

药妆业务里程碑

事件

马应龙药业集团股份有限公司（以下简称“公司”）第七届董事会第九次会议于 2011 年 11 月 7 日上午 10 点以通讯表决方式召开，会议审议通过了《关于投资设立湖北马应龙八宝生物科技有限公司（筹）的议案》。公司及控股子公司武汉天一医药科技投资有限公司与公司总经理助理王礼德及樊波、汤刚兵等技术及业务骨干共同出资 2000 万元人民币设立湖北马应龙八宝生物科技有限公司（筹）。

研究结论

- **设立专业子公司是公司药妆业务经营上的里程碑**：公司决议成立专业子公司经营马应龙八宝药妆，其实回答了投资人对其药妆业务的疑虑——药妆与治痔药不同，公司自身团队如何把药妆做好？其实我们认为经营上分两步走是可以理解的：第一步是在公司初涉药妆市场时，依靠马应龙自身团队的优势，使马应龙八宝眼霜在大药房药存活下来，并积累销售经验；第二步是在销售达到一定水平时，及时成立专业团队、引入专业人才，细化产品品牌及渠道区分，进一步促进药妆业务专业化和规模化经营。所以我们认为公司此次决议成立马应龙八宝生物科技有限公司，是公司药妆经营上的里程碑，或许预示着药妆收入即将展开新一轮的突破。
- **引入管理人才和技术业务骨干，激励措施设置到位**：市场对公司的另一个疑虑是激励措施迟迟未出台，员工不一定有动力做好业绩。而在药妆业务中，公司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。我们认为这种引入经营者共享股份的模式能使经营者与公司利益协调一致，形成利益共享、风险共担的经营机制，能激发相关员工积极性，促进药妆业务的快速发展。
- **预计产品群更加规模化以及广告的推出将进一步提升药妆增速**：我们预计今年公司能实现约 3000 万以上药妆收入，明年保守估计能达 5000 万。目前公司药妆有眼霜、眼贴、祛痘三个系列共 12 款产品，我们预计公司会加快新产品研发和上市的进程，产品群更加规模化后有利于广告效应最大化，届时大范围推出广告，并从武汉周边向更多大中城市扩展，或将是公司药妆爆发的时刻。我们预计公司药妆业务五年内能做到 5 个亿，若有 20% 的净利润率，则能增厚业绩约 0.3 元。
- **盈利预测**：我们维持原盈利预测，预计 2011-2013 年公司实现每股收益为 0.60 元、0.73 元、0.87 元，维持公司买入的投资评级，目标价 22 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

宋敏

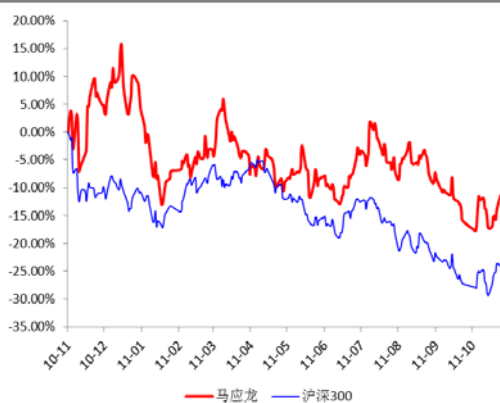
8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 11 月 7 日)	18.86 元
目标价格	22.00 元
总股本/A 股 (亿股)	3.32/3.32
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 11 月 8 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,178	1,508	1,820	2,191
同比(%)	15%	28%	21%	20%
归属母公司净利润	123	199	243	290
同比(%)	-32%	63%	22%	19%
毛利率(%)	38%	42%	42%	41%
ROE(%)	12%	16%	17%	17%
每股收益(元)	0.74	0.60	0.73	0.87
P/E (倍)	51.0	28.9	23.8	19.9
P/B (倍)	6.1	4.8	4.1	3.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,042	1,373	1,614	1,892	营业收入	1,178	1,508	1,820	2,191
现金	579	846	999	1,176	营业成本	734	881	1,064	1,285
应收账款	118	157	186	226	营业税金及附加	11	14	17	20
其它应收款	13	18	20	25	营业费用	242	302	357	430
预付账款	34	46	50	62	管理费用	69	87	106	127
存货	158	199	235	287	财务费用	-2	-4	-6	-8
其他	139	107	123	115	资产减值损失	4	2	3	3
非流动资产	407	369	376	381	公允价值变动收益	-7	-2	-6	-5
长期投资	60	60	60	60	投资净收益	23	-	-	-
固定资产	213	240	257	268	营业利润	136	224	275	330
无形资产	44	44	44	44	营业外收入	11	11	11	11
其他	91	25	15	9	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1,449	1,743	1,990	2,274	利润总额	144	232	283	338
流动负债	321	430	477	522	所得税	24	37	45	54
短期借款	51	56	53	55	净利润	120	195	237	284
应付账款	87	127	143	171	少数股东损益	-3	-4	-5	-6
其他	183	247	280	297	归属于母公司净利润	123	199	243	290
非流动负债	0	1	1	1	EBITDA	160	247	299	356
长期借款	-	-	-	-	EPS（元）	0.74	0.60	0.73	0.87
其他	0	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	322	431	477	523	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	104	100	94	88	成长能力				
股本	166	332	332	332	营业收入	15.3%	28.0%	20.7%	20.4%
资本公积	217	118	118	118	营业利润	-36.5%	64.4%	22.6%	20.0%
留存收益	642	766	979	1,228	归属于母公司净利润	-32.0%	62.7%	21.8%	19.4%
归属母公司股东权益合计	1,023	1,212	1,418	1,663	获利能力				
负债和股东权益	1,449	1,743	1,990	2,274	毛利率	37.7%	41.6%	41.5%	41.3%
现金流量表					净利率	8.4%	10.4%	13.2%	13.3%
单位:百万元					ROE	12.0%	16.4%	17.1%	17.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.4%	14.0%	14.9%	15.4%
经营活动现金流	-11	252	224	250	偿债能力				
净利润	120	195	237	284	资产负债率	22.2%	24.7%	24.0%	23.0%
折旧摊销	26	27	31	35	净负债比率				
财务费用	4	-4	-6	-8	流动比率	324.2%	319.2%	338.6%	362.3%
投资损失	-23	-	-	-	速动比率	274.6%	272.7%	289.0%	307.1%
营运资金变动	-150	33	-36	-60	营运能力				
其它	12	2	-2	-0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
投资活动现金流	-95	18	-47	-41	应收账款周转率	9.4	10.0	9.7	9.7
资本支出	-34	-43	-41	-44	应付账款周转率	8.3	8.2	7.9	8.2
长期投资	-63	50	-	-	每股指标（元）				
其他	1	11	-5	3	每股收益	0.4	0.6	0.7	0.9
筹资活动现金流	-51	-4	-25	-32	每股经营现金流	-0.0	0.8	0.7	0.8
短期借款	-10	5	-3	1	每股净资产	3.1	3.7	4.3	5.0
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	166	-	-	P/E	51.0	28.9	23.8	19.9
资本公积增加	-1	-99	-	-	P/B	6.1	4.8	4.1	3.5
其他	-39	-75	-22	-33	EV/EBITDA	35.5	21.0	17.3	14.5
现金净增加额	-157	267	153	177					

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注：超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见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、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn