) 渠道主要集中在连锁药店。针对以上问题，公司也在逐步解决。目前以八宝秘方为技术基础的3个药妆系列已完成配方工艺研究。在渠道建设方面，公司也在积极需求新的合作伙伴。

6. 盈利预测与投资评级。我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.95元、1.25元和1.68元，按照昨日收盘价计算对应的市盈率为44倍、33倍和25倍。公司未来业绩增长较为明朗，但考虑到当前估值已经反映了未来的成长，我们给予公司“短期_中性，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	16579.00
流通A股(万股)	16535.66
52周内股价区间(元)	22.57-44.88
总市值(亿元)	68.02
总资产(亿元)	14.36
每股净资产(元)	5.74
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1022	1256	1465	1727
同比增速(%)	26.23	22.89	16.63	17.92
净利润(百万)	189	159	209	282
同比增速(%)	162.78	-16.15	31.88	34.60
EPS(元)	1.09	0.95	1.25	1.68
P/E	38	44	33	25

研究员: 徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 潘蕾

电话: 010-84183157

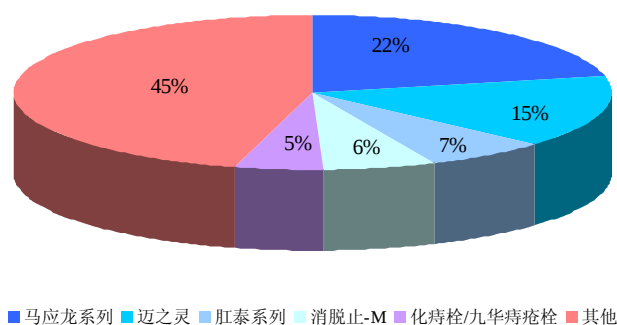
Email: panlei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 两线拓宽未来成长空间

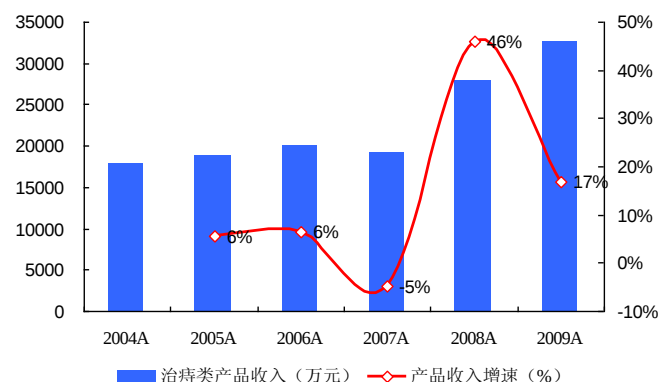
马应龙是治痔类药物市场的第一品牌，据 SFDA 南方所统计，2008 年公司产品占国内治痔类药物市场份额的 22%。由于治痔类药物只是肛肠用药的一个小类别，市场规模大约只有 10 亿元左右，增长也比较平稳。为进一步拓宽未来增长空间，公司选择以下两条路线进行突破：1) 开发新产品，逐步形成多规格、全系列的肛肠用药体系。通过满足不同层次的消费者需求拓宽市场空间。2) 完善产业链，下游向市场空间更大的肛肠医院进行延伸，上游与达安基因合作开发肛肠疾病诊断试剂。两条主线都以肛肠疾病治疗为核心，共享品牌与客户资源，实现协同发展。

图 1：2008 年治痔类药品的市场份额



资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

图 2：2007-2009 年治痔类产品的销售增长



资料来源：公司公告、国都证券研究所

2. 马痔膏有望实现量价齐升

马痔膏是新版基本药物目录中唯一的外用治痔类药物，其低廉的价格、良好的疗效非常适合农村等第三终端推广。目前马痔膏销售主要集中在城市 OTC 市场，第三终端占比小。借助基本药物制度的推广，马痔膏销量有望取得突破性增长。

