



2009年6月15日 星期一

品牌深入人心、营销再铸辉煌

——东阿阿胶山东板块调研报告

东阿阿胶

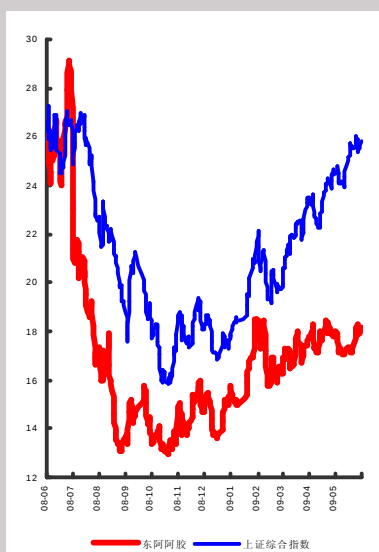
(000423)

推荐 (维持)
所属行业: 生物医药
行业评级: 谨慎推荐

股本结构

总市值 (亿元)	94.02
流通市值 (亿元)	72.24
总股本 (万股)	52376
流通 A 股 (万股)	40244

股价表现图


 齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

分析师

吕国启

Tel: (8621) 58306455

Email: guoqilv@hotmail.com

投资要点:

◇东阿阿胶是我国最具成长性的中药企业:近6年来公司收入复合增长率高达19.81%;2009年及未来几年公司仍有望保持前期稳定、快速增长。

◇阿胶系列产品销售收入的稳定增长是公司快速发展的基础,未来阿胶系列产品仍将保持稳定增长。随着居民生活水平的提高、农村市场的不断开拓,补血产品市场容量将会有持续的增长;同时公司在整个补血产品市场中具有非常强的竞争优势:公司的产品历史悠久,市场认同度非常高;公司具有较强的营销能力,公司推行的文化营销取得巨大成功,目前公司在医院市场的开发也取得了一定的成效,阿胶系列产品能够获得一个高于行业平均的增长速度。

◇保健食品仍是公司未来重要的增长点。2008年保健食品实现销售收入8183.10万元,占公司收入的4.85%;较去年同期增长5.39%,低于我们的预期;保健食品毛利率为49.22%,较2007年下降3.99个百分点。我国保健食品市场具有巨大的成长空间和发展潜力;公司所生产的保健食品大多是阿胶产品的延伸,因而具有一定的独特性和较高的品牌知名度,我们看好公司保健食品的未来发展前景。

◇未来其他业务将为公司业绩锦上添花。2008年其他类产品实现销售收入65120.86万元,同比增长34.84%。这类产品包括药用辅料、医疗器械、生物医药产品等等;公司医疗器械类产品面临良好的市场环境,2008年实现销售收入4920.09万元,同比增长25.72%;公司在生物医药领域也有所发展,拥有重组人白介素-11、瑞通立、重组人红细胞生成素等一批具有市场前景的药物,这些产品未来将逐步为公司贡献利润。

◇雄厚资金实力支持未来可持续发展。公司近年来一直保持着稳定、快速增长,同时公司也拥有非常强的资金管理能力,因而公司大量分红后仍有巨额货币资金(2008年末公司货币资金为53982万元);今年公司发行的认股权证行权后,将增加约71153万元的货币资金,届时公司的货币资金总额将达到125135万元,巨额的货币资金为公司各

重要声明:本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



项现有业务的推进、公司业务范围的拓展、对行业内资源的整合等等提供了有力的保障，为公司未来的可持续增长提供了资金支持。

◇高增长同时，依然保持较高的盈利能力。在收入保持稳定增长的情况下，产品的毛利率不会出现大的变化；公司的存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率都在不断提高，公司的营运能力保持在一个较好的水平。

◇预计 2009—2011 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.73 元和 0.91 元，复合增长率为 25.26%；对应的 PE 分别为 31 倍、25 倍和 20 倍，公司具备积极的投资价值，维持“推荐”的投资评级。

盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	168596	211622	266347	332028
营业成本	84942	107299	135046	168349
营业费用	35130	47121	59307	73932
管理费用	13894	19446	24474	30509
利润总额	34131	36745	46130	57422
净利润	29614	31233	39211	48809
EPS	0.55	0.58	0.73	0.91



正文目录

1、公司基本情况	-4-
1.1 公司基本情况及股东构成	- 4 -
1.2 业务构成	- 5 -
2、行业概况	- 7 -
3、公司主要业务分析及未来预测	- 8 -
3.1 阿胶系列产品	- 8 -
3.1.1 阿胶系列产品概况	-8-
3.1.2 阿胶类产品未来销售分析概况	-9-
3.1.3 阿胶类产品销售预测	-14-
3.2 保健食品	- 9 -
3.3 生物制药	-9-
4、公司财务分析	- 17 -
4.1 盈利能力分析	- 17 -
4.2 成长性分析	- 17 -
4.3 营运能力分析	- 18 -
5、盈利预测与投资建议	- 19 -
6、风险因素分析	- 20 -

