

东阿阿胶 (000423)
买入/首次评级
 股价: RMB43.10

打造大保健品牌， 培育全产业链价值

分析师
 胡骥
 SAC 执业证书编号:s1000511110003
 0755-83201063
 huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人
 赵媛
 021-68498596
 zhaoyuan@mail.htlhsc.com.cn

阿胶块销量恢复，资源品牌溢价仍待挖掘。提价导致的销量下降幅度环比已缩窄，部分刚性送礼需求将带来 4 季度环比反弹。我们预计全年销量约为 1350 吨，同比减少约 25%。随着消费群体的重建，2012 年销量实现平稳增长。公司战略性放弃低端市场，短期可能由竞争对手补位，但驴皮资源紧缺将促使阿胶价格整体上涨，对手价格优势减弱。对资源、技术、品牌终端等产业链各环节的强力控制，将保证提价空间远高于对手。

进入基药增补目录，复方阿胶浆销量复合增速超 20%。复方阿胶浆为独家保护品种，目前已进入十几个省份的基药增补目录，中标价格较上年同期有所提升，2012 年作为基药执行完整年份，销售有望突破 10 亿。产业园技改项目将进一步扩大阿胶浆产量，未来 3 年复合增长将超过 20%。近日山东物价局将复方阿胶浆最高零售价格分别上调 30%和 10%，为出厂价格提高打开了空间。

阿胶衍生品成长尖兵，保健品未来增速超过 40%。在保健意识和人均收入双提升的持续刺激下，保健食品行业将继续保持 30%的高速增长。十二五期间东阿专卖店将由目前的 30 多家拓展到将近 100 家，采取“底薪+奖金+超额激励”的营销激励模式。在品牌和渠道双重驱动下，保健品将成为阿胶系列的成长尖兵，未来增长率将保持在 40%以上。

聚焦阿胶主业，盈利和运营效率进入上升通道。公司旗下医药商业已转给大股东华润，我们预计今后医疗器械、包装等非主业板块也会逐步剥离，不仅确定性提升盈利水平，还减少非关联性业务的资源占用，促使业绩和估值双提升。

产业链掌控力全面提升，给予买入评级。预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.32、1.77、2.23 元，复合增长率 35.8%，对应 PE 分别为 32.6、24.3、19.3 倍，低于传统中药平均估值。公司对产业链环节掌控力不断提升，产品提价、保健品业务爆发、产业园投产进程的加快，都将为股价注入强心剂。2012 年合理 PE 估值区间为 30~33 倍，价值区间为 53.3~58.6 元，给予买入评级。

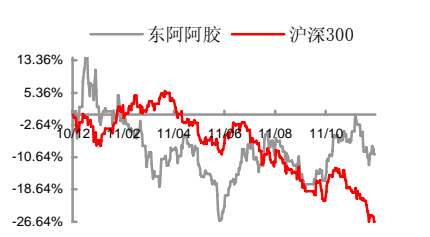
风险提示：短期经济下滑引发的消费增速缓慢；公司尚未完全垄断上游驴皮资源，在不断提价的情况下，有可能给竞争对手留下市场空白。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	654
流通 A 股 (百万股)	654
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	28,188

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2464	2692	3348	4226
(+/-%)	19%	9%	24%	26%
归属母公司净利润(百万元)	582	865	1161	1460
(+/-%)	48%	49%	34%	26%
EPS(元)	0.89	1.32	1.77	2.23
P/E(倍)	48.4	32.6	24.3	19.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资聚焦	4
精耕细分市场，掌控全产业链.....	5
公司概况.....	5
深耕渠道品牌升级，进军健康服务业.....	6
资源在手，定价无忧.....	8
阿胶块销量恢复，资源品牌溢价仍待挖掘	9
消费群体重建，控量提价塑造高端形象.....	9
对手短期跟随提价，长期溢价扩大	10
进入基药增补目录，复方阿胶浆销量复合增速超 20%	11
阿胶衍生品成长尖兵，保健品未来增速超过 40%.....	12
聚焦阿胶主业，盈利和运营效率进入上升通道	13
盈利预测与估值	14
盈利预测.....	14
估值与评级.....	14
风险提示	15

图表目录

图 1: 公司未来股价驱动因素	4
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 公司营业收入增速预测	5
图 4: 公司净利润增速预测	5
图 5: 针对目标消费群体, 实现“药品 - 保健品 - 食品”体系全覆盖	6
图 6: 通过健康管理服务和营销文化, 满足主要消费群体的价值诉求	7
图 7: 营销发展阶段及演变模式	7
图 8: 全产业链价值凸显	8
图 9: 阿胶块价格年复合增长率为 30%	9
图 10: 驴皮供应相对需求缺口扩大	10
图 11: 资源品牌溢价将逐步体现	10
图 12: 样本医院补气补血类中成药加速增长	11
图 13: 中国保健品市场增速远高于主要消费国家	12
图 14: 人均 GDP 驱动保健食品行业快速增长	12
图 15: 三足鼎立产品结构渐成	13
图 16: 毛利率呈逐年上升趋势	13
图 17: 净利率&ROE 进入上升通道	13
图 18: 公司历史估值相对行业享有溢价	15
表 1: 阿胶块销量变动测算	9
表 2: 阿胶与同类滋补品比较性价比高	9
表 3: 阿胶块价格/销量变动对 2011 年 EPS 的敏感性分析	10
表 4: 2011 年三大城市零售药店补血产品销售排行	11
表 5: 样本医院阿胶补血类中成药采购中, 东阿复方阿胶浆位列首位	11
表 6: 2011 年基药中标省份及价格举例 (规格: 20ml*12)	12
表 7: 主导剂型最高零售价分别上调 30% 和 10%	12
表 8: 各业务收入及盈利预测	14
表 9: 可比公司估值比较	15

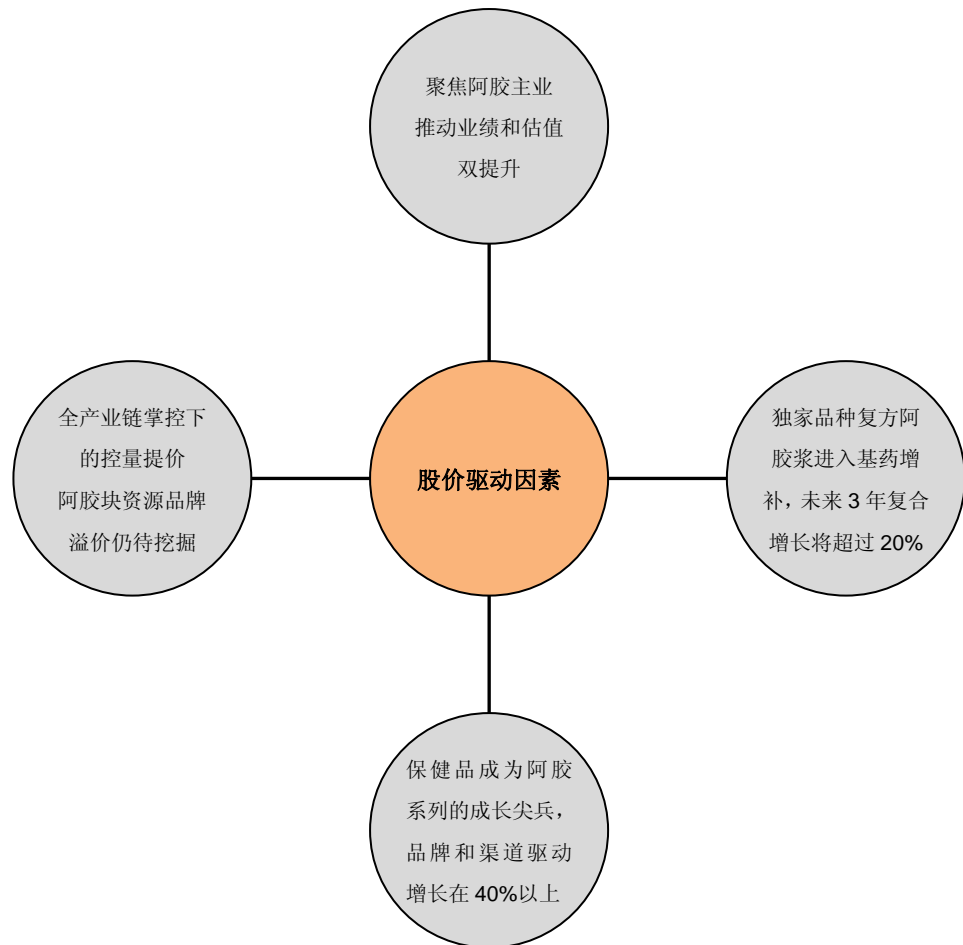
投资聚焦

目前市场可能只是对阿胶产品的提价存有预期，而忽略了提价背后隐藏的深层次逻辑。本篇报告中，我们重点回答投资者关心的以下问题：

1. 阿胶的价值回归能否持续，价格的“顶”在哪里？
2. 面对低端同类产品的竞争，如何应对高端化挑战下的客户流失？
3. 后续看点有哪些，阿胶衍生品能否延续现有品种的辉煌？

通过回答上述问题，我们对公司前景进入了深入剖析，认为在公司上下游各环节的控制力不断增强的基础上，资源稀缺、品牌溢价的潜力仍未得到充分挖掘，阿胶的价值言顶还为时尚早；对全产业链的掌控决定了公司提价空间将远远高于对手。复方阿胶浆为独家保护品种，目前已进入十几个省份的基本药物增补目录，在医院处方和 OTC 日常保健的市场潜力将不断得以发掘，预计未来 3 年复合增长将超过 20%。在品牌和渠道双重驱动下，保健品将成为阿胶系列的成长尖兵，未来增长率将保持在 40% 以上。10 月份子公司湖北金马医药贸易公司转给了大股东华润集团，我们预计今后公司医疗器械、包装厂等非主业板块也会逐步剥离，不但可以确定性的提升公司盈利能力，还可以减少非关联性业务对资源的占用，聚焦阿胶主业，促使业绩和估值双提升。

图 1：公司未来股价驱动因素



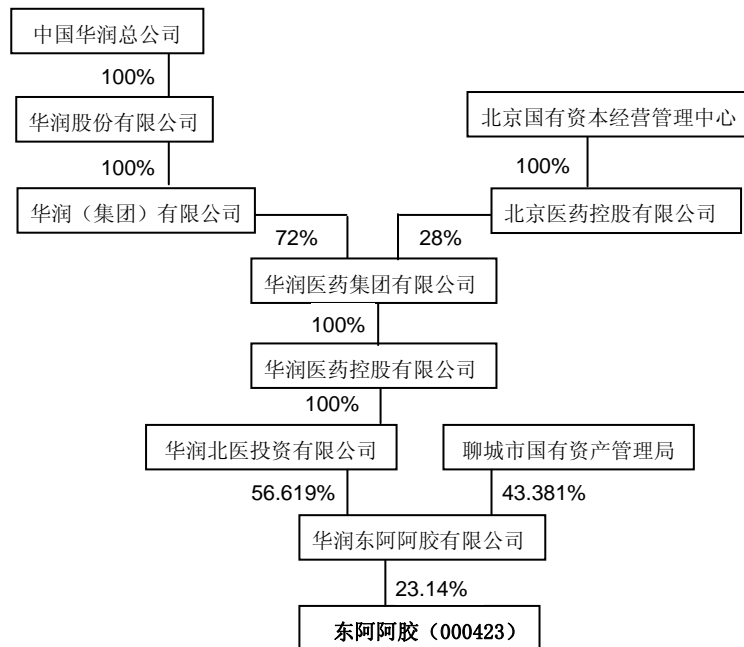
资料来源：华泰联合证券研究所

精耕细分市场，掌控全产业链

公司概况

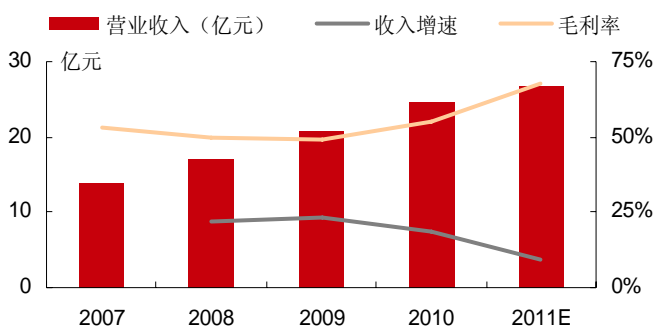
东阿阿胶是享有原产地标记注册的名贵中药材，自古以来，阿胶就被推崇为“补血圣药”，与“人参”、“鹿茸”并称中药滋补“三大宝”，阿胶历史文化底蕴极其丰厚，具有 2500 多年的悠久历史，堪称中药家族之最。公司为全国最大的阿胶及其系列产品生产基地，阿胶年产量、出口量分别占全国 75%和 90%以上，市场份额呈逐年上升的趋势，是少数具有自主定价权的知名医药品牌公司。公司前身为山东东阿阿胶厂，1952 年建厂，1993 年改制为股份制企业，1996 年上市。2003 年央企华润集团控股后，公司业绩进入持续高速增长轨道，2003 年至 2011 年，公司收入增长约 2.7 倍，净利润增长近 8 倍，市值增长超过 9 倍。

