

增持 维持

马应龙 (600993)

2010 年 3 月 16 日

二次开发回归历史主业, 有望缔造又一明星产品

农林牧渔行业分析师: 丁频
SAC 执业证书编号: S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405

江维娜
联系人
jiangwn@htsec.com
021-23219610

近期我们与投资者调研了公司, 董秘夏有章先生就公司近期经营管理情况以及公司进入药妆市场后在此项新业务上的发展战略规划跟投资者进行了交流。

回归历史主业, 进入药妆市场。马应龙作为一家中华老字号企业, 自从 1582 年创立以来, 经过多年发展目前的业务从药品制造、批发零售、连锁医院发展到了药妆产品。公司在创业之初以眼药闻名, 其八宝眼粉包括麝香、琥珀以及珍珠等名贵中药材, 其改进而来的八宝眼膏现在仍在生产销售, 目前为国家基本药物目录和国家医保甲类品种目录所收录。八宝眼粉在一次特殊的情况下被痔疮患者运用于痔疮后体现了其消肿的又一新领域应用的可行性, 自此马应龙痔疮系列应运而生。多年后, 由于痔疮系列在消肿上的显著优势, 又再次被爱美女性用于祛除眼袋、黑眼圈, 根据这一需求, 马应龙八宝眼霜经过三年的研发, 终于面世。这一过程虽然传奇, 但总结下来, 无论是痔疮还是眼袋、黑眼圈, 马应龙产品在消肿、活血化瘀这一领域上确实具有不同凡响的功效, 而这一过程也可以被我们归纳为回归历史主业。

公司的八宝眼霜将大有作为。在 A 股医药类上市公司之中, 除公司以外目前由医药主业扩展到药妆的企业有: 云南白药、片仔癀、同仁堂, 目前其中尚缺乏在该项业务上运作较为成功的企业。药妆作为高毛利的医药类相关产业, 不仅具有医药类产品的特性也具有快消品的特性。云南白药在快消品牙膏和创可贴上目前取得的成绩有目共睹, 我们认为这个主要是与白药将快消品和公司传统产品的止血特性完美对接的缘故, 相反其药妆则尚未取得相同的业绩。我们认为公司的八宝眼霜将大有作为, 其主要原因如下。**其一, 眼霜市场潜力巨大, 缺乏主力品牌, 进入时机良好。**海外成熟市场药妆占化妆品的比例大约为 60% 以上。在中国, 尽管化妆品销售额很大, 药妆的市场份额占比仍然很小。按照欧美成熟药妆市场的发展规律来看, 中国药妆市场发展潜力巨大, 据预测两三年内中国药妆市场容量将达到大约 480 亿左右, 占化妆品市场总量的三分之一左右。目前的药妆市场国内品牌市场占有率低, 海外品牌为主力, 其中理肤泉、薇姿和雅漾占据了市场的前三位。公司目前所进入的眼霜市场作为药妆的细分市场根据市场调查数据显示, 并无明显的主力品牌。白领女性眼霜使用率较高, 但并没有固定品牌, 目前的使用情况基本为使用完一个品牌后即更换为另外一个品牌, 体现为极低的品牌忠诚度。公司进入的时机良好。**其二, 根据传统产品消肿的特性二次开发, 新老产品对接良好, 有望复制白药牙膏和创可贴的成功。**公司的马应龙痔疮系列深入人心, 消肿效果佳。我们了解到公司的眼霜产品使用了与马应龙痔疮系列同样的原粉, 然而在配方上进行了改进, 并加入了一些活性成分。之前各零售药店反映有众多爱美女性购买并使用马应龙痔疮系列祛除黑眼圈、眼袋, 虽然使用后可能短期消肿效果较佳, 但由于膏体呈褐色长期使用会造成眼周色素沉着, 且膏体较油可能会使较薄的眼周肌肤生成较多的脂肪粒。公司在改进配方之后推出的八宝眼霜完全解决了色素沉着的问题, 并改变了痔疮膏膏体较油的弱点, 且由于原粉的使用又保留了原有消肿的功效。因此与云南白药利用传统产品止血特性二次开发的快消品创可贴和牙膏有着异曲同工之妙, 我们认为未来有极大的发展潜力。

