

张明芳 葛岩
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年4月10日

东阿阿胶(000423.SZ)/16.81元

引入控制营销进入价量齐升良性循环，奠定长期投资价值

日用消费·医药

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2380
总股本(万股)	52376
已上市流通股(万股)	40245
总市值(亿元)	88
流通市值(亿元)	68
每股净资产(MRQ)	2.68
ROE(TTM)	20.4
资产负债率	23.4%
主要股东	华润东阿阿胶有限公司
主要股东持股比例	23.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	10	-32
相对表现	-13	-16	0



相关报告

- 1、东阿阿胶深度研究——引进多位腕级营销高手，突破就从09年起步 2009/2/24
- 2、东阿阿胶——获得15%高新技术企业所得税资格认定，上调业绩预测 2009/2/6
- 3、医药行业月报(09年1月)——重点公司年报前瞻、政策解读和展望 2009/1/22
- 4、医药行业2009年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域 2008/12/3
- 5、东阿阿胶现场交流会议纪要——引进外部销售人才，医院市场有望率先获得突破 2008/10/16

报告原因：我们近期调研&公司公布08年报。

- 引入控制营销大幅提升销售执行力，09年进入价量齐升良性循环。总经理秦玉峰先生以一贯的进取和魄力，08年10月相继从外部引进3位腕级营销高手，1季度已搭建了可控的、富有竞争力的渠道和终端利益链，1季度严格控货，二线产品提价30%~50%保利润，以铁手腕进行渠道和终端管控，通过协议定向销售，控制价格、流向和存货，渠道和终端利润空间都获得较大提升，保证了价格到位，为2季度提价和拉动终端销量增长做好了准备。4月1日固体阿胶继续提价10%，固体阿胶经过06~08年持续大幅提价，销售额相对于05年已经翻番增长到了6亿元。公司产品增长策略09年开始聚焦于第二大产品“复方阿胶浆”。外部引进的营销副总和医院总监主攻复方阿胶浆销量增长，复方阿胶浆4月1日提价6%，今年可能再次提价，其提价利润全部用于拉动终端销量增长，复方阿胶浆未来增长来自医院、新农合和城市亚健康2亿人群，09年以公益性赠送给高考学生为突破口，逐步培育新消费人群。
- 调整业绩预测，预计09~11年增速逐年加快，净利润复合增长44%。2010年和2011年复方阿胶浆OTC和医院终端销售收入增长39%和29%、阿胶保健食品09年建立样板商超盈利模式、逐渐贡献利润，固体阿胶每年提价10%，09~2011年净利润将同比增长39%、42%和46%，考虑认股权证行权，实现EPS0.61元、0.72元和0.91元。预计今年1、2季度短期业绩平稳，股价回落是介入时机，建议长线投资者择机介入和持有，维持“强烈推荐-A”评级。
- 08年报业绩完全符合我们08年7月22日报告所作调整。08年销售收入和净利润分别同比增长22%和39.5%，EPS0.55元，每股经营现金流0.57元，拟每10股派现2元。阿胶及系列产品合并销售收入10.5亿元，同比增长10%，毛利率同比下降了2.6个百分点。母公司08年销售收入和净利润分别同比增长了12%和70%，其中，第四季度销售收入同比仅增长3%。第四季度控货完全符合我们预期。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1381	1686	2023	2529	3212
同比增长	28%	22%	20%	25%	27%
营业利润(百万元)	299	343	476	689	1008
同比增长	28%	15%	39%	45%	46%
净利润(百万元)	206	287	400	567	830
同比增长	38%	39%	39%	42%	46%
每股收益(元)	0.39	0.55	0.61	0.72	0.91
PE	42.8	30.7	27.5	23.3	18.6
PB	7.2	6.3	4.9	4.7	4.3