图表目录

图 1 公司收入（上图）、毛利（下图）构成情况	5
图 2 阿胶类产品销售收入及占总收入的比重	8
图 3 销售费用、销售人员变化情况	11
图 4 全国设立办事处数量	12
图 5 我国药品市场构成情况	13
图 6 部分大城市补血产品市场排名情况	14
图 7 公司保健食品销售情况	15
图 8 生物医药行业收入、利润情况	16
表 1: 公司业务结构	5
表 2: 赢利能力分析	17
表 3: 成长能力分析	18
表 4: 营运能力分析	18
表 5: 盈利预测表	19



1、公司概况

1.1 公司基本情况介绍

座落在“阿胶之乡”——东阿县县城的山东东阿阿胶股份有限公司是全国最大的阿胶及其系列产品生产企业，是经山东省体改委 1993 年 2 月 3 日鲁体改生字[1993]第 25 号文批准，以山东东阿阿胶厂为发起人改组设立的。其前身山东东阿阿胶厂，创建于 1952 年，是全国第一家阿胶国营生产企业。1993 年 5 月改组为股份制企业，1996 年“东阿阿胶” A 股股票在深圳上市，公司成为上市公司。

东阿阿胶股份有限公司走质量兴企之道，发展至今已成为拥有 1 个核心公司 8 个全资或控股子公司 8 个养驴基地，3 个生产分厂，生产中成药、生物制剂、保健食品、医疗仪器、药用辅料等 6 个门类的产品 70 余种，阿胶年产量、出口量分别占全国 75% 和 90% 以上的现代化企业。

2004 年 10 月持股 29.62% 的聊城市国资局与华润股份共同出资成立华润东阿阿胶，华润现金出资占 51% 股权，聊城市国资局以持有东阿阿胶 1.21 亿国有股出资占 49% 股权，华润股份由此通过华润东阿实现了对东阿阿胶的实际控制权。

2008 年 8 月 4 日，东阿阿胶接控股股东华润东阿阿胶有限公司的通知，为打造央企医药平台，整合内部医药资源，华润东阿阿胶有限公司的股东华润股份有限公司将其所持有的 56.619% 的股份转让给深圳市三九医药投资管理有限公司，公司控股股东华润东阿阿胶有限公司的股东由华润股份有限公司变更为深圳市三九医药投资管理有限公司。

2009 年 3 月 6 日公司控股股东的股东“深圳市三九医药投资管理有限公司”，更名为“华润医药投资有限公司”；2009 年 3 月 19 日，公司控股股东的股东“新三九控股有限公司”更名为“华润医药控股有限公司”，同时注册资本增加到 35 亿元，本次变更完成后，公司控股股东仍为华润东阿阿胶有限公司，实际控制人仍为中国华润总公司。