眼霜销售现况良好, 2011 年有望成为公司又一明星产品。从目前的销售情况来看, 在未进行大规模广告投入的情况下, 眼霜销售可以用火爆来形容, 已经初步反映了我们对于眼霜的看好。公司从 2009 年 6 月开始进行眼霜的试销, 分别选在近百家武汉马应龙大药房, 上市三月即销售 1 万支, 截止 09 年年底销售量接近 2 万支, 目前武汉地区的销售量基本保证在 100 支/天以上。而公司在 2010 年计划在除武汉之外的上海和北京地区进行产品的推广和销售。

目前武汉以外的市场开拓主要为北京。公司在今年开始与北京金象大药房进行合作，在北京地区销售眼霜，并且由第三方广告公司负责产品在北京地区的户外平面广告推广。根据我们的了解，目前眼霜在金象大药房的销售也已经达到了 100 支/天。我们预计公司今年将在上海、北京、武汉三地逐渐推开眼霜的销售，全年的销售额预计为 4000 万左右。但公司表示今年如果眼霜业务盈利，将投入到渠道的维护中，相当于加大眼霜推广的力度，因此我们不将今年眼霜业务的盈利考虑到业绩预测中，但我们认为自 2011 年起眼霜将成为公司的又一明星产品，并且除马应龙痔疮系列之外为公司提供另一盈利增长点。

传统业务产品线形成，虽基数较大仍将保持较快增长。公司的传统业务为马应龙痔疮膏、栓系列，根据公司反映，提价后的渠道囤货目前已经消化得差不多了，随着提价、进入基本药物目录以及国家医保目录带来的量价提升，我们认为 2010 年传统业务在较大的基数上仍将保持 20% 以上的增长。公司 2008 年新上市的地奥司明片、痔疮消炎片目前上量情况良好，与龙珠软膏以及马应龙痔疮膏、栓系列形成了销售渠道统一的痔疮用药产品系列，协同作用明显，随着新产品的上量，传统业务产品线的收入将在较大的基数上保持较为快速的增长。

医院暂时无法提供业绩贡献，但持续并购将提升公司估值。公司在去年年底成立了马应龙肛肠医院，选址为武汉市繁华地区，内部设置较为完善，中西医结合，配备从一般医院都具备的检测设备、手术室到肛肠外科专用的电子肠镜、直肠超声、熏洗仪，病房包括一般病房和 VIP 病房，目前为医保定点医院。由于医院的营运特性，我们认为虽然马应龙肛肠医院拥有品牌、口碑、规模等各方面的优势，短期实现盈利为公司提供业绩贡献可能性仍然较小。但是根据公司的战略规划，未来将在全国一线城市进行肛肠医院的收购整合，我们认为公司持续并购将提升公司的估值。

投资收益较为稳定，对此我们持谨慎态度。公司有大约 1.5 亿资金用于进行二级市场投资，但仅限于医药股的投资，这在众多进行股票投资的上市公司中非常罕见，体现了公司对于医药市场的看好以及较为谨慎的投资态度。我们对于公司参与医药类上市公司二级市场股权投资持较为谨慎的态度。

基于以上分析我们认为眼霜将在 2011 年成为公司又一盈利增长点，届时业绩将有较大提升，且随着医院收购并购的进行，估值将有进一步的提升。根据测算，我们认为公司 09-11 年的每股收益分别为 1.07 元、1.26 元和 1.70 元，截止 3 月 15 日公司的收盘价为 40.87 元，09-11 年的 PE 分别为 38 倍、32 倍和 24 倍，给予“增持”的投资评级。随后我们将推出马应龙公司深度报告，敬请投资者关注。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：科华生物、达安基因、东阿阿胶、千金药业、天士力、丽珠集团、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。