图 2：公司股权结构



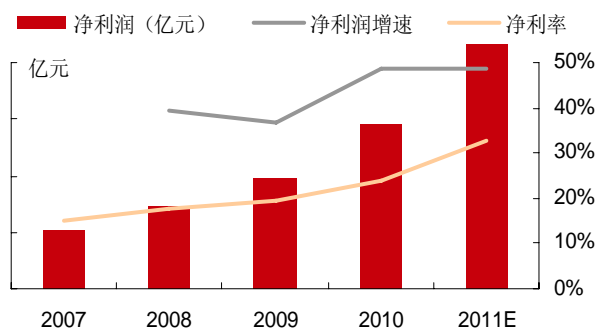
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：公司营业收入增速预测



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：公司净利润增速预测



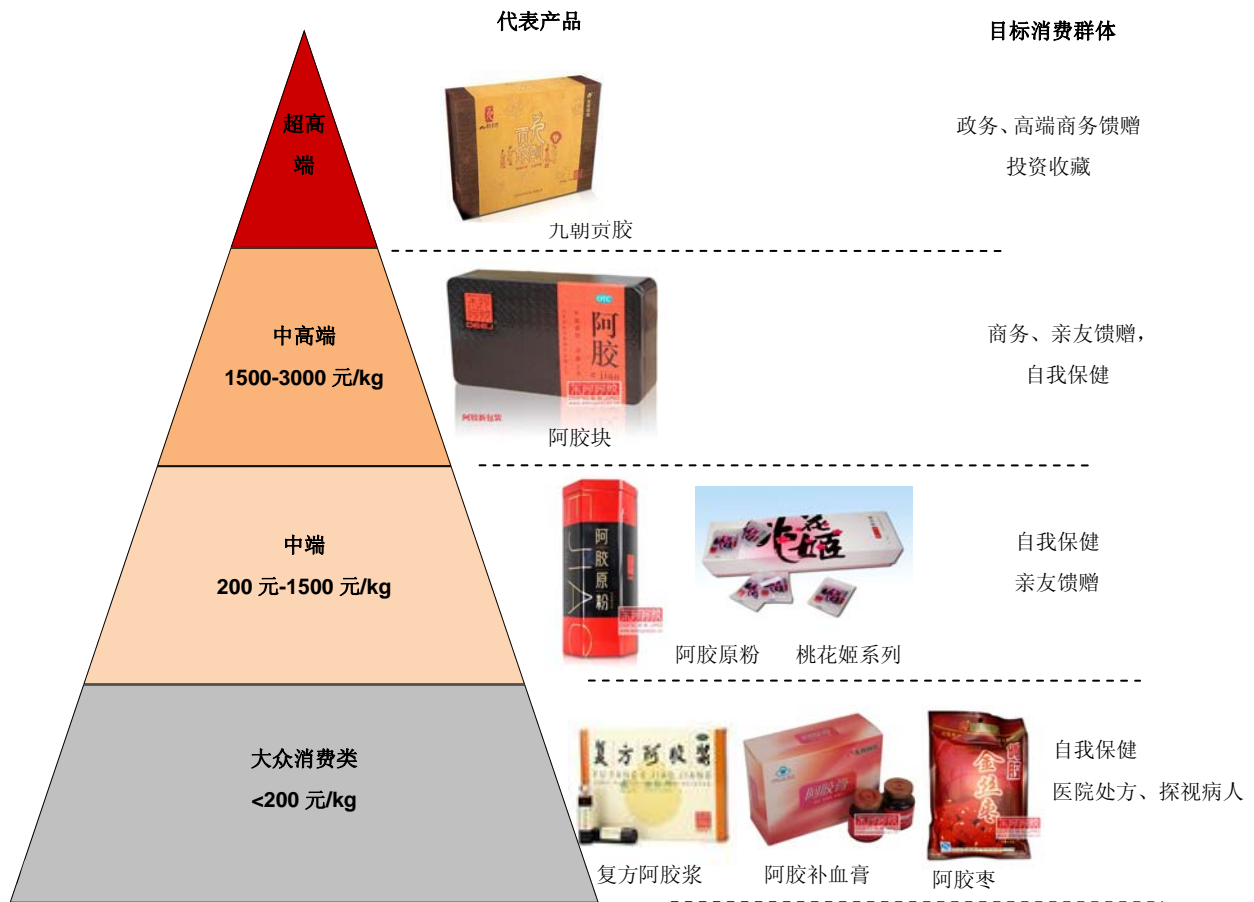
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：公司在 2010 年 8 月出售山东阿华医药贸易有限公司 36% 的股权，造成 2011 年销售收入增速下滑

深耕渠道品牌升级，进军健康服务业

随着中国社会经济的快速发展和人民生活水平的提高，人们对健康的关注已经从“治已病”到“治未病”，对于健康的防护和滋补逐渐成为市场主流趋势。阿胶及系列产品经证实医疗保健价值广泛，有补血、补钙、增强免疫力、抗衰老、抑止肿瘤发生等十大功能优势，药食同源的特性，为阿胶系列产品的开发提供了宝贵的资源。目前产品系列涵盖中药品种 32 个，保健品 20 种，食品 22 个，其中 8 个产品获得国家专利和国家中药保护品种，形成了“药品-保健品-食品”大消费领域战略格局。公司定位于抗疲劳、滋补养颜等保健诉求，对高潜力产品进行重新定位和开发，比如大力打造的桃花姬、固元糕及其桃花姬品牌产品线等。从消费者认知角度看，分别有 86%和 53%的消费者将东阿阿胶和补血、滋补的概念联系起来。

图 5：针对目标消费群体，实现“药品-保健品-食品”体系全覆盖



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

目前东阿阿胶有 OTC、医院、商超、自建直营店等多条销售管线：阿胶块与 20ml 复方阿胶浆约有 75% 的份额通过 OTC 销售，采取区域独家代理方式，积极实施渠道扁平化策略，二级分销商向全国商业前 5 强集中，实现大中城市的主流药店全部覆盖；15% 的产品（主要是复方阿胶浆）通过医院渠道销售，以 1800 家城市医院为核心，努力开辟新农合市场；保健品以商超为主，选择与沃尔玛、家乐福等中高端卖场直接对接，重点打造保健品产品。同时建立电子商务和网络销售体系，目前已进驻淘宝、