资料来源：招商证券

正文目录

一、销售“质”和“量”进入向上拐点时期，强烈推荐	3
1、产品独特，潜力巨大，多年文化营销奠定了坚实的阿胶消费基础	3
2、管理层进取有魄力，外部引进营销人才，执行力 09 年大幅提升	3
3、1 季度控货彻底，已搭建可控的、富有竞争力的渠道和终端利益链，各级利润空间获得较大提升，价格到位和销量增长有保证	3
4、预计今年 1、2 季度短期业绩平稳，提供介入时机	4
二、调整 09 年业绩预测，预计 09~2011 年增速逐年加快，建议长线投资者择机介入和持有	4
1、调整 09 年业绩预测：净利润同比增长 39%，除权后 EPS 0.61 元	4
2、预计 09~2011 年业绩增速逐年加快，净利润复合增长 44%	4
三、引入控制营销，大幅提升销售力，进入价量齐升良性循环	5
1、铁手腕进行渠道和终端管控，重塑和维护销售利益链，渠道和终端利润空间获得较大提升，价格到位和销量增长有保证	5
2、终端拉动，下半年进入价量齐升良性循环	6
四、中长期具备整合阿胶产业前景	7
五、08 年报分析：业绩完全符合我们 08 年 7 月 22 日报告所作调整	7
1、合并报表业绩：第四季度有所控货，符合我们 7 月 22 日报告判断	7
2、母公司报表业绩	8
3、经过 1 季度严格控货，目前渠道终端存货正常，保证了 2 季度产品全线提价及早到位	8

图表目录

图 1：两大主导产品销售增长预测，其中 09~11 年为预测数	5
图 2：两大主导产品渠道和终端管控	5
图 3：3 个销售终端 09 年全面突破	6
图 4：东阿阿胶分布在全国的 13 个驴皮原料基地	7
图 5：阿胶系列收入及增长率	8
图 6：阿胶系列毛利率	8
表 1：东阿阿胶 08 年合并报表、母公司报表财务指标	9
表 2：东阿阿胶分行业销售和盈利分析	9
表 3：东阿阿胶分产品销售和盈利分析	9
表 4：东阿阿胶单季度、季度累计财务指标	10

一、销售“质”和“量”进入向上拐点时期，强烈推荐

1、产品独特，潜力巨大，多年文化营销奠定了坚实的阿胶消费基础

东阿阿胶 2000 多年历史，出自宫廷御用，品牌强大，产品八大疗效确切，消费者忠诚度高，不仅有效治疗贫血和肿瘤，升高红细胞和白细胞，而且，其抗缺氧、提高免疫力、美容养颜等功效适用于亚健康人群滋补养生，公司目前阿胶系列产品 11 亿元销售额仅开发了 10%以贫血为主的小市场，未来至少有 40 亿元市场潜力。

公司 06 年新管理层上任以来，在总经理秦玉峰先生的带领下，持续实施阿胶价值回归和文化营销，已经打下了良好的滋补养生根基。

2、管理层进取有魄力，外部引进营销人才，执行力 09 年大幅提升

2006~2008 年，东阿阿胶在总经理秦玉峰先生的带领下，基于原料驴皮资源紧张、成本上涨，持续提价实施阿胶价值回归，主导产品“东阿阿胶”实现了销售收入翻番增长。

同时，公司发现：主导产品“复方阿胶浆”在 06~08 年销量增长乏力。“复方阿胶浆”由 10%阿胶和 90%中成药密制而成，是国家保密配方品种，适应症广泛，市场潜力至少 10 亿元。

08 年第三季度，阿胶产品渠道和终端存货较多，公司总经理秦玉峰先生表现出一贯的进取和魄力，首次大举从公司外部引进 3 位腕级营销高手，重新塑造与品牌阿胶相匹配的、可控制的、保护“产品——销售商——终端——消费者”链条各环节合理利益的营销体系，销售队伍的执行力 09 年获得大幅提升。

3、1 季度控货彻底，已搭建可控的、富有竞争力的渠道和终端利益链，各级利润空间获得较大提升，价格到位和销量增长有保证

公司从 08 年 10 月开始控制发货，09 年 1 季度，公司坚决控制发货，清理渠道和终端，与 60 家一级商、2000 家分销商和目标终端签订了定向销售协议，严格控制其流向和价格，杜绝了窜货和低价销售。

通过已搭建的可控的、富有竞争力的渠道和终端利益链，各级利润空间获得较大提升，渠道商的毛利率上升到 4%，终端销售毛利率上升到 20%，极大地激发了渠道和终端遵守公司销售规范、增加销量的积极性。

控制营销 1 季度已初见成效，渠道和终端饥饿保证了 2 季度提价后价格尽早到位。两大主导产品 4 月 1 日同时提价，东阿阿胶提价 10%，“复方阿胶浆”提价 6%，预计价格在 1 个月内完全到位，开始进入“阿胶提价、复方阿胶浆销量增长”的良性、健康、可持续发展的利润增长循环。