价格方面，经过 08 年和 09 年连续 3 次提价，目前马痔膏出厂价已提高到 6.1 元/支。考虑到目前出厂价距离发改委制定的最高零售价（9.3 元/支）仍有较大差距，我们不排除公司有进一步提价的可能。终端零售价调整之前，公司给予流通环节的差价率大约在 30% 左右。假设按照 9.3 元的最高零售价和 30% 的流通差价率计算，马痔膏的合理出厂价应该在 7 元/支左右。由于发改委对基本药物招标和定价政策仍有不确定性。公司从稳定市场角度，提价步伐有所放缓。待基本药物定价政策确定后，马痔膏是否继续提价将逐步明确。

3. 治痔类产品系列化，小品种实现快速增长

伴随着地奥司明片、痔炎消片、金玄痔科熏洗剂、聚乙二醇 4000 散陆续上市销售，治痔类系列化产品结构基本成型。目前公司已上市的肛肠类产品已达到 7 种，剂型涵盖膏剂、栓剂、西药片剂、中药片剂、洗剂、颗粒剂和散剂。针对不同类型的肛肠疾病患者，公司已经能够提供全面的肛肠治疗用药选择。在后续产品梯队中，处于研究阶段肛肠类产品有 4 个：美沙拉嗪肠溶片、痔血清胶囊、纳米化马痔膏和牛黄痔疮膏。

2009 年新产品地奥司明片和痔炎消片收入已超过 1000 万元。由于学术推广力度加大，新产品收入增长迅速，并对业绩增长形成有力的支撑。我们预计 2010 年地奥司

明片和痔炎消片收入将超过 4000 万元。

表 1 马应龙肛肠类产品系列

类型	产品名	功能主治
核心产品	马应龙麝香痔疮膏	可清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。多用于治疗湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。
	麝香痔疮栓	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于治疗各类痔疮、肛裂。
新产品	金玄痔科熏洗剂	具有清热解毒，消肿止痛，祛风胜湿，收敛止血功能，对炎性外痔肿胀、疼痛有明显的改善作用
	痔炎消片	具有止血，止痛，消肿的功效，用于痔疮发炎肿痛
	地奥司明片	急性痔发作有关的各种症状；静脉淋巴功能不全相关的各种症状
	聚乙二醇 4000	用于成人便秘的症状
	益气通便颗粒	主治老年气阴两虚，气机升降失常，肠道失运引起的便秘
在研究产品	纳米化马痔膏	用于治疗各类痔疮、肛裂
	痔血清胶囊	用于治疗各类痔疮、大便出血
	牛黄痔疮膏	用于治疗各类痔疮
	美沙拉嗪肠溶片	溃疡性结肠炎、节段性回肠炎

资料来源：公司公告、国都证券研究所

4. 肛肠医院连锁扩张，盈利状况逐步好转

公司正在积极探索肛肠医院的连锁扩展和营运模式，在未来 5 年公司计划在全国开设 5-8 家连锁医院。目前公司已经拥有肛肠医院 2 家，分别位于武汉和北京。武汉肛肠医院于 2008 年底开始正式运营，目前有床位 100 余张，日门诊量已达 60 人以上。北京肛肠医院即 09 年并购的北京长青肛肠医院，目前有床位 60 余张。09 年长青医院的收入大约在 1000 万左右，实现利润约 100 万元。今年公司还计划在南京新建一家肛肠医院。

面对来自公立医院以及其他肛肠医院的竞争，公司采取差异化的经营策略，走高端路线，通过一流的服务质量来赢得患者的认同。对此经营理念，我们是基本认同的。我们认为新医改方向是提高医疗的公益性，公立医院定位是满足广大普通患者的需求。在此背景下，公立医院是难以提供特色化和专业化的服务，尤其是对于有高端需求的患者，以公立医院现有的资源是难以满足的，因此高端市场正是公司肛肠医院的最佳切入点。而对比其他私立肛肠医院，公司更注重品牌的经营和维护，以培育品牌扩大自身的市场份额。