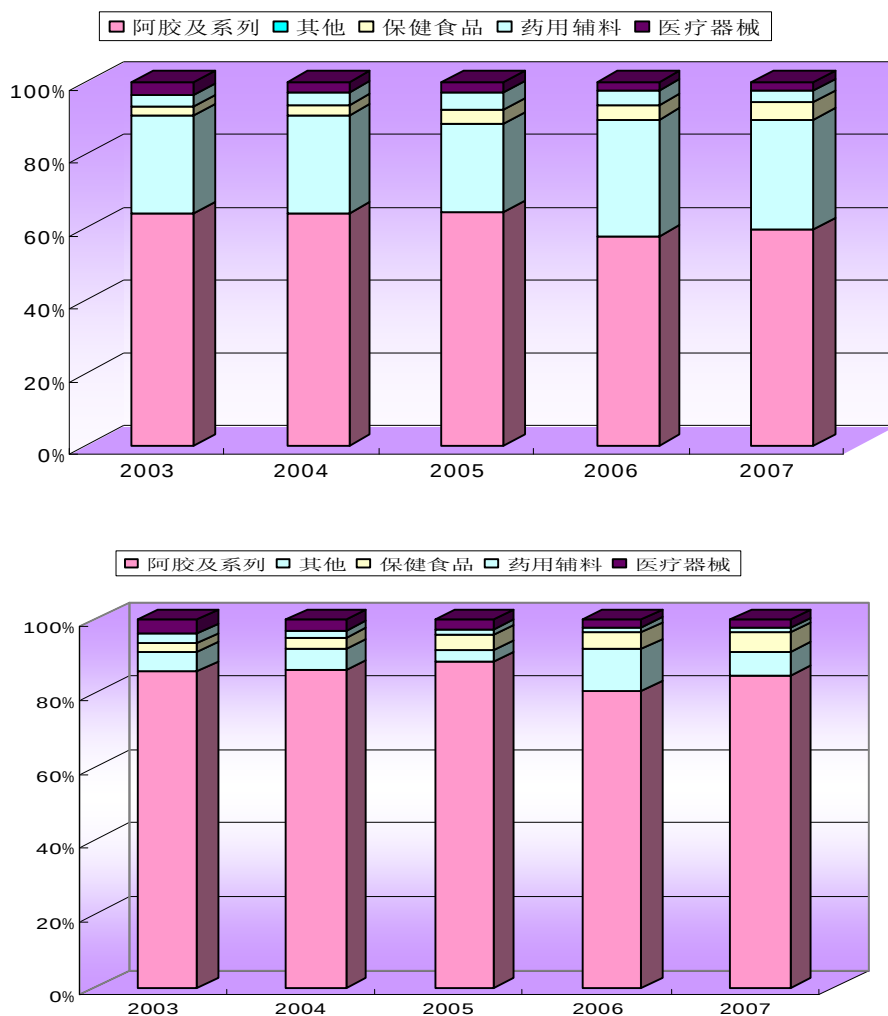
1.2 业务构成

东阿阿胶是我国最大的阿胶生产企业，阿胶系列产品是公司主要的收入和利润来源。

保健食品实现的收入和毛利呈现稳定增长态势，保健食品将成为公司新的利润增长点。

公司已经成功向生物医药领域渗透，生物医药领域可能成为公司未来的重点业务之一。

图 1：公司收入（上图）、毛利（下图）构成情况



资料来源：公司报告


表 1: 公司业务结构

业务	分类	发展状况
阿胶系列	阿胶块	占阿胶类产品的半壁江山, 阿胶类产品价格有较大幅度上涨。
	阿胶浆	实现收入最大的品种之一, 未来发展空间广阔
	其他类产品	随着阿胶类产品细分市场的不断完善, 这类产品将是公司未来重要的利润增长点
保健食品	保健食品	保健食品是公司增长较快的一项业务, 占公司收入的比重不断提高
药用辅料	药用辅料	占公司收入比重较小
医疗器械	医疗器械	保持稳定增长, 占公司收入比重仍很小
生物医药	重组人红细胞生成素	公司潜在的利润增长点
	生物芯片	公司投资2500万元于北京博奥生物芯片公司
	瑞通立	已获新药证书, 公司现在利润增长点
	重组人白介素-11衍生物	列入国家“十五”重大科技专项

资料来源: 公司资料



2、行业概况

补血产品由原来的“药健字号”一分为二，一部分转为药准字的产品，一部分转为食健字号的产品，前者有美媛春、血尔等以补铁为主的产品，后者则大多数是“气血两补”的复方制剂，如复方阿胶浆等。

其次，从补血产品的成分来看，大体上可分三类——化学制剂类，如号称以 20 世纪重大发现“卜啉铁”为原料的红桃 K；以“药食同源”为原理的产品，如康福来的血尔；以阿胶、当归等中药材为君药的补血类产品一直都是消费者的首选。

按照功效补血类产品大致分为三类：单纯补血类、气血双补类、调经养颜类。在准字号的中成药物划分上，补血类属于补益大类亚类品种，是补益类药物中市场开发最成熟，也是目前补益类产品市场份额最高的品类。

我国是贫血的高发地区之一，补血产品具有一定的市场空间，特别是农村市场的开拓将为补血产品的发展提供巨大的空间。补血产品作为一个从农村“迈进”城市的品类，据资料介绍，红桃 K 在 1998 年以前农村市场销售额占总销售额的 70%左右，1998~2000 年降到 60%左右，2000~2003 年猛跌至 36%，2003 年后基本在 20%~30%间徘徊，可以看出农村市场容量巨大。目前，整个补血市场中农村所占份额约在 25%以内，而且多为价低质劣的所谓“保健食品”，毫无疑问，农村市场才是补血产品市场未来发展的“蓝海”。