从销售角度，公司 09 年进入向上拐点。

4、预计今年 1、2 季度短期业绩平稳，提供介入时机

- ✓ 公司今年第 2 季度还将适度控货，继续巩固渠道、终端价格到位和合理货物量。产品提价利润能弥补控货导致的短期利润减少。
- ✓ 1 季度阿胶二线产品“补血膏”和“补血颗粒”普遍提价 30%~50%，贡献提价利润。

目前，渠道存货控制在 35 天以内、终端控制在 30 天以内的良好水平。

当前股价已经反应了公司 1、2 季度短期业绩平稳的预期，公司 09 年营销根本变革，保障了长期持续健康较快增长，我们建议长线投资者在此期间适时介入。

二、调整 09 年业绩预测，预计 09~2011 年增速逐年加快，建议长线投资者择机介入和持有

1、调整 09 年业绩预测：净利润同比增长 39%，除权后 EPS 0.61 元

我们盈利预测基础和假设如下：

- ✓ 阿胶块提价 10%，考虑驴皮成本上涨，约贡献提价利润 5000 万元。
- ✓ 复方阿胶浆 09 年提价 6%，提价利润 3000 多万元，用于拉动终端销量增长，下半年可能再次提价，提价利润全部投入到拉动终端，预计 09 年贡献新增销售收入 1.3 亿元和净利润 5000 万元。
- ✓ 医院终端 09 年销售额翻番，达到 1.2 亿元，贡献新增利润 1100 万元。
- ✓ 保健食品 09 年以建立样板商超盈利模式为主，盈亏平衡。
- ✓ 我们预计：09 年营业费用率略有上升，产品全线提价驱动毛利率上升。

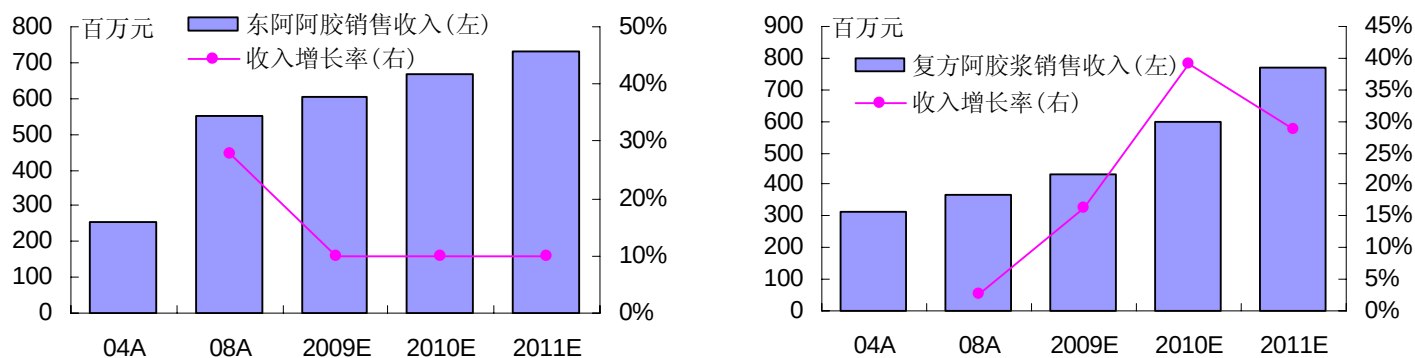
综合，我们预计公司 09 年业绩增速逐季上升，全年净利润同比增长 39%，考虑认股权证行权，摊薄 25%后实现 EPS0.61 元。

2、预计 09~2011 年业绩增速逐年加快，净利润复合增长 44%

09 年，公司建立和维护“渠道—终端”利益链条、终端拉动“复方阿胶浆”销量增长 16%，我们预计：2010 年和 2011 年复方阿胶浆 OTC 和医院终端销售收入增长 39%和 29%、阿胶保健食品逐渐贡献利润，2010 年和 2011 年净利润将同比增长 42 和 46%，考虑认股权证行权，实现 EPS0.72 元和 0.91 元。

当前股价对应的 09~11 年动态 PE 分别为 27 倍、23 倍和 19 倍，09 年预测 PE 并无明显低估，公司 09 年营销转型，营销模式和销售质量更为健康、长期可持续较快增长确定性强，维持“强烈推荐—A”评级。建议长线投资者择机介入和持有。

