



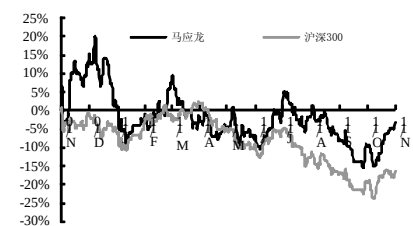
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健
Healthcare

2011 年 11 月 15 日

市场数据	2011 年 11 月 14 日
当前价格 (元)	19.35
52 周价格区间 (元)	16.45 - 24.77
总市值 (百万)	6300.02
流通市值 (百万)	6285.82
总股本 (万股)	33158
流通股 (万股)	33083
日均成交额 (百万)	20
近一月换手 (%)	7.79
第一大股东	中国宝安集团股份有 限公司
公司网址	www.mayinglong.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
马应龙	7.1	-4.2	-3.2
沪深 300	3.6	-5.1	-16.5

黄黎明

+86 755 21515595

执业证书编号:

S0340208070036

谭权胜 (协助)

+86 755 83025665

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是

☒ 否

马应龙 (600993)

—医院诊疗和药妆业务将是新的利润增长点

评级: 买入

赢利预测	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (万元)	117,849	139,782	166,316	199,509
主营收入增长率%	15.31%	18.61%	18.98%	19.96%
净利润 (万元)	12,254	17,968	23,989	30,921
净利润增长率%	-31.95%	46.63%	33.51%	28.90%
每股收益 (元)	0.74	0.54	0.72	0.93
每股净资产 (元)	6.17	3.41	3.84	4.40
PE	26.2	35.7	26.7	20.7
PB	3.14	5.67	5.03	4.39

资料来源: 金元证券研究所

- **主业治疗类药物恢复增长。**公司的治疗产品已实现 7 个品种 10 种规格的产品梯队, 随着新品的上市, 成功实现了治疗产品向肛肠乃至下消化道产品的延伸, 全方位满足患者需求, 进一步巩固了国内肛肠治疗第一品牌的市场地位, 上半年治疗类药物收入 2.46 亿元, 同比增长 15.92%, 基本恢复 2009 年的增长水平, 预计全年增速超过 20%。
- **医院诊疗业务跨过盈亏平衡点, 逐步步入稳健成长期:** 通过近三年的摸索, 公司对于医院经营趋于成熟, 医院业务从投入期渐渐进入稳健成长期, 今年跨过盈亏平衡点后并随着南京马应龙的营业, 公司的医院业务将成为公司新的业务亮点。医院业务将受益于国家对民营资本进入医院经营市场的放宽。
- **药妆业务进入专业子公司运营阶段, 面临全新发展机遇:** 公司眼霜制作工艺在 2011 年 6 月份被评为国家级非物质文化遗产, 为公司品牌推广打下良好的基础。11 月 7 日, 公司成立专业子公司来经营药妆业务, 药妆业务板块面临全新发展机遇, 业绩有望突飞猛进; 目前公司营销依然没有大规模拓展, 销售渠道依然局限于连锁药店, 未来公司营销拓展到其他主流一线城市、渠道拓宽至超市以及其他日用商品店铺将会极大的提升药妆的销售额。
- **风险提示:** 1) 建立子公司专业经营药妆业务, 低于预期; 2) 医院业务进展缓慢; 3) 证券投资收益不确定性大。
- **给予“买入”评级:** 考虑 12 年是公司医院业务和药妆业务全面发展阶段, 我们预计公司 11 和 12 年净利增速为 46.63%、33.51%, 2011、2012 年 EPS0.54 元和 0.72 元, 对应动态市盈率为 35.7X 和 26.7X, 估值合理。考虑到公司主业稳定、医院和药妆业务成长可期, 给予“买入”评级。

核心投资逻辑

- 1、公司是治疗类药物行业龙头，治疗类药物稳定增长。
- 2、涉足肛肠专科医院市场，是主业的延伸，有望独占肛肠专科医疗服务的蓝海市场。
- 3、公司的药妆产品独特、核心竞争优势明显，消费者口碑优秀，逐步形成强势药妆品牌。

估值及投资评级

绝对估值法：24.83 元~26.72 元/股，价值中枢为 25.75 元。

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现：1) 2011-2013 年，公司治疗类主业收入稳定，医院和药妆业务增长较快但基数较低，公司整体增长每年均在 20% 以下，2014 年后随着医院和药妆业务收入规模扩大，业绩基数增加，增速提高到 22% 左右；2017 年增速下降至 21.5%，且每年下降 0.5 个百分点。2) 工业毛利率稳定，营业成本稳定且呈下降趋势。3) 期间费用率 2011-2013 年小幅下降，之后保持稳定。4) 永续增长设为 2%。

表 1：三阶段模型的主要假设

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	15.31%	18.61%	18.98%	19.96%	22.00%	22.00%	22.00%	21.50%	21.00%	20.50%	20.00%
营业成本/营业收入	62.28%	61.64%	60.59%	59.09%	57.00%	57.00%	57.00%	57.00%	57.00%	57.00%	57.00%
管理费用/营业收入	5.77%	5.46%	5.46%	5.46%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
销售费用/销售收入	20.53%	18.00%	17.90%	17.80%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
营业税及附加/营收	0.91%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税税率	16.97%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%
股利分配比率	37.02%	40.00%	40.00%	40.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：金元证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	16.80%
无风险利率	3.73%	Ke	10.28%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	6416	E/(D+E)	99.21%
债务总额(D)	51	D/(D+E)	0.79%
Kd	6.00%	WACC	10.24%

