

马应龙(600993)调研报告

推荐

重回增长快车道

上调评级

健康护理/中药

发布时间: 2011 年 4 月 20 日

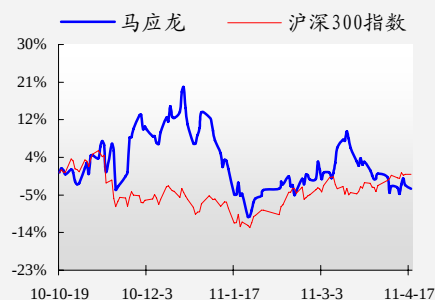
投资要点:

- 我们近期调研了马应龙药业, 与公司管理层做了较深入的交流。马应龙治疗类产品在去年下半年出现销量下滑, 主要原因是经销商担忧基药降价。随着担忧的解除以及基本药物补偿机制的逐渐完善, 治疗类产品有望在今年重回增长轨道。由于基数的原因, 治疗类产品在下半年的销售增速将高于上半年, 全年有望达到 35% 以上的销售增速。
- 公司在肛肠医院的营销体系、技术体系、保障体系和服务体系等方面逐渐建立了标准化管理流程, 摸索出了一套适合自身发展的、可以复制的模式。南京肛肠医院将于今年 5 月份正式开业, 未来 3 年内将在全国新开 8~10 家肛肠医院, 其中省会城市是重点区域, 扩张方式包括新办、收购、联营、托管、院中院等。
- 药妆产品今年下半年将在零售药店、美容院线、商超和个人护理用品店四个通路同时推广, 今年的营销目标是 3000 万元。公司正在综合评估“马应龙”品牌对于药妆产品的影响, 不排除将来药妆产品发展到一定规模后, 逐渐去“马应龙”化。
- 马应龙大药房目前有 130 多家连锁门店, 2010 年成功地将其中 16 家门店改造成康而美个人时尚护理用品店。截至一季度末, 康而美连锁店已经超过 20 家。公司今年计划至少再开设 30 家康而美个人护理用品店, 并逐渐向全国拓展。
- 治疗类产品对于公司利润影响较大, 其销量在第一季度明显增长, 我们将公司 2011~2013 年的 EPS 预测分别提高到 1.22 元、1.55 元和 1.96 元, 现价对应的 PE 分别为 31.89 倍、25.10 倍和 19.85 倍。综合考虑中药、药妆和医疗服务类的上市公司的市盈率, 并结合公司的成长情况, 我们给予公司 2012 年 35 倍 PE, 12 个月目标价为 54.25 元, 上调到“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,178	15.31	123	-31.95	0.74	12.36	52.57	
2011E	1,443	22.50	203	65.05	1.22	16.59	31.89	
2012E	1,732	20.03	257	26.60	1.55	17.42	25.10	
2013E	2,059	18.88	325	26.46	1.96	18.15	19.85	

走势图



市场数据

2011-4-19

收盘价:	38.91 元
52 周最高价:	49.60 元
52 周最低价:	26.50 元
平均持仓成本:	40.40 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	16,579
流通 A 股 (万股):	16,579
每股收益 (元):	0.74
每股净资产 (元):	6.51
每股经营现金流 (元):	-0.07
市净率:	5.98