图 1 是我们对两大主导产品 09~11 年销售增长预测。“复方阿胶浆”销售增长率将超过固体阿胶，是最主要利润增长点。

图1: 两大主导产品销售增长预测, 其中09~11年为预测数


资料来源: 招商证券

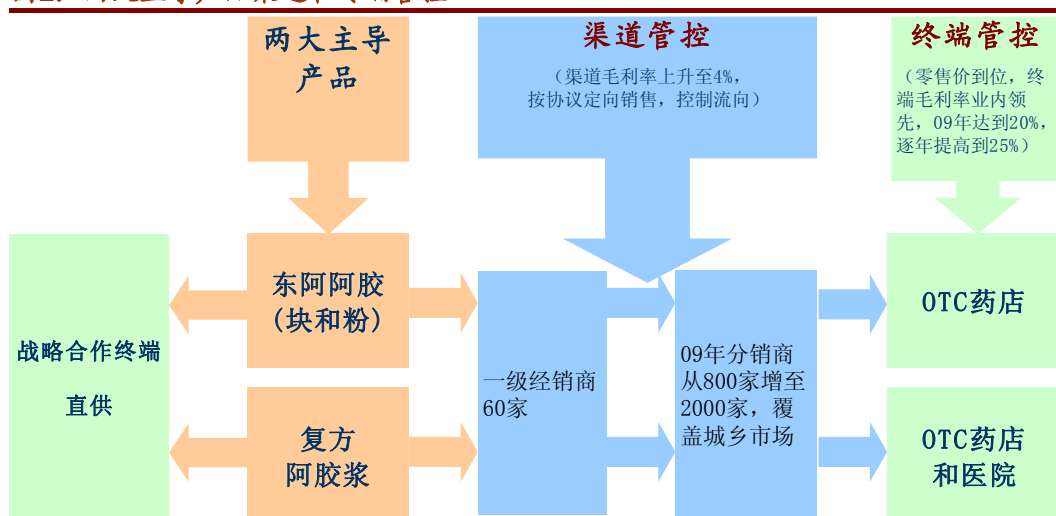
三、引入控制营销, 大幅提升销售力, 进入价量齐升良性循环

1、铁手腕进行渠道和终端管控, 重塑和维护销售利益链, 渠道和终端利润空间获得较大提升, 价格到位和销量增长有保证

09 年是公司营销转型之年。公司从第 1 季度开始, 以铁手腕进行渠道和终端管控, 坚决打击扰乱市场价格次序的销售商和终端, 重塑和维护与渠道、终端、消费者共赢的价值链, 渠道和终端利润空间获得较大提升。

如前面所述: 渠道销售商的毛利率上升到 4%, 尤其是终端销售毛利率上升到 20%, 2010 年将继续上升到 25%, 在业内富有吸引力, 极大地激发了渠道和终端遵守公司销售协议、增加销量的积极性。

对于战略合作终端, 公司采取直供, 充分让利终端。

图2: 两大主导产品渠道和终端管控


资料来源: 招商证券

2、终端拉动，下半年进入价量齐升良性循环

阿胶持续平稳提价

1 季度明显控货 55%，2 季度适度控货，4 月 1 日阿胶提价 10%，提价利润弥补 1、2 季度控货导致的利润减少。

复方阿胶浆新增新农合和城市亚健康消费人群

4 月 1 日复方阿胶浆提价 6%，今年可能再次提价，提价利润全部用于拉动终端销量增长。复方阿胶浆今年开始加大新农合市场开发，收拢补血市场。公司 08 年已经进入 100 个县，09 年计划进入 1000 个县乡市场，以县级墙体广告“头晕、失眠、乏力就用复方阿胶浆”功能诉求点为广告拉动。

同时，公司瞄准城市亚健康 2 亿人群，从高考学生入手，以公益性赠送为突破口，逐步培育新消费人群。预计 09 年赠送价值 500~1000 万元复方阿胶浆产品给城市高考学生，这些人群在高考非常时期服用复方阿胶浆改善睡眠和记忆力后，不仅自身可能成为复方阿胶浆的忠诚消费者，而且其上大学、结婚生子后，其子女和父母也可能发展成为复方阿胶浆消费者。我们认为：公司以高考学生为突破口，能以“一代拉动三代人群”，效果事半功倍。