资料来源：金元证券经济研究所

表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

25.75	9.3%	9.8%	10.28%	10.8%	11.3%
3.5%	36.32	32.79	29.80	27.24	25.02
3.0%	34.06	30.94	28.27	25.96	23.94
2.5%	32.12	29.34	26.93	24.83	22.98
2.0%	30.46	27.94	25.75	23.82	22.12
1.5%	29.00	26.72	24.71	22.93	21.35
1.0%	27.73	25.63	23.78	22.13	20.65
0.5%	26.59	24.66	22.94	21.41	20.02

资料来源: 金元证券经济研究所

相对估值法: 24.60~26.04 元/股

我们选取中药行业尤其专注于品牌中成药的和专业医疗服务类上市公司作为相对估值比较标的。目前 7 家同类型 A 股上市公司 11-13 年 PE 平均值为 40/31/24, 公司估值低于行业平均水平。考虑到公司核心优势, 我们给予公司 12 年 PE34X-36X, 合理价值区间为 24.60~26.04 元。

表 4: 马应龙与可比公司估值比较

代码	公司简称	股价	市值	EPS（元）				P/E				PB	EV/	ROE	PEG	Growth
		10/31	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E		EBITDA	10A	11E	11~13
品牌中药																
000538	云南白药	60.70	421	1.33	1.75	2.28	2.91	46	35	27	21	8	39	21%	1.17	30%
600436	片仔癀	77.75	109	1.39	1.79	2.18	2.75	56	44	36	28	10	42	18%	1.69	26%
600085	同仁堂	16.65	217	0.26	0.34	0.43	0.53	63	49	39	31	6	31	11%	1.86	26%
000423	东阿阿胶	48.02	314	0.89	1.35	1.81	2.35	54	36	27	20	10	42	21%	0.93	38%
600750	江中药业	28.75	89	0.84	0.73	1.07	1.40	34	40	27	21	5	22	15%	2.14	18%
600763	通策医疗	24.16	39	0.31	0.46	0.63	0.93	79	53	38	26	12	45	19%	1.19	45%
300015	爱尔眼科	26.80	114	0.28	0.42	0.62	0.90	95	64	43	30	9	43	9%	1.35	47%
平均值			230					51	40	31	24	8	35	17%	1.56	28%
600993	马应龙	19.35	64	0.37	0.54	0.72	0.93	52	36	27	21	6	36	12%	0.99	36%

资料来源: 金元证券经济研究所, 使用 wind 一致预期

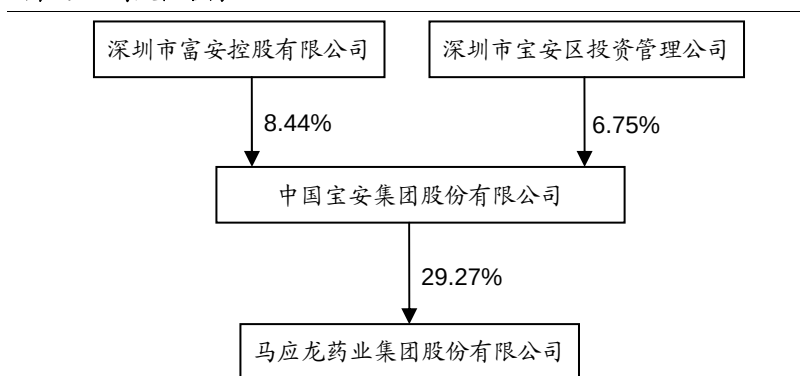
给予“买入”评级:

预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.54、0.72 和 0.93 元的业绩, 对应 PE 分别为 36X、27X 和 21X。考虑到公司主业稳定、医院和药妆业务成长可期, 给予“买入”评级。

一、公司基础情况

马应龙是一家历史悠久的制药公司。1582 年，马应龙的创始人马金堂于河北定县（今河北定州市）开办小型眼药铺——马应龙生记药店（总店后迁往北京），创制“八宝”眼药。至清乾隆年间，马金堂的后人马应龙将“八宝眼药”定名为“马应龙定州眼药”。1919 年企业南迁至武汉后，马应龙生记药店又开发出其他系列产品，生产和经营迅速发展，产品在东南亚华人中享有盛誉。新中国成立后，马应龙生记药店成为武汉第三制药厂（国有独资），1993 年改制为武汉马应龙药业股份公司，1995 年通过国有股股权转让，由中国宝安集团控股经营。2004 年 5 月 17 日在上交所挂牌上市。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司资料、金元证券经济研究所

1995 年宝安集团入主公司后，引入良好的经营理念和管理机制。经过持续快速健康发展，目前马应龙药业已经发展成为一家涉足药品生产、医院经营、药妆、药品批发零售等多个领域的专业化多功能的药业集团上市公司。