京东等主要 B2C 平台，并开拓电视购物、会员制等新销售渠道。未来 OTC、商超、医院的销售比重将逐步调整到 5: 3: 2。

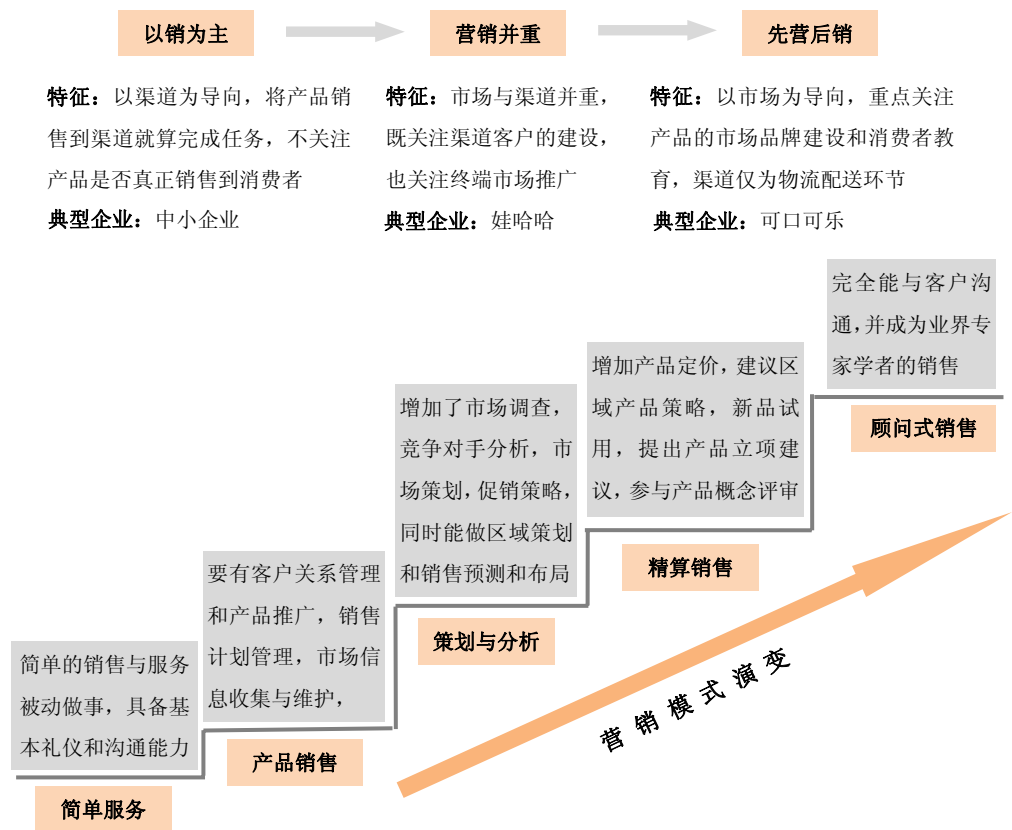
公司专门成立了健康事业部，旨在将西方的健康管理理念和阿胶传统养生文化相结合，以养颜养生馆为平台，以国医大师为主体，以四季养生膏方为载体，快速切入健康服务产业。在重点城市开设品牌旗舰店、专卖店和店中店，通过体验营销、服务营销和会员制管理，为消费者提供阿胶磨粉、代客熬胶、阿胶牛奶品尝、阿胶鉴别、四季养生辅导、个性化膏方推荐、阿胶膳食推广、阿胶文化展示等增值服务，通过养生论坛、会员沙龙、中医坐诊、养生档案的建立等健康服务，传播阿胶滋补和养生文化，为消费者提供健康解决方案，实现从产品制造者向健康方案提供者转型，未来几年专卖店将由目前的 30 多家拓展到将近 100 家。

图 6：通过健康管理服务和营销文化，满足主要消费群体的价值诉求



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7：营销发展阶段及演变模式



资料来源：维普资讯，华泰联合证券研究所

目前正在建的阿胶生物产业园，以工业旅游的创新理念，把阿胶的文物史料、名人轶事、历代医案、经典验方用方等做成文化产品同实物产品一块出售，预计将于 2013 年底投产，年生产能力将达到 65000 万支复方阿胶浆、200 吨传统阿胶、600 吨阿胶新剂型以及 3000 吨阿胶水晶枣等系列保健品，继续围绕阿胶主业打造多元化产品格局。

资源在手，定价无忧

公司原材料的采购采取集中收购、建设原料基地和组织进口三种模式。由于毛驴繁殖周期较长，养殖效益低于其他畜禽类，同时不适合大规模规模养殖，导致毛驴存栏量以每年 3.5% 的速度递减，驴皮供应呈逐年下降趋势。目前全国毛驴存栏量约 600 万头，按 20% 的自然出栏率，每年驴皮供应在 120 万张。按公司 2010 年的阿胶产量计算，预计驴皮的年使用量在 80~90 万张左右，考虑其中约有 10 万张来源进口，则国内驴皮约有 60%~70% 为公司使用。

通过积极探索“公司+基地+农户”等符合市场和产业规律的产业模式，公司投资近 3 亿元，在山东、辽宁、新疆、内蒙等地建立了 13 个标准化养驴示范基地，成为行业内唯一做养驴基地建设的企业。原料基地采取与政府合作，广泛建立良种驴育种中心和良种驴改良站，通过实施配种登记、疫病防治、养殖指导、死亡登记、后裔测定等科学工程，提供质量可追溯的驴皮，实现整个养殖、生产、销售链条上的质量可控。未来公司将从国内及国外两个市场进一步加强对驴皮资源的掌控，十二五末养殖基地计划扩展到 20 个，同时针对墨西哥、巴基斯坦以及巴西等资源丰富国家加大进口力度（目前国内企业仅有东阿阿胶拥有国外进口驴皮的资质），进一步保障原料供应。

图 8：全产业链价值凸显



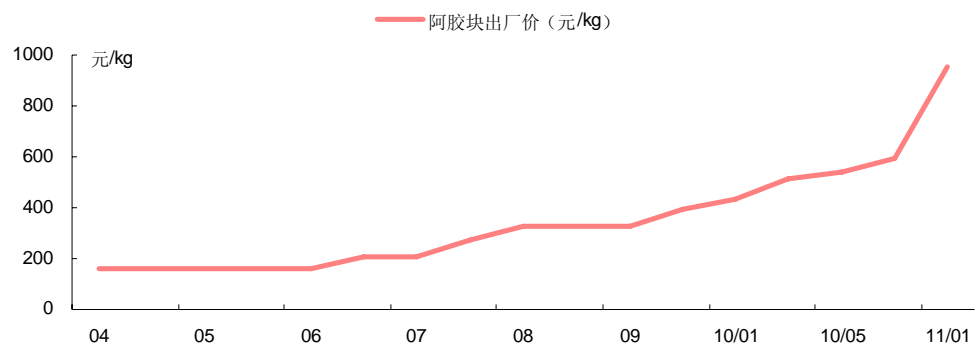
资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