3 个销售终端 09 年全面突破

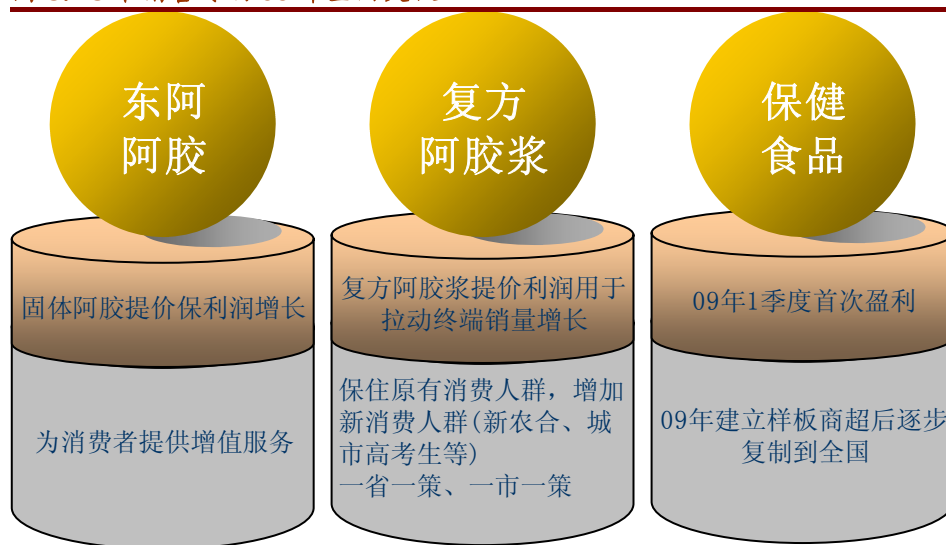
我们以图 3 描绘了公司阿胶系列产品在医院、OTC 和商超 3 个销售终端 09 年全面突破。