二、眼霜精准定位黑眼圈，想象空间巨大

马应龙八宝眼霜是众多药妆中非常有特色的一款，**具有两大亮点**：一是定位独特——去除黑眼圈；二是其制作技艺已入选国家级非物质文化遗产，品牌形象高端。

马应龙药妆（眼霜）产品从 2009 年下半年推出市场，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 1800 多万元，略低于之前预期的 2000 万元。主要是 10 年北京市场出现意外，造成推广进度低于预期。今年公司预计目标是 3000 万元，上半年已实现销售收入 1500 万元左右。

马应龙药妆产品的灵感来自于网络：最早在网络上有网友发表马应龙麝香痔疮膏可以做眼部护理的帖子，并且通过口口相传，渐渐在一部分年轻人中流行开来。公司抓住这一市场契机，开始着手布局眼霜产品。公司开始研究之后发现，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。2008 年 11 月，马应龙药业博士后工作站历时 3 年潜心研发，“马应龙八宝去黑眼圈眼霜”取得化妆品行业生产资格，2009 年 6 月，眼霜作为马应龙第一款药妆产品正式推出，并在武汉市场试销。通过市场反馈，该眼霜有效消除长期使用痔疮膏所带来的副作用，市场反馈良好。

公司在对于眼霜的推广稳步扎实：公司在药妆的推广方面则是着重挖掘马应龙在做眼药方面的历史积淀，从古方挖掘品牌价值。马应龙创始之初，一直以生产八宝眼粉（膏）闻名，清朝时便有“身穿瑞蚨祥，脚蹬内联升；头顶马聚源，眼看马应龙”的说法。据今年 6 月《国务院关于公布第三批国家级非物质文化遗产名录的通知》，公司“马应龙眼药制作技艺”成功入选第三批“国家级非物质文化遗产名录”。

公司的眼部系列产品逐渐丰富：继眼霜推出之后，2010 年公司推出八宝眼贴膜产品，2011 年公司又推出八宝清眸茶。到目前为止已形成以眼霜为核心多方位立体的眼部系列产品：按产品分类已经有眼霜、眼贴膜、调理茶；按功能分类有去黑眼圈、消减眼袋、修复眼纹、缓解眼疲劳；按系列分类有融暇透皙、释袋焕颜、舒纹臻养、紧致型、养护型；按用法分类有内服调理、外用养颜。基本形成喝茶调理，外敷，保养，以及未来还将开发出来的产品，都是围绕眼部做组合拳产品系列。

药妆推广逐渐形成公司自己的模式：公司成立药妆事业部，主要工作从药品跨入一个完全陌生的药妆领域，这对公司团队是一个很大的挑战：与药品相比，药妆是女性消费品，女性消费者在消费时更倾向于感性消费、心理消费、冲动消费，对于促销以及购物环境特别敏感，营销因此显得格外重要。营销人才、营销方案以及对于终端的营销支持是公司营销推广方面现在最紧要的任务。公司从 09 年组建团队至今，仍然处于探索摸索阶段，经过这两年的发展，公司逐步形成自己一套药妆营销的模式，随着时间的推移和药妆营销的推进，公司对于药妆的营销“越来越有感觉”。目前公司在药妆方面的思路是稳步推进，不急在于短时间把业绩做大。现在公司是一手抓研发，一手抓推广。在推广队伍的建设上，药妆事业部基本是全新培养自己的队伍，一方面是因为药妆营销需要是复合型人才，最好是药品和化妆品都有一点基础，且有实际的市场营销经验，这种人才比较难在市场上外部招聘，只能通过公司自己的培养。另外一方面，公司目前也不可能像常规的化妆品公司那样大规模投入广告，所以公司是尽量寻找战略合作伙伴，以期在前期市场拓展方面做到低成本投入，降低操作风险。公司未来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。

公司药妆的推广渠道主要是药店、商超、美容院、个人护理用品店、淘宝等多个渠道。但是由于进场费比较高，利润率低以及品牌影响力不

够等多方面原因，公司目前进入屈臣氏这类个人护理用品店的比例还非常低。公司在马应龙大药房、康而美个人护理品店（由马应龙大药房改过来，目前在武汉地区已有 20 家店左右，预计公司会进一步开店）是目前最主要的销售渠道。但是由于某些省市限制医保药店不允许售卖药妆，药店渠道在一定程度受到限制。公司目前是尽量低成本覆盖所有能覆盖的渠道，没有明确的区分哪个渠道最优，待产品品牌和销售规模达到一定程度之后，公司会在渠道方面精耕细作。

药妆的品牌名是公司亟需解决的问题：“马应龙”同时作为治痔药和眼霜品牌一度被市场所诟病，公司虽然采用复合商标“马应龙八宝”来给眼霜冠名以和“马应龙”进行区分，但是依然无法摆脱消费者对于此品牌的联想带来的“一丝不快”，由于使用习惯和品牌联想的原因，从女性消费者的角度考虑，此品牌会对“掏出来使用”带来负面影响。虽然公司希望借力“马应龙”的品牌来推广药妆，但是从营销学和品牌定位来说这个都是值得商榷的，公司内部对于这个问题也一直在争论，公司近期也正在寻求专业的品牌研究机构来进行研究，今后不排除在药妆品牌具有一定规模以后，使用单独的全新的药妆品牌，或者“马应龙”仅仅是成为“八宝”药妆的一个注脚，逐渐淡化“马应龙”的品牌影响。

