

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

短期业绩波动，未来成长趋势明确

报告要点

■ 公司于3月19日发布2010年报，实现营业收入11.78亿元，同比增长15.31%；归属于上市公司股东的净利润为1.23亿元，同比下降31.95%；扣非后净利润1.03亿元，同比下降9.95%；实现基本每股收益0.74元。拟每10股送4股（含税）及派0.5元现金（含税），同时以2010年末总股本为基数，利用资本公积金每10股转增6股。

■ 业绩低于预期，期待痔疮膏放量

2010年，实现营业收入11.78亿元，同比增长15.31%；扣非后净利润1.03亿元，同比下降9.95%；实现基本每股收益0.74元，业绩低于市场预期。治痔类产品销售3.35亿元，同比增长仅2.59%，未能实现放量。2011年，公司将强化终端促销能力，提升渠道管控水平。今年渠道库存消化后，痔疮膏放量仍值得期待。

■ 肛肠诊疗业务发展加快，连锁医院布局展开

公司肛肠医院连锁经营模式成型，连锁医院布局逐步展开。目前，已有武汉、北京两家肛肠医院，2010年实现收入1762万左右，南京肛肠医院正在筹建中。公司具有肛肠诊疗的品牌、专家优势，定位于高端品牌专科医院，预计仍会进行外延式扩张。肛肠诊断试剂研发进度加快，大便隐血试纸上市销售。

■ 药妆系列增长略缓，新产品不断推出

2010年，药妆业务总体增长略缓，但营销策略能力不断提高，营销通路建设取得一定成效。公司以去黑眼圈眼霜为核心产品，瞄准眼部护理这一专业药妆市场，已陆续推出数个新品，如融瑕透皙、释袋焕颜、舒纹臻养三款眼贴膜开始销售，清眸代用茶也同步上市。

■ 预计2011-2012年EPS分别为0.96元、1.27元，继续维持“推荐”评级

公司治痔类产品在渠道库存消化后，放量仍值得期待；药品零售与批发业务平稳增长；肛肠连锁医院和药妆等新业务成长趋势明确。考虑到未来发展路径及主营业务特点，我们认为公司的业绩提升值得市场预期。预计2011-2012年EPS分别为0.96元、1.27元，继续维持“推荐”评级。

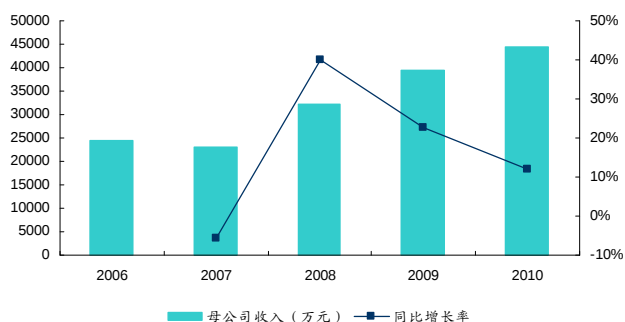
业绩低于预期，期待痔疮膏放量

2010年，实现营业收入11.78亿元，同比增长15.31%；扣非后净利润1.03亿元，同比下降9.95%；实现基本每股收益0.74元，业绩低于市场预期。治痔类产品销售3.35亿元，同比增长仅2.59%，未能放量增长；毛利率提升4.57个百分点。药品批发零售业务实现收入6.78亿元，同比增长11.55%；毛利率下滑3.48个百分点。

净利润下降的主要原因是公司的投资收益相比去年减少了 8435 万元；同时，与去年同期比较，公司销售费用同比上升 20.6%，管理费用同比上升 12.01%。

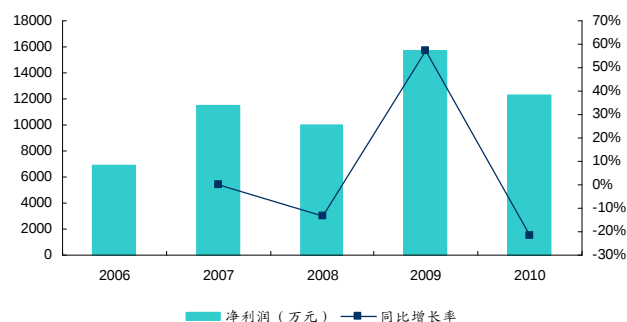
2011 年，公司将强化产品终端促销能力，提升渠道管控水平。随着医保水平不断提高，渠道库存消化后，痔疮膏放量仍值得期待。