分析师: 周思立 联系人: 刘林

执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

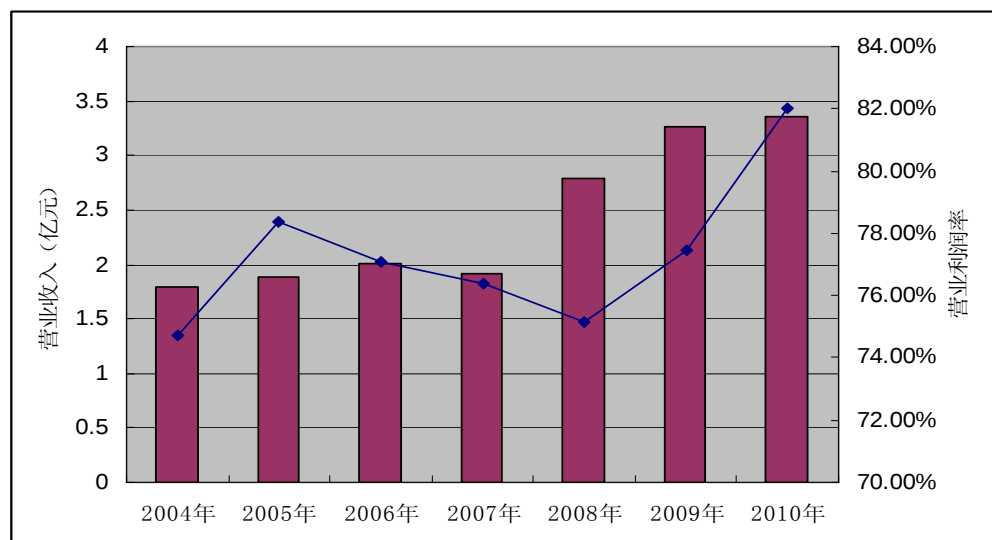
邮 编: 200002

治痔类产品在基层医疗机构的放量可期

治痔类产品在 2010 年的营业收入达到 3.34 亿元，占到医药工业总收入的 71.21%，是公司的主导产品。其中，马应龙麝香痔疮膏为国家基本药物独家品种，10 克/支规格为其代表品种。2009 年 12 月，国家发改委制定其零售指导价为 9.3 元，目前该规格产品在全国的中标价均在 8 元左右，例如在云南省、安徽省、海南省、山西省的中标价分为 8 元、7.9 元、8.06 元、8.06 元。

马应龙麝香痔疮膏主要在基层医疗机构和零售药店销售，其中基层医疗机构的销售占比在 60~70%，基层医疗机构的采购指导价对于公司的利润影响较大。最近三年，马应龙麝香痔疮膏已经多次提价，但相对于市场同类产品，仍处于较低价格水平，销量并未受到价格提升的影响，最近三年呈现出量增价涨的走势，治痔类产品的毛利率更是由 2008 年的 75.15% 提高到 2010 年的 82.01%。

图 1：治痔类产品营收和毛利率逐年增长



资料来源：公司年报、东北证券

由于市场在 2010 年 6 月开始盛传基本药物降价，经销商出现了观望情绪，马应龙治痔类产品在去年下半年出现销量下滑。2010 年 12 月，公司克服重重困难，成功地将基层医疗机构的采购指导价由 5.7 元提升到 8 元。随着基药价格形势的逐渐明朗，经销商的担忧情绪开始消除，治痔类产品的销量出现恢复性增长，今年第一季度的销量同比增长约 17%。由于产品保质期等原因，经销商一般只会准备半个月到一个月的库存量，因而今年第一季度的销量增长虽然有一定的补货因素在内，但更主要是来自实际需求的增长。

比较最近几年的销售情况，马应龙治痔类产品由于天气、使用习惯等因素的影响，一般在第一、四季度销量增速较快，第二、三季度销量增长稍慢。今年第一季度的环比涨幅和往年相当，我们认为有一定的补库存因素，但影响不大。随着基层医疗机构补偿机制的逐渐完善，我们认为今年基本药物较去年放量的概率较大，由于基数的原因，公司在下半年的销量有望出现较大幅度的增长，全年有望实现 35% 以上的销量增长。

肛肠医院对外扩张步伐或将加快

2010年,公司医院诊疗服务收入为1762万元。马应龙目前在武汉、北京和南京共有三家肛肠医院,其中武汉有一家医院和一个门诊部,分别为“武汉马应龙中西医结合肛肠医院”和“武汉马应龙综合门诊部”,2010年实现营业收入700多万元;北京医院为“北京马应龙长青肛肠医院”,2010年实现营业收入在1000万元以上;南京的马应龙肛肠医院目前还处于筹建期,预计将于今年5月正式营业。除了以上三家医院外,估计今年还能再新开1~2家医院,公司计划3年内在全国新开8~10家肛肠医院,西安、沈阳、南京等省会城市都是重点考虑的地区。

公司的发展战略是在“大肛肠”领域取得市场龙头地位,未来将不仅仅局限于马应龙麝香痔疮膏等传统中药品种,结肠癌、便秘、结肠炎等肛肠类疾病用药、肛肠诊疗设备、诊断试剂等都在公司“大肛肠”的发展领域内。肛肠医院的开办,除了能分享医疗服务的收益外,更重要的是能帮助公司收集第一手的肛肠病患信息,并能促进新型药物、试剂和诊疗器械的院内使用。从战略定位上看,公司将肛肠医院定位于高端连锁医疗机构,并通过专家和品牌的优势来促进医药的互动经营。

医疗服务产业对于公司来说,是个相对陌生的行业。经过二年多的发展,公司在营销体系、技术体系、保障体系和服务体系等方面逐渐建立了标准化管理流程,摸索出了一套适合自身发展的、可以复制的模式。

