

马应龙 (600993): 投资收益下降无碍基本面, 诸多业务成长均可期待 增持 (维持)

医药行业/中药

当前股价: 42.29 元

报告日期: 2011 年 3 月 21 日

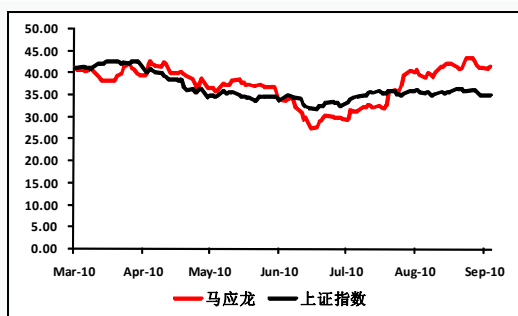
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007E	2008E
营业收入	1,022	1,178	1,354	1,566
(+/-)	26.23%	15.31%	14.92%	15.65%
营业利润	215	136	160	187
(+/-)	149.64%	-36.53%	17.68%	16.38%
归属于母公司				
的净利润	180	123	143	166
(+/-)	123.90%	-31.95%	16.83%	15.79%
每股收益 (元)	1.09	0.74	0.86	1.00
市盈率 (倍)	39	57	49	42

公司基本情况 (2010 年 3 月 21 日止)

总股本/已流通股 (万股)	16,579/16,579
流通市值 (亿元)	69.95
每股净资产 (元)	6.17
资产负债率 (%)	22.20%

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453

pengx@txsec.com

联系人: 邓周宇

021-58824282-811

dengzy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年, 公司实现营业收入11.78亿元, 同比增长15.31%; 利润总额1.44亿元, 同比下降34.60%; 实现归属于母公司净利润1.23亿元, 同比下降31.95%; 经营现金流净额为-1142.04万元, 同比下降105.28%; 实现基本每股收益 0.74元。公司业绩略低于预期。公司净利润下降的原因是投资收益的大幅下降, 公司投资收益主要来自二级市场的证券投资, 除开这部分收益, 公司主营业务表现良好, 扣除投资收益后的净利润为9702.61万元, 同比增长18.17%。
- 治瘰类产品收入增长减缓, 但毛利率提升明显。治瘰类产品全年实现营业收入3.35亿元, 同比增长2.59%, 明显低于我们此前的预期, 但是我们欣喜的看到, 产品毛利率达到82.01%, 同比上升4.58个百分点。考虑到2010年中药材全线涨价, 人力成本只升不降的背景, 产品毛利率上升极有可能来自于出厂价的提升。如果是出厂价的提升, 那么公司在提价前必定会采取控货的策略, 这也能解释产品收入增速缓慢的现象。对于马应龙的治瘰类产品, 未来零售价和出厂价都还有进一步提升的趋势, 原因有2点: 1.公司产品终端零售价比同类产品低不少; 2.公司对OTC市场终端强大的渗透力和健康的渠道能保证公司有提价的能力。同时, 在麝香痔疮膏作为独家品种进入基本药物目录之后, 公司也是积极开拓基层市场, 事实上, 公司物美价廉的产品天然适合基层市场, 如果公司能够做好基层市场的话, 马应龙治瘰类的这些老产品将会获得新的增长动力。
- 零售批发业务收入达到6.78亿元, 同比增长11.55%, 毛利率达到11.55%, 同比下降3.48个百分点。零售批发业务的毛利率下降明显, 其原因我们不得而知。可能的原因是毛利率更低的批发业务占比更大。根据公司公告: “医药商业经营业态升级取得积极进展。马应龙大药房网上药店资质获批, 成为湖北省首家网上药店; 零售经营业态横向拓展, 在马应龙大药房的基础上开办康尔美时尚个人用品连锁店, 品牌营销建设全面展开”。我们认为, 随着公司零售新业态的培育和成熟, 公司零售批发业务的盈利能力有望上升。
- 肛肠医院诊疗业务收入和盈利能力均大幅上升。诊疗业务全年收入达到1761.68万元, 同比增长612.50%, 毛利率达到45.10%, 同比上升45.31个百分点, 扭转了去年亏损的局面。公司目前在武汉, 南京, 北京拥有4家肛肠类专科医院, 云