阿胶块销量恢复，资源品牌溢价仍待挖掘

消费群体重建，控量提价塑造高端形象

阿胶块出厂价从 2004 年的 158 元/kg 提高到目前的 954 元/kg，年复合增长约 30%。2010 年连续提价使销售明显放缓，2011 年初价格大幅提高 60% 后，我们测算销量曾一度下滑至 40%，目前销量下降幅度环比已有所缩窄，在逐渐消化提价影响后，部分刚性的送礼需求将推动销量回归正常，带来销量环比反弹。四季度为传统消费旺季，经我们的市场调研，济南、上海药店及专卖店销售已经基本恢复至去年同期水平。我们预计全年阿胶块销量约为 1350 吨左右，同比减少约 25%。随着消费群体的重建，2012 年销量将实现平稳增长。

图 9：阿胶块价格年复合增长率为 30%



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 1：阿胶块销量变动测算

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
阿胶块价格同比	50.15%	64.10%	66.77%	51.65%	95.49%	78.88%	76.01%
母公司营收同比	109.88%	30.89%	7.67%	11.92%	29.77%	3.68%	33.50%
阿胶块销量同比	39.78%	-20.24%	-35.44%	-26.20%	-33.62%	-42.04%	-24.16%
阿胶块价格环比	24.17%	9.29%	1.62%	9.96%	60.07%	0.00%	0.00%
母公司营收环比	-9.16%	-4.29%	-17.94%	56.87%	5.32%	-23.53%	5.66%
阿胶块销量环比	-26.84%	-12.43%	-19.25%	42.66%	-34.20%	-23.53%	5.66%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：阿胶块及复方阿胶浆主要通过母公司进行生产，我们近似以母公司营收测算阿胶块销量变动

公司执行“控量提价”策略，以巩固其补益类中药高端品牌地位，客户定位城市中高端消费人群，按 1500 吨年产量计算，全国目标客户约为 300 万人，这部分群体收入水平高，保健意识强，有虫草、海参等名贵滋补品的消费习惯，对价格不敏感，完全有能力承受价格提升。1980~2010 年间，虫草涨价 800 多倍，而阿胶仅 50 倍，提价幅度和日服用费用都远小于同类滋补品，未来阿胶块将继续推进价值回归，提升品牌价值。

表 2：阿胶与同类滋补品比较性价比

滋补品种	功效诉求	单价 (元/kg)	日服用剂量	平均日费用 (元/天)
冬虫夏草	肺肾两虚、抗肿瘤、免疫提高	20 万	3-9g	600-1800

人参	补元气，补脾益肺，安神	5300（中等）	3-9g	16-48
海参	补肾益精，养血润燥	4000（80头）	6-10g	50-75
阿胶	补血养颜，提高免疫力，抗疲劳	1500	3-9g	5-14

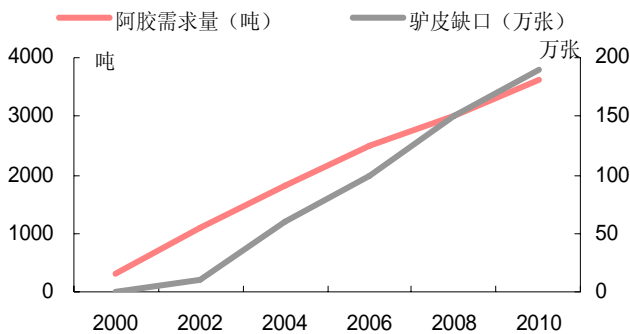
资料来源：健康网，华泰联合证券研究所

对手短期跟随提价，长期溢价扩大

继东阿阿胶提价后，福胶、同仁堂阿胶块价格也先后上调，目前福牌阿胶价格为东阿的 70%，同仁堂价格为东阿的 77%，我们认为公司战略性逐步放弃低端市场，短期可能由竞争对手补位，但阿胶供应缺口长期存在，随着驴皮资源紧缺加剧，将导致整个阿胶产品价格上涨，竞争对手价格优势减弱。

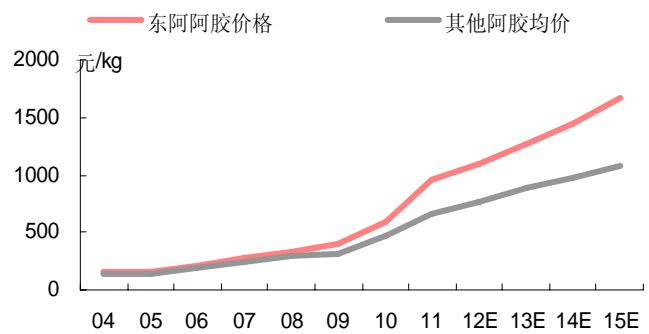
行业调查显示，2000~2010 年国内市场对阿胶的需求量增长逾 13 倍，而毛驴供给从 2002 年开始出现缺口后，缺口逐年递增，2008 年预计在 160 万张以上，目前整张驴皮每吨价格已升至 3 万元以上，终端需求的持续旺盛仍将促使未来几年驴皮价格涨幅在 15% 以上，一部分质量掺假、无品牌渠道的中小阿胶企业将被淘汰出局。而公司对资源、技术标准、品牌终端等产业链各环节的强力控制，将保证提价空间远远高于竞争对手，绝对价格提升的必然使得长期价差逐步扩大。

图 10： 驴皮供应相对需求缺口扩大



资料来源：《中药材在线》，华泰联合证券研究所

图 11： 资源品牌溢价将逐步体现



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们以 2011 年产品价格和经营数据为基础，假设价格上涨 10%，将增厚 EPS0.06 元；销量提高 100 吨，将增厚 EPS0.04 元。

表 3： 阿胶块价格/销量变动对 2011 年 EPS 的敏感性分析

		阿胶块提价幅度					
EPS		0	10%	20%	30%	40%	50%
销量 (吨)	1300	1.30	1.36	1.41	1.46	1.51	1.56
	1400	1.34	1.40	1.46	1.51	1.57	1.62
	1500	1.38	1.44	1.50	1.56	1.62	1.68
	1600	1.42	1.49	1.55	1.62	1.68	1.74
	1700	1.46	1.53	1.60	1.67	1.74	1.80
	1800	1.50	1.58	1.65	1.72	1.79	1.86