零售药店“复方阿胶浆”销量保回升、促增长。

医院市场翻番增长，带动 OTC 药店增长。

保健食品 09 年 1 季度首次盈利，复制样板商超模式，保持快速增长。

图 3：3 个销售终端 09 年全面突破



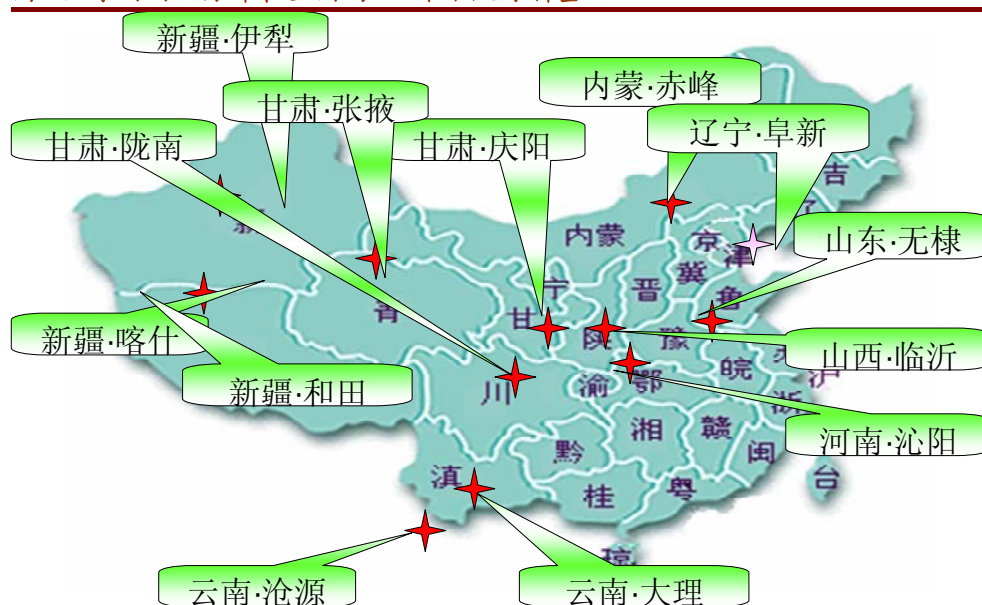
资料来源：招商证券

四、中长期具备整合阿胶产业前景

公司上游已建 13 个驴皮原料基地，控制和开发驴皮并举，其完整产业链具备收购和整合阿胶产业前景。养驴基地 2010 年供应驴皮开始陆续增加。

图 4 展示了东阿阿胶分布在全国的 13 个驴皮原料基地。

图 4：东阿阿胶分布在全国的 13 个驴皮原料基地



资料来源：招商证券研究

五、08 年报分析：

业绩完全符合我们 08 年 7 月 22 日报告所作调整

1、合并报表业绩：第四季度有所控货，符合我们 7 月 22 日报告判断

公司 08 年销售收入和净利润分别同比增长 22% 和 39.5%，其中，第四季度销售收入同比下降 2.8%。

实际所得税率 13%，实现 EPS0.55 元。每股经营现金流 0.57 元，拟每 10 股派现 2 元。销售毛利率和期间费用率分别同比下降了 3.6 和 2.2 个百分点。应收帐款周转率略降 5 次，存货周转率略升。

08 年阿胶及系列产品实现销售收入 10.5 亿元，同比增长 10%，占公司收入比重 61.8%，毛利率 64.6%，同比下降了 2.6 个百分点。

08 年阿胶保健食品销售收入 8183 万元，同比增长 5.4%，毛利率同比下降了 2 个百分点。

医药商业收入同比增长 31%，毛利率同比上升了 0.4 个百分点。

2、母公司报表业绩

母公司 08 年销售收入和净利润分别同比增长了 12% 和 70%，其中，第四季度销售收入同比仅同比增长 3%。我们测算：复方阿胶浆 08 年销量同比下降 6%。

我们曾在 08 年 7 月 22 日调整公司业绩预测跟踪报告中，提示市场：公司渠道和终端存货超量，未来需要时间消化。因此，第四季度和 09 年 1 季度控货完全符合我们预期。

实际所得税率 11%，销售毛利率和期间费用率分别同比下降了 3 和 1.5 个百分点。

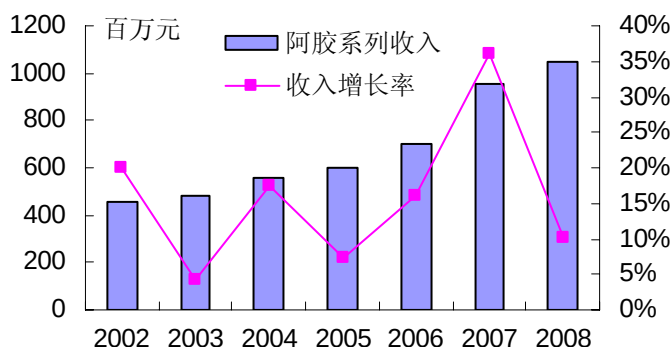
08 年母公司阿胶及系列产品实现销售收入 9.5 亿元，同比增长 11.7%，受驴皮成本上涨影响，毛利率 64.7%，同比下降了 2.2 个百分点，为产品继续提价预留了空间。

08 年母公司应收帐款周转率 71.8 次，同比下降了 50 次。

3、经过 1 季度严格控货，目前渠道终端存货正常，保证了 2 季度产品全线提价及早到位

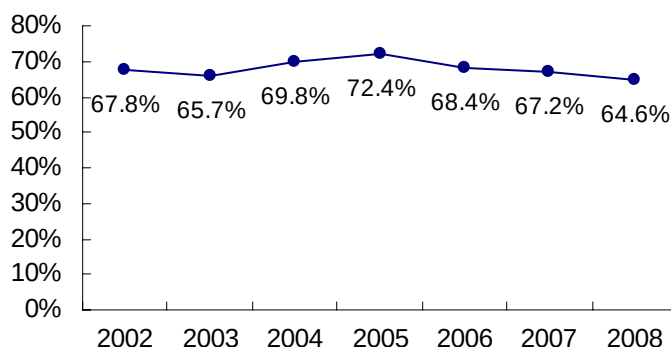
如前面所述，公司 09 年 1 季度严格控货，目前渠道终端存货正常，4 月 1 日对两大主导产品和二线产品全线提价，保证了 2 季度提价在 1 个月内到位。