3、公司主要业务分析及未来预测

3.1 阿胶系列产品

3.1.1 阿胶系列产品概况

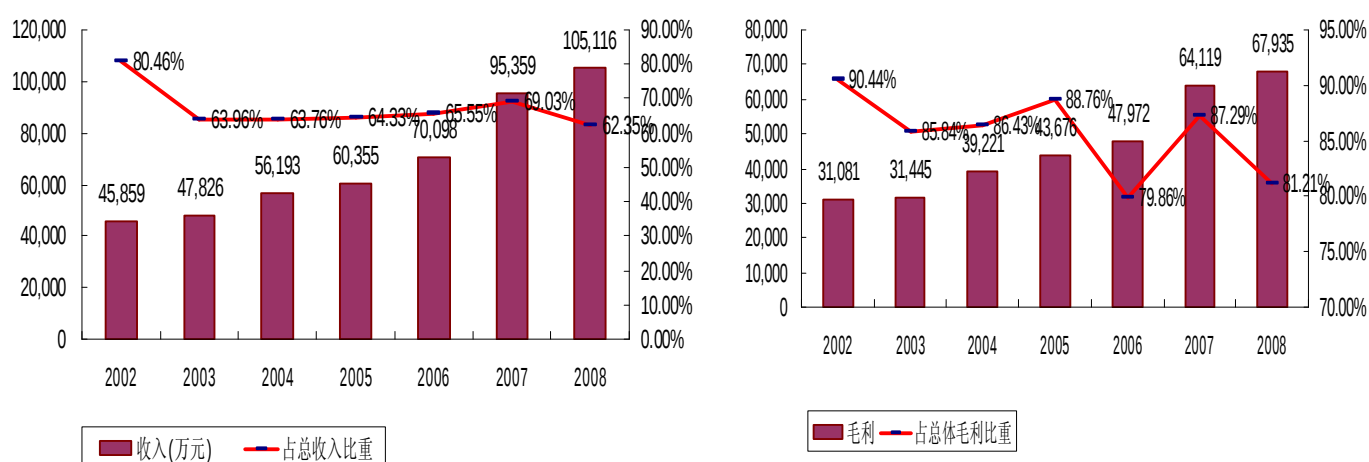
阿胶系列产品是公司主要的收入来源和利润来源，阿胶类产品的未来的发展状况，对公司未来有着重要的影响。

阿胶用途。阿胶为马科动物驴的皮经煎熬浓缩而成的干燥胶块，现代研究证实，阿胶多由骨胶原及其部分水解产物组成，含总氮量约 16%，主要为蛋白质。水解生成的氨基酸有赖氨酸 10%、精氨酸 7%、组氨酸 2% 等，钙的含量为 0.079%—0.118%。

阿胶与人参、鹿茸并称“中药三宝”，具有补血止血、滋阴润燥的功效。临床对于血虚萎黄、心悸眩晕、咯血吐血、心烦不眠、肺燥咳嗽、崩漏等血虚或出血等症有着较好的效果。

目前阿胶类产品有着稳定的消费群体，并且随着公司推广力度的加大，以及人们对阿胶类产品价值的认识，阿胶类产品的消费群体将会有所扩大；同时公司也在进行积极的研究以开发更多的产品来满足不同的细分市场，以扩大阿胶类产品的销售。

图 2：阿胶类产品占收入、毛利的比重



资料来源：WIND 资讯



2008 年阿胶类产品实现销售收入 105116 万元，占公司总收入的 61.81%；2008 年阿胶类产品实现毛利 67935 万元，占公司总毛利的 81.21%，阿胶系列产品是公司最主要的收入和利润来源。

阿胶系列产品又分为阿胶块和阿胶浆，目前两者实现的销售收入大致相当，在产品的毛利方面，阿胶浆要高于阿胶块。

3.1.2 阿胶类产品未来销售分析

补血产品行业市场空间广阔，未来几年能够实现稳定、快速增长。另一方面，从对阿胶的需求来看，目前的阿胶消费中，有很大一部分是充当保健食品的，从整个保健食品行业来看，具有更大的市场空间：目前我国人均保健食品消费支出不足美国、日本等发达国家的 1/10，显示出保健食品市场巨大的成长空间和发展潜力。

公司在补血类产品生产企业中具有较强的竞争优势，包括产品竞争优势、营销竞争优势，公司的增长率要高于整个行业的增长率，公司阿胶类产品的增长速度能够超越整个补血市场的增长速度。

3.1.2.1 阿胶系列产品竞争力分析

补血产品行业是一个竞争较为激烈的行业，在这个行业中决定一个企业收入的重要因素，是对其产品的需求。虽然公司产品所用主要原料——驴皮的供应趋于紧张，目前驴皮的供应不会对公司正常的发展产生阻碍。公司未来发展的驱动力是——销售，市场对公司产品的需求。

公司在补血产品行业中的竞争状况，是决定市场对公司产品需求的、公司未来增长速度的重要因素。

市场认同度高

水是生产阿胶的重要资源之一，东阿县境内的地下水比重 1.0038，含有 20 多种有益于人体的矿物质和微量元素，水质非常适合熬制驴皮胶，非常有利于杂质分离，帮助药效发散。这不仅被古代历史所证明，同时现代科技的监测报告也证明了这一根据。