按照以上模式发展，肛肠医院从建立到盈利大概需要 2-3 年时间。目前武汉肛肠医院已经拿到医保定点，门诊量和手术量都有了一定的上升，我们预计今年开始盈亏平衡，明年开始盈利。虽然短期内肛肠医院对公司业绩影响并不明显，一旦肛肠医院的品牌为市场所广泛认同，门诊量将会迅速增加，利润也随之快速增长。

5. 眼霜产品系列化和销售渠道有待完善

09 年眼霜在武汉马应龙大药房试销非常理想，3 个月销售量达到 1 万支。其实在眼霜上市之前马应龙品牌已经在消费者中享有一定的声誉，其去眼圈效果也早已在坊间广为流传，可以说眼霜的推出是顺应市场需求。今年年初，公司正式将眼霜推向全国市场，并在北京、上海、成都等大城市做了广告宣传。在渠道方面，目前销售主要集中在连锁药店。在北京市场，公司与金象大药房签署了战略合作协议。

上半年眼霜的销售额约为 1000 万元，虽然增长非常明显，但是距离市场预测的全

年 4000 万元的销售额仍有一定的差距。我们认为目前制约眼霜增长的因素主要包括以下几个方面：1) 品牌在药妆领域的影响力不够；2) 产品系列不足，眼霜只有紧致型和养护型两种类型；3) 渠道主要集中在连锁药店。针对以上问题，公司也在逐步解决。目前以八宝秘方为技术基础的 3 个药妆系列已完成配方工艺研究。在渠道建设方面，公司也在积极需求新的合作伙伴。

6. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.95 元、1.25 元和 1.68 元，按照昨日收盘价计算对应的市盈率为 44 倍、33 倍和 25 倍。公司未来业绩增长较为明朗，但考虑到当前估值已经反映了未来的成长，我们给予公司“短期_中性，长期_A”的投资评级。

表 2 马应龙分产品收入预测

单位：百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
批发零售类	235	447	608	656	722	794
收入增速 (%)		90.10%	35.83%	8.00%	10.00%	10.00%
治疗类	191	279	326	460	559	683
收入增速 (%)		45.94%	16.84%	41.19%	21.44%	22.13%
其他药品	121	75	76	77	79	81
收入增速 (%)		-37.52%	0.85%	2.00%	2.00%	2.00%
八宝眼霜				25	45	80
收入增速 (%)					80.00%	77.78%
医药诊疗			2	27	50	80
收入增速 (%)				992.01%	85.19%	60.00%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

表 3 马应龙盈利预测

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	810	1,022	1,256	1,465	1,727
增长率(%)	47.57	26.23	22.89	16.63	17.92
营业成本	495	635	708	791	881
毛利率 (%)	34.57	35.25	36.63	38.20	40.61
营业税金及附加	8	9	11	13	16
资产减值准备	0	1	1	1	1
销售费用	149	201	247	290	344
管理费用	55	62	73	82	95
财务费用	0	(3)	0	0	0
公允价值变动净收益	1,040	(926)	0	0	0
投资净收益	(2,742)	10,708	1,000	1,000	1,000
营业利润	86	215	225	297	401
增长率(%)	-53.79	149.64	5.01	31.97	34.69
期间费用率(%)	25.12	25.41	25.50	25.40	25.40
加：营业外收入	6	8	4	4	5
减：营业外支出	2	2	3	3	3
利润总额	89	221	227	299	402
增长率(%)	-51.59	146.55	2.75	31.88	34.60
减：所得税	17	31	68	90	121
实际税负比率(%)	19.51	14.21	30.00	30.00	30.00
净利润	72	189	159	209	282
增长率(%)	-52.32	162.78	-16.15	31.88	34.60
减：少数股东损益	-8	9	2	3	3
属于母公司的净利润	80	180	157	207	278

同比增长	-39.71	123.90	-12.97	31.88	34.60
每股收益（元）	0.49	1.09	0.95	1.25	1.68
市盈率（倍）	85	38	44	33	25

资料来源：公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com