图 5：阿胶系列收入及增长率



资料来源：公司报表，招商证券研究

图 6：阿胶系列毛利率



资料来源：公司报表，招商证券研究

表 1: 东阿阿胶 08 年合并报表、母公司报表财务指标

百万元、元	合并报表		母公司报表	
	08 年	同比增长率	08 年	同比增长率
营业收入	1686	22.1%	962	12.4%
营业成本	849	31.3%	348	22.6%
毛利率	49.6%	-3.6%	63.8%	-3.0%
营业费用率	20.8%	-1.4%	27.7%	-1.0%
管理费用率	8.2%	-0.8%	10.4%	-0.3%
财务费用率	-0.7%	-0.1%	-1.1%	-0.2%
期间费用率	28.4%	-2.2%	37.0%	-1.5%
营业利润率	20.3%	-6.1%	36.6%	20.3%
利润总额	341	13.8%	350	34.7%
利润率	20.2%	-1.5%	36.4%	6.0%
实际所得税率	13.2%	-16.6%	11.4%	-18.6%
净利润	287	39.5%	310	70.4%
净利率	17.0%	2.1%	32.2%	11.0%
应收账款周转率	18.6	-5.0	71.8	-50.40
存货周转率	5.0	0.3	3.8	-0.4
每股经营现金流	0.57	0.11	0.52	0.07

资料来源：公司年报，招商证券研究

表 2: 东阿阿胶分行业销售和盈利分析

分行业	主营收入			主营业务成本			毛利率		
	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比变化百分点
医药工业	1294	1149	12.6%	539	448	20.5%	58.3%	61.0%	-2.7%
医药商业	482	369	30.6%	462	355	30.1%	4.1%	3.7%	0.4%
其它行业	113	83	36.4%	62	43	44.2%	45.2%	48.2%	-3.0%
合计	1673	1375	21.8%	838	643	30.3%	49.9%	53.2%	-3.3%

资料来源：公司年报，招商证券研究

表 3: 东阿阿胶分产品销售和盈利分析

分产品	主营收入			主营业务成本			毛利率		
	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比变化百分点
阿胶及系列	1051	954	10.2%	372	312	19.0%	64.6%	67.2%	-2.6%
保健食品	82	78	5.4%	42	38	9.8%	49.2%	51.3%	-2.0%
医疗器械	49	39	25.7%	26	23	15.5%	46.8%	42.1%	4.7%
药用辅料	55	47	15.7%	44	37	18.5%	19.7%	21.6%	-1.9%
其他	651	483	34.8%	580	436	33.0%	11.0%	9.8%	1.2%
合计	1673	1375	21.8%	838	643	30.3%	49.9%	53.2%	-3.3%

资料来源：公司年报，招商证券研究

表 4: 东阿阿胶单季度、季度累计财务指标

单位: 百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	07A	08A
一、营业总收入	205	231	255	385	287	297	302	495	430	393	383	481	1381	1686
二、营业总成本	159	185	210	288	220	241	257	366	340	326	323	358	1084	1347
其中: 营业成本	103	109	114	148	119	142	158	228	231	220	212	186	647	849
营业税金及附加	2	3	2	4	3	2	2	5	3	3	3	5	13	13
销售费用	35	48	68	105	72	62	74	99	79	69	80	123	307	351
管理费用	22	26	25	38	29	33	25	37	32	30	31	46	125	139
财务费用	-2	-1	0	-2	-3	-1	-3	-2	-5	-2	-2	-2	-8	-11
资产减值损失	0	0	0	-5	0	3	0	-2	0	5	0	-1	1	5
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1	2	2	4
四、营业利润	46	46	45	97	68	57	46	129	90	68	61	125	299	343
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	1	2	2
减: 营业外支出	0	1	3	1	0	0	0	1	0	3	0	1	1	4
五、利润总额	46	45	42	96	68	57	47	129	90	66	60	125	300	341
减: 所得税	16	13	13	34	23	18	8	40	20	14	8	3	89	45
六、净利润	30	33	29	61	45	38	38	89	70	52	52	122	211	296
减: 少数股东损益	1	2	1	2	1	0	2	2	1	1	3	4	5	9
七、归属母公司所有者净利润	29	31	29	60	44	39	36	87	68	51	50	118	206	287
EPS	0.07	0.08	0.07	0.15	0.11	0.07	0.07	0.17	0.13	0.10	0.09	0.23	0.39	0.55
收入增长率	4%	33%	14%	12%	40%	28%	19%	29%	50%	32%	27%	-3%	28%	22%
毛利率	50%	53%	55%	61%	59%	52%	48%	54%	46%	44%	45%	61%	53%	50%
营业利润率	22%	20%	18%	25%	23%	19%	15%	26%	21%	17%	16%	26%	22%	20%
净利率	15%	14%	12%	16%	16%	13%	13%	18%	16%	13%	14%	25%	15%	18%
营业费率	17%	21%	27%	27%	25%	21%	24%	20%	18%	18%	21%	26%	22%	21%
管理费率	11%	11%	10%	10%	10%	11%	8%	7%	7%	8%	8%	10%	9%	8%
实际税率	34%	28%	30%	36%	33%	32%	18%	31%	23%	21%	14%	2%	30%	13%
净利润增长率	-1%	28%	16%	93%	48%	24%	27%	46%	57%	31%	36%	36%	38%	39%