阿胶已积累了 2000 多年的生产历史，并因此形成了 15 项阿胶生产国家级保密工艺和 30 项专有技术，如此将形成阿胶产业的技术壁垒。

东阿阿胶在各项质量标准均高于国家药典标准的情况下，自行研究增加的挥发性碱性物、水不溶物等 4 项内控指标也已被国家药典委员会收载，公司编写了全国第一部阿胶生产工艺操作规程，并制定了包括



产品质量、工艺检验、设备、能源计量、原辅料、包装材料、安全环保等多方面管理要求在内的标准近千余个，形成了 15 项阿胶生产国家级保密技术和 30 项专有技术，复方阿胶浆是专利产品。公司产品 3 次获国家质量金奖、传统药“长城”国际金奖，“东阿牌”已成为公司的注册商标。“东阿牌”在市场上拥有较高的认同度。

受替代产品的威胁小

有可能替代阿胶的产品不外乎是三种，其一是化学合成类补血药物，其二是生物医药类补血药物，其三是其他中药类补血药物。但是，化学合成类补血产品的长期效果尚待市场检验，而生物制药类补血产品受技术条件的制约，短期内不可能对东阿阿胶的产品造成很大的影响。

在安全性问题上，化学合成类补血产品以及生物医药类补血产品很难与历史悠久的阿胶产品相比。天然药物得到全世界的空前重视也说明了医学界对于药物安全性的高度重视。从各种中药类补血药物的疗效来看，阿胶的独特疗效已经历史考验，为其他中药类产品替代的可能性几乎不存在。专有技术、生产标准、商标名以及对驴皮资源的控制、资金实力、营销网络、消费者忠诚度是东阿阿胶强有力的竞争壁垒。

受潜在进入者的威胁小

潜在进入者的威胁在相当大程度上是取决于行业的进入壁垒，阿胶产业的进入壁垒初看并不高，其实行业外的企业真正要介入并不容易。其一是东阿阿胶的制作工艺是经历了上千年的发展而渐趋成熟的。其二是东阿阿胶已经在市场上树立起领先的品牌优势，对于保健品而言，消费者的信赖对品牌的发展几乎具有决定性的意义。

但是，在保健品领域真正建立起品牌并不容易。消费者可能有跟着广告走的倾向，但这并不意味着广告投入可以建立起消费者的信任感。任何希望新进入阿胶产业的企业都必须考虑自己在与东阿阿胶进行品牌竞争时有几分胜算把握。

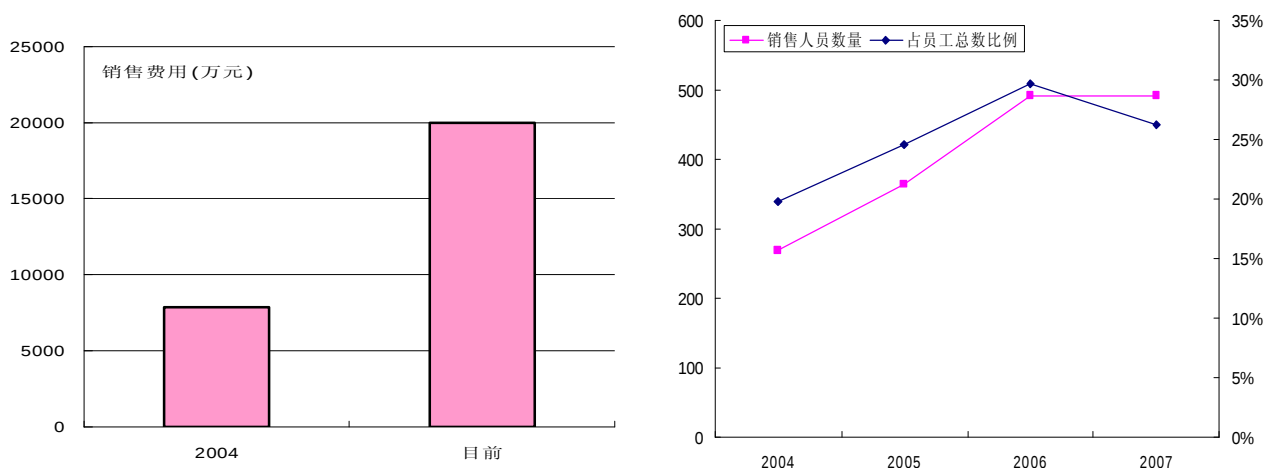
营销优势明显

营销力度大。销售是公司发展的重要动力，也是公司重点发展的业务，公司不断加大对销售的投入力度，体现在销售人员数量的增加和销售费用的增加。同时公司的营销也在不断地向精细化的方向发展，首先是在传播上，进一步对消费者进行教育，将产品疗效和与其他产品的差异化继续传播出去，并加大了广告费用的投入；其次，在市场推广上，