成立专业子公司经营药妆，药妆业务板块面临全新发展机遇，药妆业绩有望突飞猛进。11 月 7 日公司发布公告：公司决议投资设立湖北马应龙八宝生物科技有限公司；公司本次成立子公司并引入管理人才和技术业务骨干成为子公司股东，其中公司通过直接持有和子公司持有，共控制马应龙八宝生物 58.5% 的股份，剩余 41.5% 均为员工持有。而之前在马应龙素以扎实肯干、富有开拓精神著称的“药妆拓荒者”、总经理助理王礼德出资 70 万元持股 3.5%。

公司成立子公司专业经营药妆，随后就是对于眼霜品牌的全新经营；从 09 年公司以一个部门开始涉足药妆，到两年后的今天公司成立专业子公司来专业经营，通过依托马应龙品牌、渠道、团队到渐渐成熟则建立子公司来独立运营，一方面体现了公司做事踏实，稳健经营的风格；另一方面也体现了公司对药妆这块业务的看重，在资本、人才、高管激励方面做出了合适的安排。

化妆品监管渐趋严格，“药妆”标准即将出台：2010 年 12 月 1 日，国家食品药品监督管理局在其网站上发布通知，要求各地食品药品监督管理局将标识和宣称“药妆”、“医学护肤品”等夸大宣传、使用医疗术语的违规行为作为日常监督检查的重点之一；对在标签、小包装或者说明书上违规标识化妆品的以及违法宣称“药妆”、“医学护肤品”的都要查

处，该下架的下架，该曝光的曝光，造成严重后果的还要撤销批准文号。

国家食品药品监督管理局 2010 年 11 月 26 日发文公布《化妆品产品技术要求规范》，其中重要的一点是：2011 年 4 月 1 日起，祛斑、防晒等特殊用途化妆品要重新换编号。国家试图通过更换化妆品许可编号来加强对特殊用途化妆品的监管。“特殊用途化妆品许可证”会更难审批。

“药妆”目前尚无国家标准，目前我国只有“特殊用途化妆品”的定义但无“药妆”定义。近几年，化妆品违规标识和宣称为“药妆”的现象严重误导和欺骗消费者。为了改变这种现状，国家有关部门已经对药妆定义及相关标准进行起草制定。

国内的药妆市场容量较大且快速发展：据中国化妆品网数据：2010 年我国化妆品市场销售总额达到 1200 亿元，而作为其中一个细分领域的药妆市场的份额增长到 40%，总额达 480 亿元。目前国内零售药妆店销售仅占化妆品销售总额的 2%，药妆市场有着巨大的增长潜力。从世界化妆品的发展角度看，在欧洲一些国家，药妆的销售额度约占整体化妆品销售的 1/4，亚洲的日本、韩国甚至接近 1/3，但在中国只占 5%，市场增长的空间比较大；从增长速度看，国外成熟的药妆市场年增长速度为 7%左右，中国的数据显示基础护肤类的增长速度为 10%左右，而功能性化妆品增长速度为 10%~20%，整体增长速度强劲，预示未来的发展将会非常快速。

据不完全统计，目前国内已有 170 多家制药企业涉足药妆市场。片仔癀、同仁本草系列护肤药妆、佰草集、相宜本草、艾丽碧丝、春娟黄芪、敬修堂纯天然中药植物精华美容护肤系列等，这些品牌大多主打中草药入味的概念进军护理化妆品。不仅仅是化妆品市场，大量的中药企业开始向药非药、妆非妆、食非食的日化领域进军。

从市场需求看，国内消费者对普通化妆品的功能已经失去了信心，特别是近几年不断曝光的激素、抗生素事件，对消费者的信心是很大的打击。如果有一种产品能够提供安全有效的功能，那无疑将成为众多消费者追逐的焦点。

国内医药企业进军日化，从战略上说是非常成功的，药妆市场有非常大的空间，医药企业进入药妆市场市场又具有普通日化企业所无法比拟的优势，但企业进入一个全新行业，也是机遇与挑战并存的，定位即是一个其中非常关键的因素：企业需要充分思考自己企业的定位与产品的定位是否一致？进军药妆是否会与原有品牌定位冲突或关联度不高？会不会给消费者造成心智的迷惑？所以产品品牌最好是能和企业的品牌定位形成良好呼应；而且进军药妆还要根据企业的有效资源进行，包括品牌、消费者、渠道、产品等，即企业最好能在原有的资源上

进行有效地延伸或整合，找到最适合自己的企业和品牌定位，企业的成功才更有保障。云南白药牙膏的成功一大原因就是其与公司品牌的止血定位的高度契合，一方面充分借力公司品牌，另一方面进一步强化了公司在止血领域的定位，并成功将范围扩大到了大健康领域。