从技术体系上看:公司首先以授予核心专家股权的形式,来建立与技术专家间的产权纽带,从而调动专家人才的工作积极性;其次将以武汉肛肠医院为主体来建立肛肠诊疗技术研究院,形成技术上的整体优势;还将通过制定诊疗的标准化技术,来规范常规疾病的诊疗;以专家轮换、多点执业等促进各个连锁机构诊疗技术的共享。

从营销体系看:初步确立由区域性的医院管理公司来负责营销推广工作。

从服务体系看:公司已经制定了一系列关于护理人员、院内事务等标准化管理文件,以做到与公立医院差异化竞争。武汉马应龙肛肠医院承担了培训基地的作用,比如即将开业的南京肛肠医院的护理人员将首先在武汉基地实习2~3月。

从保障体系看:公司将通过HIS管理系统、财务管理、与绩效挂钩的质量管控以及物料资源的集中采购等来实习标准化管理。

从2008年底开设首家肛肠医院以来,公司对于肛肠医院扩张较为谨慎,基本上是按照一年二家医院的步伐在稳步前进。随着医院管理模式的日益成熟,公司将加快对外扩张的步伐,开院目标将调整为一年三家医院。新办医院的形式多样,包括与专家合作的新建医院、收购(连锁医院的整体收购或者单体收购)、托管、联营、公立医院的改革(院中院等形式)、加盟医院等。

药妆将在下半年全线铺货

马应龙麝香痔疮膏可以做眼部护理,最初是网络上口口相传的养眼秘方,并渐渐在一部分年轻人士中流行开来。公司注意到这一市场契机,积极跟踪研究,并发现如果长期使用麝香痔疮膏虽然能达到眼部保养的效果,但也容易导致色素沉着和脂肪粒的问题。于是,公司成立药妆事业部,通过改进传统配方,开发出了马应龙八宝眼霜,该配方能有效消除长期使用痔疮膏所带来的副作用。

因此,公司采用“马应龙”作为药妆主品牌,更主要是要借助网络的力量和顺应市场需求的召唤,这是一次完美的“由下而上”的品牌创造经历。当然,正如众多市场人

士担忧的一样，公司也担心由于使用习惯和品牌联想的原因，马应龙麝香痔疮膏和马应龙八宝眼霜的销售会出现此消彼长的局面，因此药妆品牌的“二次创造”是必须要考虑的课题。公司成立了专门的项目组，积极研究药妆品牌塑造的课题，今后不排除在药妆品牌具有一定规模以后，逐渐淡化“马应龙”的品牌影响。

公司的药妆产品目前仍处于营销探索期，目前营销策划人员仅 50 多人，规模还很小。眼霜产品从 2009 年下半年开始在武汉的马应龙大药房试销，当年实现营业收入 200 多万元。2010 年开始在八个一线城市的零售药店试销，销售收入为 1000 多万元，略低于之前预期的 2000 万元。公司计划将药妆事业部改组为药妆子公司，全面负责药妆产品的开发、生产和销售，通过研究和挖掘四百年马应龙八宝眼药制作技艺，不断丰富眼部护理产品系列，继去黑眼圈眼霜上市后，眼部系列新品也陆续推出，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。随着产品系列的丰富，销售通路也在逐渐拓宽，今年下半年将在零售药店、美容院线、商超和个人护理用品店四个通路同时推广，今年的营销目标是 3000 万元。

“康而美”个人护理连锁店前景看好

基本药物制度的推进和药品的限价政策，给零售药店业务造成了较大的冲击。公司积极应对政策变化，一方面继续看好“医药分家”的大趋势，继续坚持医药商业业务，以捕捉将来可能出现的“医药分家”所带来的政策性机会，托管“社区中心医院”的大药房为其中短期发展方向。另一方面将零售经营业态横向拓展，在马应龙大药房的基础上开办康而美时尚个人用品连锁店，并采取类似屈臣氏的经营模式。

不同于其他药房小打小闹地在店内销售日化护理用品，康而美个人护理品店是将马应龙大药房做内部切割分区开设，或者是紧挨着马应龙大药房独立租房开设，条件成熟时，还将在城市商业中心和次中心的商超独立开店。康而美定位中高端，以年轻时尚人群为目标消费群体，目前共有 5000 余个产品，以中高档药妆品牌、健康食品为主。

马应龙大药房目前有 130 多家连锁门店，2010 年成功地将其中 16 家门店改造成风格靓丽、充满现代气息的康而美个人时尚护理用品店，并实现 20% 以上的增量收入。截至一季度末，康而美连锁店已经超过 20 家。公司今年计划至少再开设 30 家康而美个人护理用品店，并逐渐向全国拓展。