资料来源：华泰联合证券研究所

注：2011 年销量假设 1350 吨为基础测算

进入基药增补目录，复方阿胶浆销量复合增速超 20%

据世界卫生组织报道，中国是世界上贫血疾病的高发区，其中男性发病率为 20%，女性发病率为 47%，18 岁以下儿童及青少年潜在发病率则高达 69%。在上述群体中，女性发病率远高于男性，成年女性发病率较男性高出 10.2%。目前国内补血类产品的市场规模大约为 30~40 亿元，其中阿胶类市场占 8 成多。在阿胶类补血药品中，服用最为方便的剂型是口服液体剂型。公司独家品种复方阿胶浆，在补血市场上一直处于遥遥领先的地位。健康网零售研究数据库统计显示：2011 年 1-10 月北京、上海、天津 3 个城市零售药店补血类产品中，复方阿胶浆占据了 92% 的绝对优势。

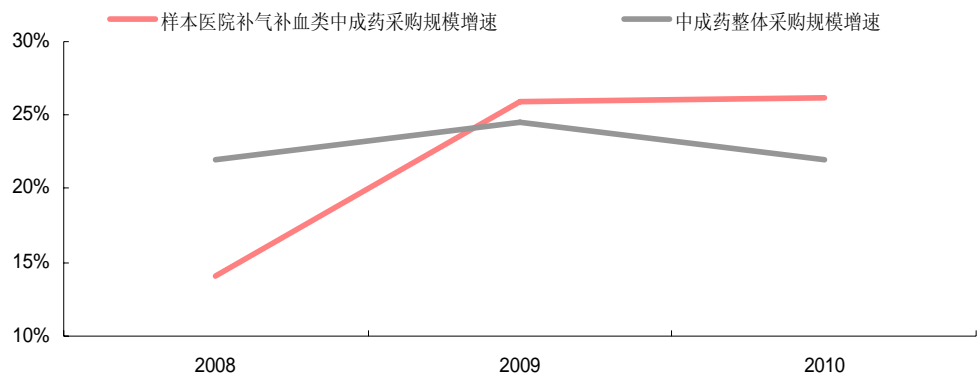
表 4：2011 年三大城市零售药店补血产品销售排行

排名	药品名称	市场占有率
1	复方阿胶浆（东阿）	92.0%
2	康富来血尔口服液	3.2%
3	长兴牌血红素铁补铁片	1.0%
4	总统牌参铁阿胶口服液	0.8%
5	尤维斯蛋白铁软胶囊	0.7%

资料来源：健康网，华泰联合证券研究所

近几年补气补血类中成药医院采购规模保持在 25% 以上，2009 年阿胶类补血中成药增长率达高达 38%，远高于中成药 23% 的总体采购增长率。

图 12： 样本医院补气补血类中成药加速增长



资料来源：SFDA，华泰联合证券研究所

表 5：样本医院阿胶补血类中成药采购中，东阿复方阿胶浆位列首位

排名	2008	2009	2010
1	复方阿胶浆（东阿）	复方阿胶浆（东阿）	复方阿胶浆（东阿）
2	阿胶胶囊（福胶）	阿胶胶囊（福胶）	阿胶胶囊（福胶）
3	阿胶（东阿）	阿胶当归胶囊（方舟）	阿胶当归胶囊（方舟）
4	阿胶（辅仁堂）	阿胶（东阿）	阿胶（东阿）
5	阿胶（河北永丰）	阿胶养血颗粒（华佗）	复方阿胶胶囊（东阿）
6	阿胶养血颗粒（华佗）	阿胶（同仁堂）	阿胶补血膏（东阿）

资料来源：SFDA，华泰联合证券研究所

今年复方阿胶浆进入十几个省份的基本药物增补目录，大部分地区中标价格较上年有所提升，2012 年将作为基药执行完整年份受益。产业园技术改造项目的投产将进一步扩大复方阿胶浆产量，保障处方市场的深度和广度延伸，预计 2012 年产品销售将突破 10 亿，未来三年复方阿胶浆销量将保持 20% 的复合增长率。

表 6： 2011 年基药中标省份及价格举例（规格：20ml*12）

中标省份	山东	吉林	辽宁	河北	江苏	贵州	内蒙	陕西	贵州	甘肃	军区
2011 年 中标价	30.5	33.5	33.6	29.1	29.3	31.0	29.3	33.5 无糖	31	38.3 无糖	29.3
2010 年 中标价	未中标	未中 标	未中 标	27.5	29.3	未中 标	29.3	29.3	未中 标	未中 标	28.9

资料来源：药品招标信息网，华泰联合证券研究所

12 月 1 日起山东省物价局将复方阿胶浆主导剂型最高零售价格分别上调 30% 和 10%，为其他省份定价提供一定的参照，无疑为出厂价格提高打开了空间。

表 7： 主导剂型最高零售价分别上调 30% 和 10%

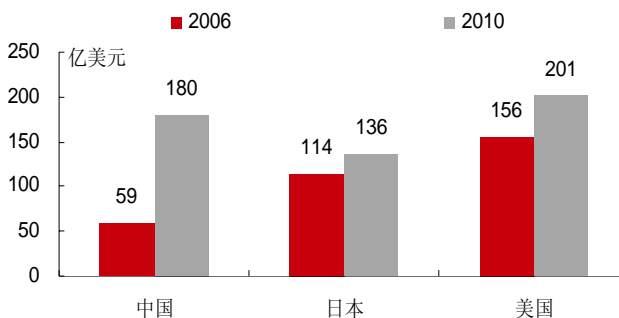
规格	提价后	提价前	提价幅度
20ml*12	3.9 元/支	3.0 元/支	30%
20ml*12（无糖）	4.3 元/支	3.9 元/支	10%