对重点区域深入开发，目标是使地县级市的市场渗透率有个明显提高。第三，公司在扩大联盟药店数量的同时，也加强了对联盟药店的管理。下图为公司销售费用、销售人员情况：

图 3：销售费用、销售人员变化情况



资料来源：公司资料、齐鲁证券研究所

公司对市场营销策略进行较大改善，市场定位强调从治疗（贫血）到进补，由过去面向单一的补血市场转为面向滋补保健市场，通过加大市场宣传推广，改变了消费者对产品的认知误区和消费习惯，并扩大了受众，季节性波动趋缓，有利于公司的生产安排。

文化营销独具特色。东阿阿胶的文化营销是补血类产品营销中的一次重大突破，在营销过程中，并不是简单的广告营销。首先广泛征集阿胶文物、利用高科技手段为古老阿胶产品正名、在欧亚多个国家开展阿胶博物馆巡游展这 3 大举措不仅被称作“策划三板斧”，其高屋建瓴的国际视野也饱受国内外人士好评。事实上，物质商品的市场效益有限，而文化产品的影响却是无限的。

2006 年秦玉峰执掌东阿阿胶帅印出任总经理以来，实施了回归阿胶圣药上品历史地位、回归高端主流人群的阿胶价值回归工程，冲出药品的小圈子，加大了阿胶传统经典中药和保健品的开发，恢复了中断百余年的九朝贡胶生产，收集筛选阿胶经典验方上百个、医方 3200 个，开工建设了古方阿胶生产线；在四季如春的云南大理和天山脚下的新疆



伊犁、岳普湖天然草场建立了原材料基地；成功举办了首届中国东阿阿胶文化节。在国内外开展阿胶博物馆巡回展上千万人次。

而东阿阿胶 2008 年更将从阿胶学术、滋补、美容 3 大文化系列进行系统挖掘提炼，用文化占领消费者的心智资源，在山东“一山、一水、一圣人、一圣药”的大概念整合地域资源；在江浙沪，推进阿胶膏方文化；在广东，推进阿胶煲汤文化；在华中，推进“阿胶+龟甲胶+鹿角胶”的“三胶文化”。

东阿阿胶将阿胶打造成文化产品的阿胶价值回归工程虽然帷幕始开，但已收效不凡。

医院市场的开辟也在不断加强。公司生产的阿胶、复方阿胶浆等六大核心产品被列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，这为产品在医院的销售奠定坚实的基础。公司已经成立了医院部，并在全国设立 30 多个办事处负责产品的生产，在全国开发医药 2000 多家。

图 4：全国设立办事处数量

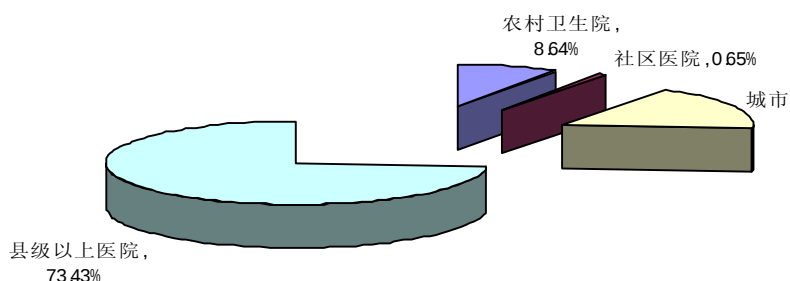


资料来源：齐鲁证券研究所

医院市场是我国药品销售的最主要的市场，目前国内药品销售市场中，医院作为主要的终端占据超过 70% 的市场份额，而以城市药店为代表的 OTC 终端和以农村卫生院、社区医院为代表的第三终端分布仅占 17% 和 9% 的份额。



图 5：我国药品市场构成情况



资料来源：2007 年医药行业投资报告

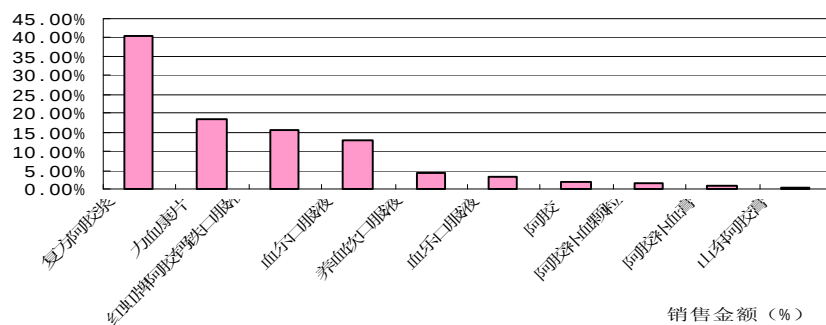
目前公司在医院的销售已经初具规模，随着公司销售的不断推进，这一市场未来具有较大的增长空间。