其他产品发展势头良好

妇科系列：限于痔疮领域的市场空间，公司有意在 200 亿元的妇科市场领域分得一杯羹。公司持股 55% 的西安太极药业有限公司是公司的妇科产品平台，西安太极药业目前有“参柏舒阴洗液”、“利夫康洗剂”和“骨泰酊”等独家中药产品。去年 8 月，西安太极的“乳疾灵胶囊”高技术产业化项目于获得国家发改委批复，被列入《国家 2010 年第二批产业技术研发资金高技术产业发展投资计划》，获得了 300 万元的资金补助。

复方甘草口服液：为公司主打的止咳用药，2010 年的销售回款 2600 多万元。

地奥司明片：主治痔急性发作有关的各种症状。出厂价为 20 元出头，中标价 33 元左右，法国施维雅公司为其主要竞争对手，但施维雅的中标价为 58 元左右，公司具有一定的价格优势，目前正在广西、北京、江苏、四川、湖北、浙江、上海、河北、江西、贵州、甘肃等省市中标。

诊断试剂：公司与达安基因合资并控股 51%的武汉马应龙达安基因诊断技术有限公司，是公司的肛肠诊断试剂的开发平台。大便隐血试纸已经开发完成，由于还未完成物价审核，目前是以赠送的形式在院内使用，公司争取在今年完成物价审核。

独家新品：硫酸吗啡栓和金玄痔科熏洗散都是马应龙独家新产品，在 2010 年，这两个新品双双入选 2010 年版湖北省、江苏省和青海省的医保目录，为进入新办国家医保目录打下了基础。其中，硫酸吗啡栓是马应龙独立研发的啡类止痛药，属于国家严格管制的麻醉镇痛类药品。栓剂直接通过肛门给药，副作用小，镇痛维持时间长达 7~8 小时，在肿瘤科、外科、麻醉科、急诊科等科室都具有广阔的应用空间。

盈利预测

- 假设治痔类产品 2011~2013 年的销售增长率分别为 35%、18%和 16%，整体毛利率维持在 82%的水平。
- 假定药妆产品 2011~2013 年的销售收入分别为 3000 万元、6000 万元和 10000 万元，毛利率稳定在 90%的水平。
- 假定治痔类、药妆类产品以外的其他产品 2011~2013 年的销售增长率分别为 35%、30%和 25%，毛利率稳定在 52%的水平。
- 假定医药商业在康而美时尚个人用品连锁店的销售带动下，在 2011~2013 年的销售增长率分别为 12%、13%和 14%，毛利率分别为 13%、14%和 14%。
- 假定肛肠医院在 2011~2013 年分别达到 5 家、8 家和 11 家，医院诊疗业务的收入分别为 4000 万元、7000 万元和 10000 万元，毛利率稳定在 45%的水平。
- 假定投资收益维持在 2010 年的盈利水平。

表 1：财务预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1178	1443	1732	2059
减：营业成本	734	844	988	1143
营业税金及附加	11	13	15	18
销售费用	242	294	355	422
管理费用	69	83	100	119
财务费用	-2	-5	-5	-5
资产减值损失	4	2	2	2
加：公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资收益	23	23	23	23
营业利润	136	235	300	383
加：营业外收入	11	11	11	11
减：营业外支出	3	3	3	3
利润总额	144	243	308	391
减：所得税	24	38	48	62
净利润	120	205	260	329
减：少数股东损益	-3	2	3	4
归属于母公司净利润	123	203	257	325
EPS（元）	0.74	1.22	1.55	1.96

资料来源：东北证券

投资建议

公司今年将受益于国家基本药物制度的加速推进，马应龙痔疮膏的基层销售有望放量。公司在医疗服务、药妆及个人护理终端领域的发展前景良好，未来三年或将进入加速成长期，长期投资价值明显。鉴于马应龙治痔类产品在第一季度重回增长轨道，我们将公司 2011~2013 年的 EPS 预测分别提高到 1.22 元、1.55 元和 1.96 元，现价对应的 PE 分别为 31.89 倍、25.10 倍和 19.85 倍。综合考虑中药、药妆和医疗服务业务类同类上市公司的市盈率，并结合公司的成长情况，我们给予公司 2012 年 35 倍 PE，12 个月目标价为 54.25 元，上调到“推荐”评级。

风险提示

- 基本药物独家品种由国家统一定价后，可能面临再次降价的风险。
- 治痔类药物在基层医疗机构的销售进展低于预期的风险。
- 药妆营销推广不力的风险。
- 肛肠医院扩张步伐低于预期的风险。
- 股票投资收益大幅降低的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。