资料来源：山东省物价局，华泰联合证券研究所

阿胶衍生品成长尖兵，保健品未来增速超过 40%

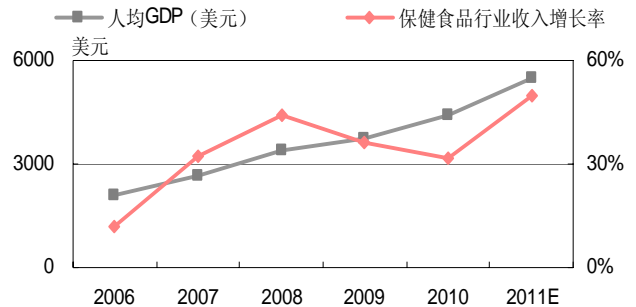
2010 年全球营养保健市场销售额已超过 730 亿美元，近 20 年来美国的保健品销量增长了 36 倍，日本增长了 32 倍，增速高于同期医疗市场的平均水平。国外经验表明，人均 GDP 从 3000 美元向 8000 美元过渡期间保健需求将快速释放，2006~2010 年中国保健品市场的复合增长率超过 30%，即将超越美国成为全球最大的保健品消费国。目前我国的中等收入群体比重还较小，大约只占全国从业人员的 20% 多，国内人均保健品支出仅为 80 元/年，是日本的 1/8，美国的 1/5，发展潜力仍十分巨大。近期中央经济工作会议首次提出“提高中等收入者比重”，在保健意识和人均收入双提升的持续刺激下，未来几年保健食品行业仍将保持 30% 的高速增长。

图 13： 中国保健品市场增速远高于主要消费国家



资料来源：中国保健协会，华泰联合证券研究所

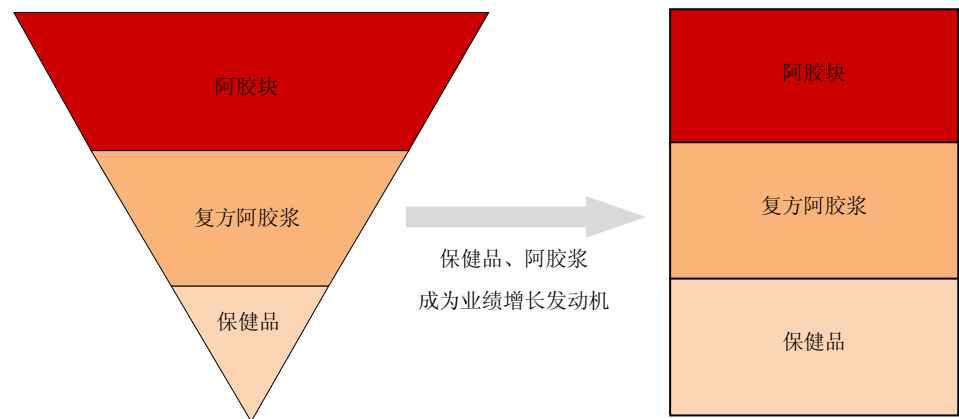
图 14： 人均 GDP 驱动保健食品行业快速增长



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

阿胶保健品目前规模2亿多，公司根据区域消费习惯差异，分区域选择重点品种。重磅品种桃花姬、阿胶原粉以“以内养外、吃出美丽”的全新“食”尚养颜理念，迅速占领一线城市白领市场，有望成为两个过亿品种，同时带动阿胶水晶枣、阿胶膏、阿胶胶囊等高潜力即食系列。产品通过大中城市的商超，以及专卖店和店中店（与华润万家合作）等多种形式铺货，营销网点遍布全国31个省市。全国设立33个办事处，协助理顺渠道和终端价格维护，营销激励上采取“底薪+奖金+超额激励”模式，我们预计保健品未来销售增速在40%以上，十二五末将形成阿胶块、复方阿胶浆、食品保健品三足鼎立的产品格局。

图 15： 三足鼎立产品结构渐成

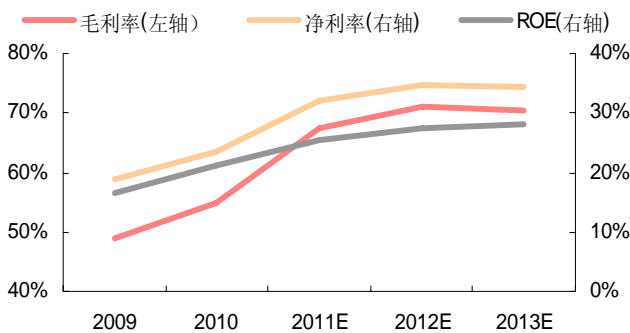


资料来源：SFDA，华泰联合证券研究所

聚焦阿胶主业，盈利和运营效率进入上升通道

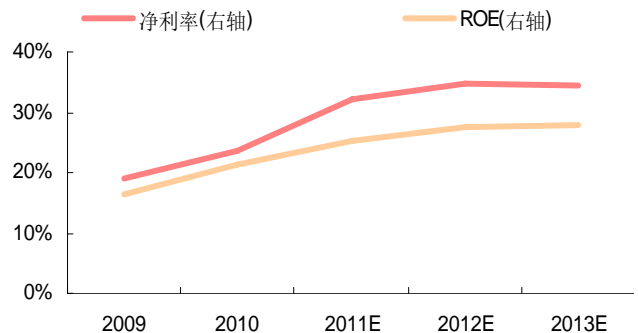
公司大股东华润集团医药产业已经朝中药、化学药、医疗器械、保健品和医药流通五大业务平台整合，整体上市已在市场预期之中。预计集团对公司的考核将更加严格，同时华润在分销渠道上的资源会继续为东阿阿胶所用，协助国内深度渠道和开拓海外市场。公司在出售旗下商业公司股权后，其余的制药、包装印务、医疗器械等非主业板块也有望陆续剥离给大股东，不但可以确定性的提升公司盈利能力，还可以减少非关联性业务对资金、人员等资源的占用，有利于聚焦阿胶主业，促使业绩和估值双提升。

图 16： 毛利率呈逐年上升趋势



资料来源：中国保健协会，华泰联合证券研究所

图 17： 净利率&ROE 进入上升通道



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

基于前面部分的假设与计算，我们对业绩预测结果汇总如下：

表 8：各业务收入及盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
阿胶及系列	1,801.5	2,359.1	3,113.0	3,944.0
增长率	32%	31%	32%	27%
毛利率	67.8%	70.3%	71.1%	71.0%
其中：阿胶块	846.0	1,100.8	1,418.8	1,761.2
增长率	46%	30%	29%	24%
毛利率	73.7%	81.0%	82.1%	83.2%
复方阿胶浆	680.0	843.2	1,113.0	1,369.0
增长率	22%	24%	32%	23%
毛利率	67.0%	65.1%	67.9%	69.3%
保健品等	275.5	415.2	581.2	813.7
增长率	24%	51%	40%	40%
毛利率	58.0%	52.6%	50.2%	47.7%
医药贸易	537.7	144.7	-	-
毛利率	3.7%	6.9%	-	-
辅料及其他	124.6	188.1	235.1	282.4
增长率	88.3%	62.2%	25.0%	20.1%
营业收入合计	2,463.8	2,691.9	3,348.1	4,226.4
增长率	18%	10%	24%	26%
毛利率	55.0%	67.4%	71.0%	70.5%