目标市场细分清晰才能保证产品成功：化妆产品价格弹性高，浮动空间大；整个品类品牌忠诚度的高低关键在于企业是否做好市场细分，能否投消费者所好。有消费者调研结果显示：女性最关心的眼部问题为黑眼圈、眼袋、眼皱纹。由于现代生活节奏快，有很多女性尤其是白领女性常常熬夜工作，因此经常被黑眼圈困扰，而马应龙推出的眼霜以古方为基础专门针对去除黑眼圈，卖点鲜明，市场反馈良好，尤其是今年“三八妇女节”公司在武商进行的大型促销活动，单日销售火爆；一方面说明市场对于眼霜的需求是非常旺盛的；另一方面则说明公司对于眼霜的定位得到市场认可；这次活动对公司整个团队的信心都有较好作用。预计随着推广的深入，马应龙眼霜的市场表现会越来越好。

但化妆品市场的竞争也是相当激烈的，特别在营销和人才方面的竞争是医药行业无法比拟的，公司这两年在药妆的市场开拓中积累了一定经验，但是要想继续扩大市场，就会涉及高端市场的利益了，一旦涉及和外资高端品牌的争夺，则是更高层次的竞争，新的竞争才刚刚开始，公司要成功，还有很长的路要走，成立子公司是成功迈出了第一步。

三、肛肠医院业务将受益于新医改

公司肛肠医院有望垄断肛肠专科市场。公司的肛肠医院一直是走专科化、连锁化路线，这有利于公司的医院业务稳健快速发展并趋于区域性垄断。公司 2010 年医院业务收入 1762 万元，毛利润 795 万元，毛利率 45.01%。2011 年上半年营收 1244 万元，同比增长 29.40%，毛利率 55.32%，超过去年 45.01% 的毛利率。随着公司医院经营趋于成熟，医院业务从投入期进入成长期，今年跨过盈亏平衡点后并随着南京马应龙的营业，公司的医院业务将成为公司另外一个业务亮点。

2010 年 11 月 26 日，国务院发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，首次明确提出“支持社会资本举办营利性医疗机构，鼓励有资质人员依法开办个体诊所”。鼓励社会资本举办医疗机构，这对社会资本投资医疗行业是利好，马应龙医院业务将明确受益。

2008 年 12 月，首家马应龙肛肠医院——武汉马应龙中西医结合肛肠医院——正式开业。马应龙目前在武汉、北京和南京共有 3 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”（公司持股 100%，2010 净利润约-37 万元）和“武汉马应龙综合门诊部”（公司持股 100%，2010 年 1 月 18 日完成工商登记

事宜，10 年开始并表，10 年净利润-3.25 万元)；北京医院为“北京马应龙长青肛肠医院”(公司持股 98.65%，2010 年净利润 16.97 万元)；

2010 年 6 月，公司子公司湖北马应龙连锁医院投资管理有限公司与自然人丁义江、丁彤共同以货币出资设立南京马应龙医院管理有限公司，公司持股比例 77.80%。南京的马应龙肛肠医院(马应龙中医医院)8 月初正式营业。

除了以上医院以外，西安肛肠医院已经签了协议，还有些细节在落实。沈阳的肛肠医院也在和相关方面谈判，预计最快明年上半年可开业。公司计划 3 年内在全国新开 8~10 家肛肠医院，成都等省会城市都是重点考虑的地区。

制药企业进入医疗服务市场，一个主要考虑就是制药业务更能与医疗服务产生协同效应。公司的肛肠医院也属于主业延伸的部分，肛肠医院主要选用马应龙自己生产的药，更有利于形成医药互动的经营，有利于了解顾客疗效，从而促进产品改进和研发。而今年肛肠诊断试剂研发进度加快，大便隐血试纸已上市销售。

根据 2008 年 11 月 5 日修订后的《中华人民共和国营业税暂行条例》及其实施细则的相关规定，公司子公司武汉马应龙中西医结合肛肠医院有限公司、武汉马应龙综合门诊部有限公司、北京长青肛肠医院有限公司**免征**经营收入应纳营业税及相关附税。

近些年，医药企业上市公司逐渐开始涉足医院经营市场，如双鹭药业投资 1.6 亿元与新乡市中心医院合资建设新乡市中心医院(东区)。新建医院注册资本 2 亿元，双鹭药业占 80%的股份。早期华润三九的脑科医院、金陵药业的宿迁市人民医院、益佰制药的灌南县人民医院、康美药业的普宁中医院、三精制药的哈尔滨女子医院和肾脏病专科医院等。

从医药企业进军医院经营市场的方式，大概分为两类：一是企业自筹资金出资或合资建设医院，该类医院多为专科医院，如康美药业的中医院、马应龙的肛肠医院、三精女子医院等。另一类是公立医院改制的产物，例如金陵药业正是在宿迁医改的背景下拿下了宿迁市人民医院。

从发展趋势来看，两家专业的医疗服务类上市公司爱尔眼科未来专业做眼科、通策医疗专业做口腔科；其他上市公司投资医疗服务领域基本遵循与公司主业相关的专业性原则。即马应龙在肛肠领域专科有望形成垄断、康美药业在中医院领域；但这一切都与国家政策密切相关，取决于未来国家政策对于医疗服务领域的放开程度。