公司具有较强的综合竞争力

随着补血产品市场的“血战”不断深入，随之而来的是众多小企业进入该产品竞争领域，尤以保健品为甚，如东阿县生产阿胶产品的就有 40 余家，江西樟树生产的补血类保健食品的品种及规格达百余个。虽然药准字号补血产品市场相对规范，但竞争依然激烈。

在竞争激烈的市场环境中，阿胶系列产品展现出强大的竞争力，阿胶类产品在补血类产品中的市场份额不断上升，复方阿胶浆市场份额稳居国内第一。市场份额的扩大是在广告投入远低于太太血乐、血尔、驴胶补血颗粒等产品的前提下达到的。

由于 80% 的补血产品通过非处方市场销售，因此，补血产品市场竞争的真正意义体现在 OTC 终端的竞争。调查数据显示，消费者购买的首个品牌与店员推荐的品牌提及率排名顺序是相同的，山东东阿阿胶生产的阿胶类补血产品的提及率排名第一位。下图是公司主导产品在局部市场上的占有率情况：


图 6：部分大城市补血产品市场占有率排名


资料来源：齐鲁证券研究所

3.1.3 阿胶系列产品销售预测

阿胶块

作为公司的传统产品，阿胶块具有较长的历史，和深厚的市场基础，其市场需求比较稳定，并且大多数消费者对阿胶产品的需求是持续的。随着公司推广力度的不断加大，阿胶块的销售地域也在向全国各地扩散，阿胶块的市场容量也在不断扩大。

虽然其价格有较大上涨，目前市场价在 400 元/千克左右，但由于阿胶块的日用量较小，以每天 5 克计算，日费用仅为 2 元左右，所以说价格上涨不会影响其销售。

虽然目前补血类产品存在一定的竞争，但是由于东阿阿胶块具有品牌上的优势，及价格上的优势，其面临的竞争较弱，理论上阿胶块能够实现较快的增长。但考虑到受驴皮资源影响较大，公司会对阿胶块的产量进行限制，未来价格的上涨是阿胶块增长的主要动力。

阿胶浆类产品

阿胶浆类产品面临更多的竞争对象，这个市场上竞争较充分，未来决定阿胶浆销量的因素是市场的需求。预计阿胶浆的销量能够保持持续的快速增长。

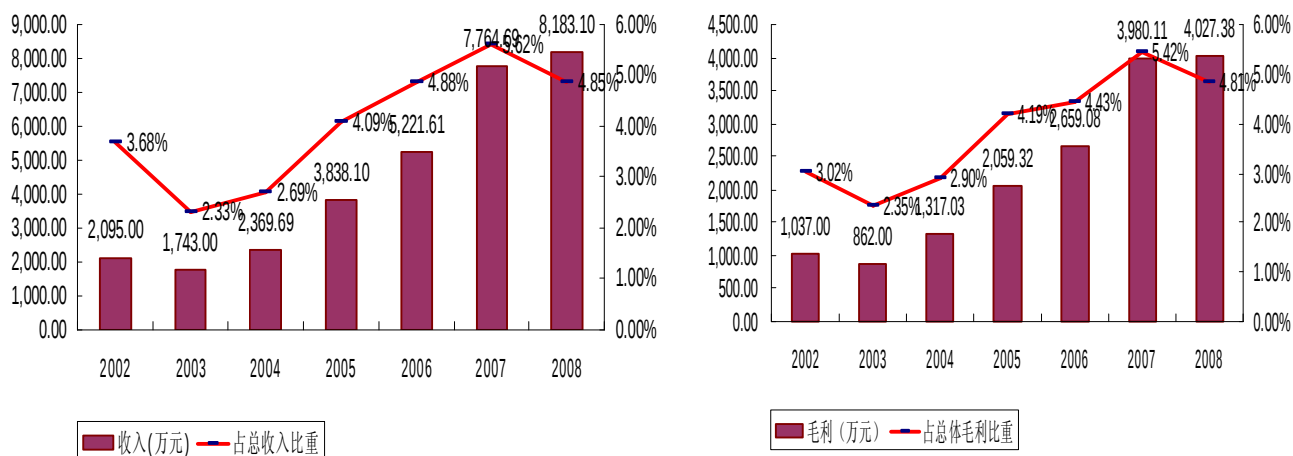
目前阿胶浆类产品的产能也能够完全满足市场的需求，同时公司拥有大量的自由资金，也为未来阿胶浆类产品的持续增长提供了保障。