资料来源：，华泰联合证券研究所

注：商业子公司已全部出售给华润集团，2012年后不再有医药贸易收入。

估值与评级

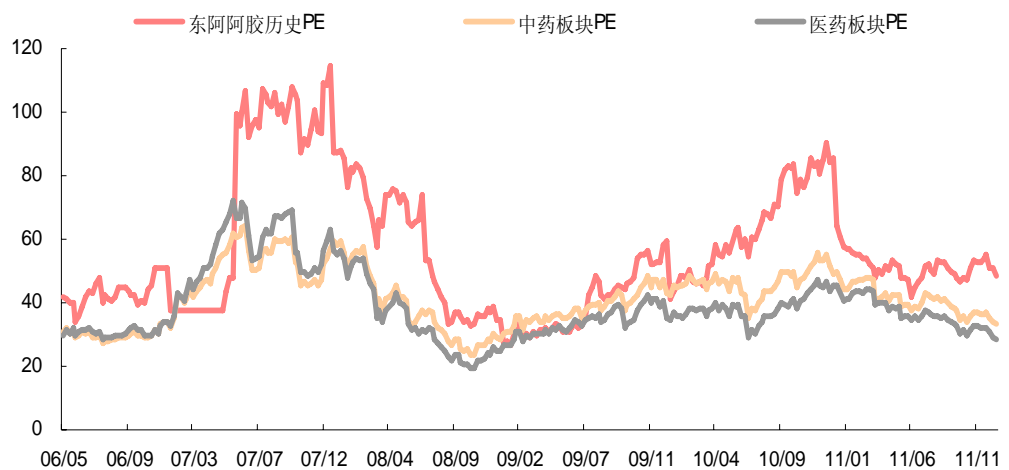
预计公司 2011~2013 年的营业收入分别为 26.9 亿元、33.5 亿元和 42.3 亿元，归属母公司净利润分别 8.7 亿、11.6 亿、14.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.32 元、1.77 元、2.23 元，复合增长率为 35.8%。目前股价对应 2011~2013 年 PE 分别为 32.6、24.3、19.3 倍，低于传统中药平均估值。公司聚焦阿胶主业，对产业链各环节掌控力不断提升，可享受高于行业的估值溢价。产品提价、保健品业务爆发、产业园投产进程的加快，都将为股价注入强心剂。结合历史估值和相对估值，2012 年合理 PE 估值区间为 30~33 倍，价值区间为 53.3~58.6 元，给予买入评级。

表 9: 可比公司估值比较

参照公司	代码	收盘价		EPS			PE			2010~2013	PEG
		2011-12-26	2011	2012	2013	2011	2012	2013	年复合增长率		
片仔癀	600436	72.92	1.76	2.20	2.74	41.4	33.1	26.6	25.5%	1.6	
同仁堂	600085	14.45	0.34	0.43	0.54	42.3	33.4	26.7	27.1%	1.6	
益盛药业	002566	28.31	1.00	1.28	1.80	28.3	22.1	15.7	31.4%	0.9	
江中药业	600750	28.5	0.75	1.09	1.46	38.1	26.1	19.5	20.3%	1.9	
可比公司平均						37.5	28.7	22.1	26.1%	1.5	
东阿阿胶	000423	43.10	1.32	1.77	2.23	32.6	24.3	19.3	35.9%	0.9	

资料来源: WIND 一致预期, 华泰联合证券研究所

图 18: 公司历史估值相对行业享有溢价



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

风险提示

短期经济下滑引发的消费增速缓慢;

公司尚未完全垄断上游驴皮资源, 在不断提价的情况下, 有可能给竞争对手留下市场空白。

盈利预测

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	2502	2876	3540	4532	营业收入	2464	2692	3348	4226
现金	1133	1338	1732	2294	营业成本	1109	876	972	1245
应收账款	129	255	318	401	营业税金及附加	23	29	36	46
其他应收	25	116	145	182	营业费用	482	507	643	804
预付账款	49	42	45	58	管理费用	207	292	358	438
存货	194	422	468	599	财务费用	-21	-20	-25	-28
其他流动	972	704	832	997	资产减值损失	7	5	5	5
非流动资产	1096	1507	1715	1906	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	74	88	88	88	投资净收益	40	47	51	56
固定资产	400	432	490	624	营业利润	697	1048	1410	1774
无形资产	128	121	114	107	营业外收入	6	5	0	0
其他非流	494	866	1024	1088	营业外支出	2	2	0	0
资产总计	3598	4384	5255	6438	利润总额	701	1051	1410	1774
流动负债	719	830	810	896	所得税	107	169	227	285
短期借款	0	50	0	0	净利润	594	882	1183	1488
应付账款	194	146	162	207	少数股东损益	12	17	23	28
其他流动	525	634	648	688	归属母公司净利	582	865	1161	1460
非流动负债	62	50	50	50	EBITDA	725	1082	1449	1825
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.32	1.77	2.23
其他非流	62	50	50	50					
负债合计	780	880	860	946					
少数股东权	74	91	113	142	主要财务比率				
股本	654	654	654	654	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	689	689	689	689	成长能力				
留存收益	1400	2069	2939	4008	营业收入	18.5%	9.3%	24.4%	26.2%
归属母公司股	2743	3413	4282	5350	营业利润	48.0%	50.4%	34.5%	25.8%
负债和股东	3598	4384	5255	6438	归属母公司净利	48.5%	48.6%	34.1%	25.8%
					获利能力				
					毛利率(%)	55.0%	67.4%	71.0%	70.5%
					净利率(%)	23.6%	32.1%	34.7%	34.5%
					ROE(%)	21.2%	25.4%	27.1%	27.3%
					ROIC(%)	45.7%	58.1%	62.4%	62.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.7%	20.1%	16.4%	14.7%
					净负债比率(%)	0.00%	5.68%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.48	3.47	4.37	5.06
					速动比率	3.21	2.96	3.79	4.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.67	0.69	0.72
					应收账款周转率	19	13	11	11
					应付账款周转率	6.28	5.16	6.32	6.75
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.89	1.32	1.77	2.23
					每股经营现金流	0.97	1.16	1.41	1.74
					每股净资产(最)	4.19	5.22	6.55	8.18
					估值比率				
					P/E	48.41	32.57	24.28	19.31
					P/B	10.28	8.26	6.58	5.27
					EV/EBITDA	37	25	18	15

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层

邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932

传真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层

邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028

传真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究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。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司