资料来源: 公司年报, 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1064	1161	1998	2606	3462
现金	569	540	1313	1775	2443
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	216	240	287	359	456
应收款项	70	111	95	118	150
其它应收款	27	34	38	48	61
存货	150	191	213	246	284
其他	32	46	51	59	68
非流动资产	543	732	711	691	673
长期股权投资	112	112	112	112	112
固定资产	250	321	307	295	284
无形资产	85	81	73	65	59
其他	95	218	218	218	218
资产总计	1607	1893	2708	3297	4135
流动负债	344	435	399	429	463
短期借款	4	1	1	1	1
应付账款	80	96	107	123	143
预收账款	55	93	80	93	107
其他	205	244	211	211	212
长期负债	0	9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	9	0	0	0
负债合计	344	443	399	429	463
股本	524	524	655	786	916
资本公积金	123	123	570	570	570
留存收益	576	758	1028	1438	2084
少数股东权益	40	45	57	76	102
母公司所有者权益	1223	1405	2252	2793	3570
负债及权益合计	1607	1893	2708	3297	4135

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	240	297	333	481	707
净利润			400	567	830
折旧摊销			24	23	21
财务费用			(7)	(11)	(15)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(97)	(118)	(158)
其它			12	20	29
投资活动现金流	(76)	(67)	(4)	(3)	(3)
资本支出			(3)	(3)	(3)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	(78)	(110)	444	(15)	(37)
借款变动			(0)	0	0
普通股增加			131	131	131
资本公积增加			446	0	0
股利分配			(131)	(157)	(183)
其他			(2)	11	15
现金净增加额	86	120	773	462	667

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1381	1686	2023	2529	3212
营业成本	647	849	947	1092	1262
营业税金及附加	13	13	16	20	26
营业费用	307	351	425	531	668
管理费用	125	139	166	207	263
财务费用	(8)	(11)	(7)	(11)	(15)
资产减值损失	1	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	0	0	0
营业利润	299	343	476	689	1008
营业外收入	2	2	0	0	1
营业外支出	1	4	0	0	1
利润总额	300	341	476	689	1008
所得税	89	45	63	103	151
净利润	211	296	413	585	856
少数股东损益	5	9	13	18	27
母公司所有者净利润	206	287	400	567	830
EPS (元)	0.39	0.55	0.61	0.72	0.91

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	28%	22%	20%	25%	27%
营业利润	28%	15%	39%	45%	46%
净利润	38%	39%	39%	42%	46%
获利能力					
毛利率	53.2%	49.6%	53.2%	56.8%	60.7%
净利率	14.9%	17.0%	19.8%	22.4%	25.8%
ROE	16.8%	20.4%	17.8%	20.3%	23.2%
ROIC	16.1%	19.8%	17.6%	20.1%	23.0%
偿债能力					
资产负债率	21.4%	23.4%	14.7%	13.0%	11.2%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	2.7	5.0	6.1	7.5
速动比率	2.7	2.2	4.5	5.5	6.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.6	5.0	4.7	4.8	4.8
应收帐款周转率	23.6	18.6	19.7	23.8	23.9
应付帐款周转率	9.5	9.6	9.3	9.5	9.5
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.55	0.61	0.72	0.91
每股经营现金	0.46	0.57	0.51	0.61	0.77
每股净资产	2.33	2.68	3.44	3.56	3.90
每股股利	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	42.8	30.7	27.5	23.3	18.6
PB	7.2	6.3	4.9	4.7	4.3
EV/EBITDA	45.4	39.8	26.7	18.8	13.0

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。