集了肛肠类疾病领域的顶尖专家，公司未来还将继续通过收购的方式扩张肛肠医院诊疗业务。我们认为，在本轮医改中，民营资本进入医疗服务领域将会获得政策层面实质性的鼓励，而诸如肛肠科，口腔科，眼科等科室在公立医院处于边缘化的地位也将使得民营资本在这些领域内获得更大的市场空间。因此，我们看好马应龙在肛肠类医院诊疗领域的前景。

- **药妆业务快速增长。**公司公告中没有明确说明药妆业务的收入和盈利情况，但是公告中单列出其他业务这一项，收入同比增加7244.19万元，如此明显的收入增长表明了药妆业务的快速增长。根据我们所掌握的数据，公司药妆系列的主打产品马应龙八宝眼霜2010年在武汉地区试销，终端零售价为198元/支，我们推测出厂价（不含税）为60元/支（按3折计算），而武汉地区日销量最少也有100支，年销量至少为36.5万支，悲观估计药妆业务年销售额达到2190万元（不含税），乐观估计药妆业务年销售额超过4000万（不含税）。而2011年公司将八宝眼霜在全国部分中心城市推广，同时推广眼贴膜产品，药妆业务增长一倍是没有问题的。
- **盈利预测：**我们对公司投资收益做保守估计，假设每年为1500万元，预测2011年-2012年公司净利润为1.43亿元，1.66亿元，分别同比增长16.38%，15.79%，基本EPS为0.86元，1.00元；以3月18日收盘价42.29元计算，对应动态市盈率为49倍，42倍。公司主要产品治痔类产品在基层市场放量可期，而新业务医院诊疗业务和药妆业务有业绩超预期的可能，故维持“增持”的投资评级
- **风险提示：**对于收购的医院资产整合不力或扩张慢于预期，药妆业务向全国范围内推广的效果弱于预期。



图表：马应龙盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	80,963	102,198	117,849	135,433	156,624
增长率(%)	47.57%	26.23%	15.31%	14.92%	15.65%
减：营业成本	49,473	63,498	73,399	84,878	97,806
毛利率(%)	38.89%	37.87%	37.72%	37.33%	37.55%
减：营业税金及附加	807	921	1078	1354	1566
销售费用	14,878	20,059	24,190	26,409	30,542
管理费用	5,462	6,182	6,924	8,126	9,397
财务费用	2	-275	-247	0	0
期间费用率	25.12%	25.41%	26.19%	25.50%	25.50%
资产减值损失	43	136	421	135	157
加：公允价值变动净收益	0	-926	-737	0	0
投资净收益	-2742	10708	2274	1500	1500
营业利润	8,597	21,461	13,622	16,030	18,656
增长率(%)	-53.79%	149.64%	-36.53%	17.68%	16.38%
加：营业外收入	565	818	1102	800	800
减：营业外支出	217	225	300	200	200
利润总额	8,945	22,054	14,424	16,630	19,256
增长率(%)	-51.59%	146.55%	-34.60%	15.29%	15.79%
利润率(%)	8.89%	18.51%	10.16%	10.52%	10.53%
减：所得税	1745	3135	2447	2385	2761
实际税负比率(%)	19.51%	14.21%	16.97%	14.34%	14.34%
少数股东损益	-843	911	-277	-71	-82
归属于母公司所有者净利润	8,043	18,008	12,254	14,316	16,577
增长率(%)	-39.71%	123.90%	-31.95%	16.83%	15.79%
净利润率(%)	9.93%	17.62%	10.40%	10.57%	10.58%
基本每股收益（元）	0.49	1.09	0.74	0.86	1.00
P/E	87	39	57	49	42
EBITDA	10,468	23,290	15,959	18,580	21,206
EV/EBITDA	67	30	44	38	33

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041