图 1：2006-2010 年母公司收入情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2006-2010 年母公司净利润情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

肛肠诊疗业务发展加快，连锁医院布局展开

公司肛肠医院连锁经营模式已经成型，连锁医院布局逐步展开。目前，已有武汉、北京两家肛肠医院，南京肛肠医院正在筹建中。2010 年，连锁医院实现收入 1762 万左右，已能覆盖成本。

公司具有肛肠诊疗的品牌、专家优势，定位于高端品牌专科医院，预计仍会进行外延式扩张。肛肠诊断试剂研发进度加快，大便隐血试纸上市销售。

药妆系列增长略缓，新产品不断推出

2010 年，药妆业务总体增长略缓，但营销策略能力不断提高，营销通路建设取得一定成效。公司以去黑眼圈眼霜为核心产品，瞄准眼部护理这一细分药妆领域，已陆续推出数个新品，如融瑕透皙、释袋焕颜、舒纹臻养三款眼贴膜开始销售，清眸代用茶也同步上市。

由于包括药妆在内的中国化妆品市场前景非常广阔，而化妆品是确定的高利润行业，我们认为依托于四百年八宝眼药制作工艺的研究和挖掘，如果公司能在营销方式、品牌管理上有所突破，药妆业务将为公司带来利润高速增长。

继续维持“推荐”评级

公司治疗类产品在渠道库存消化后，放量仍值得期待；药品零售与批发业务平稳增长；肛肠连锁医院和药妆等新业务成长趋势明确。考虑到未来发展路径及主营业务特点，我们认为公司的业绩提升值得市场期待。预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.27 元，继续维持“推荐”评级。

风险提示

- 1、治疗类产品放量低于预期
- 2、药妆、连锁医院等新业务进展缓慢

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1178	1412	1719	2098	货币资金	579	613	789	1014
营业成本	734	841	1005	1208	交易性金融资产	60	60	60	60
毛利	445	570	715	890	应收账款	131	146	177	216
% 营业收入	37.7%	40.4%	41.6%	42.4%	存货	158	182	217	261
营业税金及附加	11	13	16	19	预付账款	34	39	46	56
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	4	4	4	5
销售费用	242	282	344	420	流动资产合计	1042	1127	1397	1738
% 营业收入	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%	可供出售金融资产	50	50	50	50
管理费用	69	83	101	124	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-2	-1	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	238	224	211	200
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	33	33	33	32
公允价值变动收益	-7	0	0	0	商誉	7	7	7	7
投资收益	23	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	136	193	256	330	其他非流动资产	71	73	76	78
% 营业收入	11.6%	13.7%	14.9%	15.7%	资产总计	1449	1515	1774	2106
营业外收支	8	1	1	1	短期贷款	51	0	0	0
利润总额	144	193	257	331	应付款项	167	174	207	249
% 营业收入	12.2%	13.7%	14.9%	15.8%	预收账款	13	10	12	15
所得税费用	24	33	44	56	应付职工薪酬	4	10	13	17
净利润	120	160	213	275	应交税费	18	8	10	13
归属于母公司所有者					其他流动负债	69	25	30	36
的净利润	122.5	158.9	211.0	271.9	流动负债合计	321	226	272	330
少数股东损益	-3	2	2	3	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.74	0.96	1.27	1.64	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	1	1	1
经营活动现金流净额	-11	98	191	243	负债合计	322	227	273	331
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1023	1182	1393	1665
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-4	0	0	0	少数股东权益	104	106	108	110
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1127	1288	1501	1775
固定资产投资	-28	-14	-17	-21	负债及股东权益	1449	1515	1774	2106
其他	-63	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-95	-14	-17	-21		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.739	0.958	1.273	1.640
股权融资	5	0	0	0	BVPS	6.17	7.13	8.40	10.04
银行贷款增加（减少）	-10	-51	0	0	PE	56.82	43.83	33.00	25.61
筹资成本	45	1	3	3	PEG	1.87	1.44	1.08	0.84
其他	-91	0	0	0	PB	6.81	5.89	5.00	4.18
筹资活动现金流净额	-51	-50	3	3	EV/EBITDA	41.44	28.82	21.73	16.57
现金净流量	-157	34	177	225	ROE	12.0%	13.4%	15.1%	16.3%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfww@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。