表 5: 新医改推行以来社会资本办医相关纲领性文件

时间	相关政策	政策主要内容
2000 年	《关于城镇卫生体制改革的指导意见》	首次提出了非营利医院和营利医院的分类管理办法。
2009.4	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	提出五项重点: 医保制度建设、基本药物制度建设、基本公共卫生服务体系建设、基层医疗服务体系建设、公立医院改革
2010.2	《关于公立医院改革试点的指导意见》	公立医院改革初步启动, 其中提出加大政府补贴投入, 推进多元化办医格局; 10 年开始实施 16 城市改革试点
2010.12	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	社会资本办医步入进展阶段: 1、降低准入限制, 新建医院优先社会资本; 2、优化社会资本办医环境, 涉及职称评定等; 3、政府投入支持社会资本办医。
2011.3	《2011 年公立医院改革试点工作安排》	安排思路首先是从机制改革, 包括管办分开、医药分开、政事分开等; 其次是体系建设, 主要涉及 优化医院布局和协作; 同时继续提出推进形成多元化办医格局, 改善社会资本举办医疗机构的执业环境。

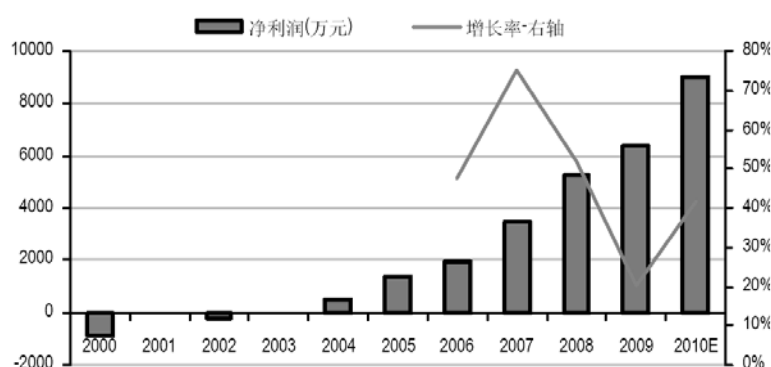
数据来源: 发改委, 金元证券经济研究所

新医改将利好民营医院的发展: 从 2009 年国家推行“新医改”以来, 陆续出台了对民营医院相对有利的各项相关政策, 而 2010 年 12 月出台《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》则明确提出社会资本办医步入进展阶段: 1、降低准入限制, 新建医院优先社会资本; 2、优化社会资本办医环境, 涉及职称评定等; 3、政府投入支持社会资本办医。

金陵药业介入宿迁医院的成功案例简介: 2003 年, 金陵药业以 7012.60 万元收购控股 (持股 63%) 原宿迁市人民医院。此后, 金陵药业显示出管理、发展大型综合性医院的能力。收购完成后, 宿迁人民医院发展迅猛, 服务能力显著提升, 随之而来的, 是收入快速增长和盈利能力的快速提升。医院很快从二级乙等医院 (“二乙”) 升级为三级乙等医院 (“三乙”, 2008 年底获确认); 同时, 医院在收购的次年也就是 2004 年成功实现扭亏, 随后就一骑绝尘快速增长: 2004-2010 年净利润 CAGR 达 57%。2010 年, 医院净利润同比增长率超过 42%。

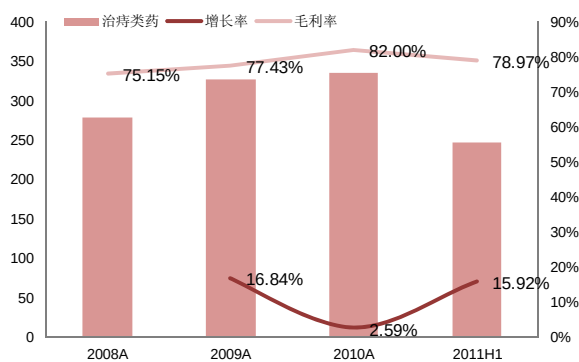
金陵药业收购宿迁医院的成功经验尤为值得关注, 一方面体现了公立医院民营化之后显示出了巨大的活力, 显示了我国医疗市场的巨大需求; 另一方面这为我国公立医院改革一直以来举步维艰的状况提出了一种新的解决方案, 同时也为医药企业介入医院经营市场提供了一个很好的案例; 但同时也要注意宿迁医院作为宿迁市唯一的三级医院, 具有得天独厚的独有优势, 其地域优势、文化和客源积累、以及盈利能力都是白手起家的一般民营医院无法比拟的。

图 2: 金陵药业的介入让宿迁医院焕发活力



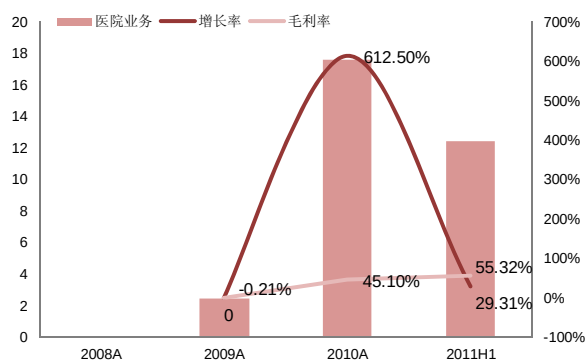
资料来源：金陵药业公告，金元证券经济研究所

图 3: 治痔类产品销售收入、增长率及毛利率



资料来源：公司数据，金元证券经济研究所

图 4: 医院业务销售收入、增长率及毛利率



资料来源：公司数据，金元证券经济研究所

四、治痔类产品梯队巩固治痔市场第一品牌地位

公司的治痔产品已实现 7 个品种 10 种规格的产品梯队，除了麝香痔疮栓、马应龙麝香痔疮膏外，新产品地奥司明片、痔炎消片、金玄痔科熏洗散、聚乙二醇 4000 散陆续上市销售，成功实现了治痔产品向肛肠乃至下消化道产品的延伸，全方位满足患者需求，进一步巩固了国内肛肠治痔第一品牌的市场地位。

根据中国药品零售发展研究中心（MDC）的研究数据，马应龙在全国痔疮药品零售市场的份额超过 40%，成为治疗痔疮领域的一线品牌。公司治痔类产品在 2007 年、2008 年和 2009 年的市场份额分别为 26.22%、26.32%和 28.48%，市场份额逐年提高，处于市场绝对领导地位。公司主导产品马应龙麝香痔疮膏在 2007 年、2008 年、2009 年的市场份额分别为 13.45%、14.53%、17.25%，在同类产品中遥遥领先。公司产品麝香痔疮栓 2009 年市场份额也达到 11.23%，在栓剂市场中遥遥领先。

2010 年马健驹出任分管销售副总，经过过去一年的营销调整和理

顺和渠道的管理，预期今年能恢复治疗类药物的增长，预计全年增长在 20%左右。从历史经验来看，2010 年销售不好，主要原因是两方面：一是有经销商担心降价不拿货，影响了终端销售的积极性；二是营销团队和公司管理结构进行调整造成暂时对接不上，属于公司内部调整的阵痛，去年销售增长仅有 2.59%，今年预计会恢复性增长，这主要还是因为马应龙的产品疗效过硬，并且价格低廉，深受消费者喜欢。

公司今年上半年治疗类药物收入 2.46 亿元，同比增长 15.92%，基本恢复 2009 年的增长水平，预计全年增速超过 20%。公司 3 季度营业利润增速远超去年主营业务收入，达 44.80%。通过上半年经销商补库存后，下半年公司主打产品增长将回复正常增长轨道。

财务分析与盈利预测

1、主要财务指标分析

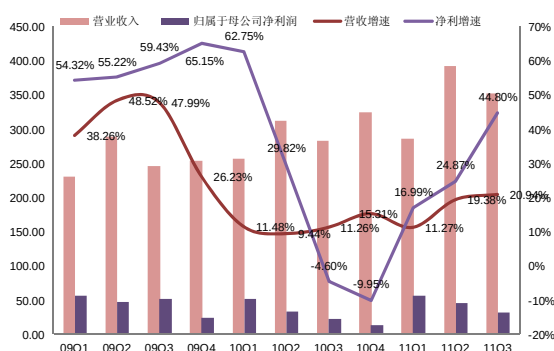
表 6：主要财务指标纵比情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q3
盈利能力：						
毛利率	48.30%	43.08%	38.89%	37.87%	37.72%	39.21%
净资产收益率	11.89%	18.57%	10.30%	18.93%	11.98%	11.68%
销售净利率	13.81%	27.52%	8.89%	18.51%	10.16%	12.86%
偿债能力：						
流动比率	2.82	3.44	2.97	2.86	3.24	3.60
资产负债率	27.48%	21.85%	25.06%	26.75%	22.20%	20.57%
经营效率：						
总资产周转率	0.64	0.55	0.72	0.79	0.82	0.68
存货周转率	5.10	4.31	4.58	4.54	4.76	3.64

数据来源：公司公告，金元证券经济研究所

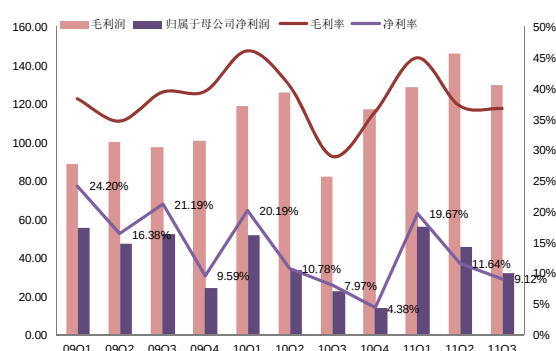
截止今年三季度，公司毛利率较 09 和 10 年都有所提高，一方面是由于公司治疗类业务今年恢复性增长；另一方面是公司的药妆业务和医院业务已度过投入期开始进入成长期，医院业务今年跨过盈亏平衡点，公司整体毛利率稳步提高。公司资产负债率较低，流动比率较高。

图 5:公司今年净利增速重回高增长



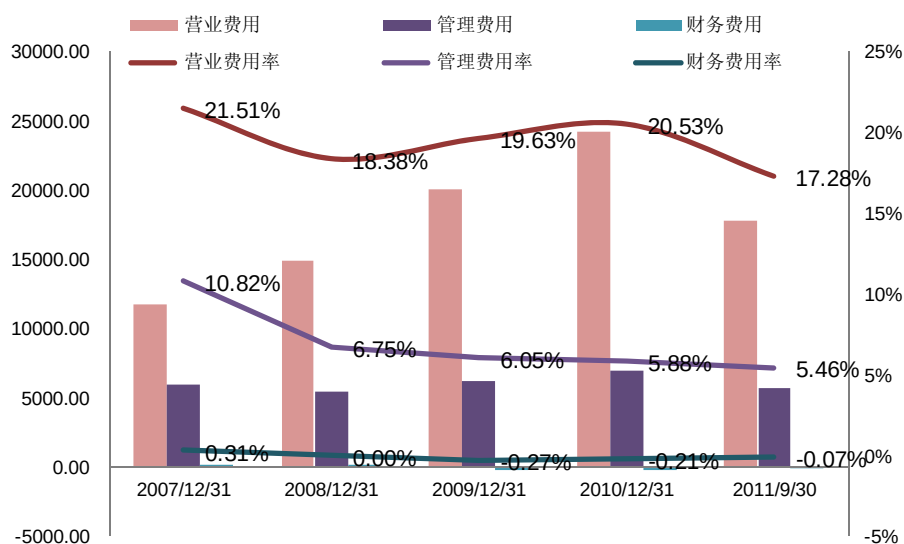
资料来源：公司公告，金元证券经济研究所

图 6: 公司今年毛利率和净利率水平较为平稳



资料来源：公司公告，金元证券经济研究所

图 7: 公司三项费用率 07 年以来持续下降，管理水平逐渐提高



资料来源：公司公告，金元证券经济研究所

公司三项费用率持续下降，营业费用率从 07 年的 21.51% 下降到今年三季度的 17.28%；管理费用率从 10.82% 下降到 5.46%；财务费用则为负数。表明公司的管理水平逐步提高，各项费用控制较为合理。

结论

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54 元、0.72 元和 0.93 元，首次给予“买入”评级。公司的治痔类药物今年恢复增长，主业稳定；12 年公司的医院业务和药妆业务进入全面发展阶段，业绩增长弹性较大，有超预期可能。

风险因素分析

- 1) 药妆业务低于预期; 由于药妆业务相对于公司来说, 依然是全新涉足的领域, 公司成立专业子公司经营药妆业务, 存在不确定性, 若经营不善可能对公司整体业绩造成拖累。
- 2) 医院诊疗业务低于预期; 南京马应龙刚刚开始营业, 仍处于投资期, 其他如沈阳等城市的医院还在洽谈之中, 且医院政策的细节和落实仍有待时日, 医院诊疗业务进展可能低于预期。
- 3) 证券投资收益下滑。

附件

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	579	619	722	860	营业收入	1178	1398	1663	1995
应收款项	207	245	292	350	营业成本	734	862	1008	1179
存货净额	158	186	218	256	营业税金及附加	11	13	15	18
其他流动资产	34	41	48	58	销售费用	242	252	298	355
流动资产合计	1042	1155	1344	1588	管理费用	69	78	92	110
固定资产	238	238	236	232	财务费用	(2)	(19)	(21)	(25)
无形资产及其他	33	32	31	29	投资收益	23	8	20	15
投资性房地产	76	76	76	76	资产减值及公允价值变动	(12)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	60	110	120	130	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1449	1611	1807	2054	营业利润	136	211	282	363
短期借款及交易性金融负债	51	51	51	51	营业外净收支	8	0	0	0
应付款项	167	198	232	272	利润总额	144	211	282	363
其他流动负债	104	130	152	180	所得税费用	24	35	47	61
流动负债合计	321	379	435	503	少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(7)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	123	180	240	309
其他长期负债	0	(1)	(2)	(2)					
长期负债合计	0	(1)	(2)	(2)	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	322	378	434	500	净利润	123	180	240	309
少数股东权益	104	102	98	94	资产减值准备	3	0	(0)	(0)
股东权益	1023	1131	1275	1460	折旧摊销	22	25	28	30
负债和股东权益总计	1449	1611	1807	2054	公允价值变动损失	12	10	10	10
					财务费用	(2)	(19)	(21)	(25)
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(169)	(16)	(31)	(39)
每股收益	0.74	0.54	0.72	0.93	其它	(5)	(3)	(3)	(4)
每股红利	0.27	0.22	0.29	0.37	经营活动现金流	(15)	196	244	305
每股净资产	6.17	3.41	3.84	4.40	资本开支	(26)	(34)	(34)	(34)
ROIC	10%	15%	20%	26%	其它投资现金流	(22)	0	0	0
ROE	12%	16%	19%	21%	投资活动现金流	(45)	(84)	(44)	(44)
毛利率	38%	38%	39%	41%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	10%	14%	15%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(45)	(72)	(96)	(124)
收入增长	15%	19%	19%	20%	其它融资现金流	4	0	0	0
净利润增长率	-32%	47%	34%	29%	融资活动现金流	(82)	(72)	(96)	(124)
资产负债率	29%	30%	29%	29%	现金净变动	(142)	40	104	138
息率	1.4%	2.2%	3.0%	3.9%	货币资金的期初余额	721	579	619	722
P/E	26.2	35.7	26.7	20.7	货币资金的期末余额	579	619	722	860
P/B	3.1	5.7	5.0	4.4	企业自由现金流	(71)	136	172	233
EV/EBITDA	24.5	31.0	24.6	19.1	权益自由现金流	(67)	152	189	255

资料来源：公司资料和金元证券预测

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王 睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊 文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048 传真: 0755-83024518

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。