3.2 保健食品

公司保健食品有：阿胶乌鸡口服液、阿胶口服液、东阿阿胶元浆、阿胶饮宝、阿胶软胶囊、阿胶西洋参软胶囊、阿胶神口服液、阿胶水晶枣。

图 7：保健食品销售情况



资料来源：WIND 资讯

保健食品销售情况预测：保健食品近年来一直保持强劲的增长势头，2008 年保健食品实现销售收入 8183.10 万元，占公司收入的 4.85%；较去年同期增长 5.39%，低于我们的预期；保健食品毛利率为 49.22%，较 2007 年下降 3.99 个百分点。我国保健食品市场具有巨大的成长空间和发展潜力；公司所生产的保健食品大多是阿胶产品的延伸，因而具有一定的独特性和较高的品牌知名度，我们看好公司保健食品的未来发展前景。

保健食品未来增长预测：

从行业的角度来看，保健食品行业是一个具有较大成长空间的行业。目前我国人均保健食品消费支出仅为美国的 1/20，日本的 1/15，显示出保健食品市场巨大的成长空间和发展潜力。

我国的经济发展和居民收入水平在过去 5 年里一直以 10% 左右的速度高速增长，预计在未来 10 年内将持续增长。保健食品消费水平与居民可支配收入具有很强相关性，按 GDP 和可支配收入的发展趋势，可以



估计，保健食品在未来 10 年内会持续增长，达到目前的 3—5 倍，预计保健食品行业未来 10 年的复合增长率可以达到 20%。

公司所生产的保健食品大多是阿胶产品的延伸，因而具有一定的独特性，同时由于公司具有较高的品牌知名度，预计公司保健食品的增长速度要高于整个行业的平均水平，为：30%；目前公司的保健食品销售规模较小，近几年的增长速度会高于 30%。

3.3 生物制品

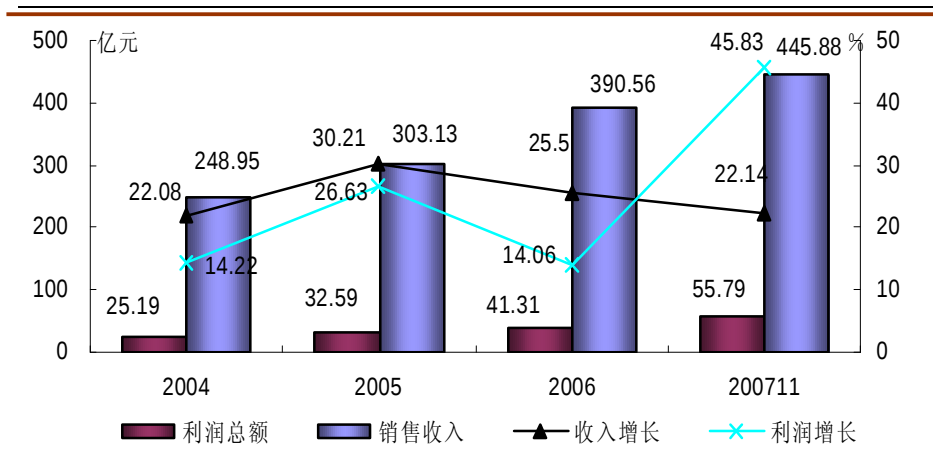
生物制药：生物医药是医药行业中成长最快的一个子行业，生物医药子行业也将是华润医药未来重点发展的一个子行业。目前华润医药已经成功进军品牌中药、品牌化学药、医药商业。东阿阿胶目前已经成功向生物医药行业渗透：目前公司已拥有重组人红细胞生成素、重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物、重组人白介素-11 三个基因工程药品。

东阿阿胶作为华润医药生物医药整合平台的条件已经形成，生物医药将是公司未来新的利润增长点。

需求推动行业收入和利润大幅度增长

从 2005 年下半年开始，生物制药行业的收入和利润水平保持 30% 左右的增长，2006 年医药全行业受多方面政策影响，落入十年来谷底，生物制药行业由于受到政策鼓励及需求增长驱动，增势仍然明显，增速有所减缓；但是，市场的需求是硬性需求，随着技术水平的提高，国家政策对行业的支持，居民对医疗保健费用支出的增加，生物制药行业将会保持持续、稳定、快速的增长。

图 8：生物制药行业利润和收入变化情况



资料来源：国家统计局



4、公司财务分析

4.1 盈利能力分析

近年来，公司净资产收益率不断提高，2008 年公司净资产收益率高达 20.43%，2009 年一季度公司的净资产收益率为 5.13%，全年继续有望保持一个较高的水平。销售净利率的不断提高，是公司净资产收益率不断提高的重要原因。

销售净利率不断提高的原因是，期间费用率的下降和毛利率的提高。公司较强的自主定价能力，使得公司在原料成本不断上涨的情况下，仍然能够保持一个较高的毛利率。

期间费用方面，随着公司销售收入的增加，期间费用率将呈下降趋势。

表 2：盈利能力分析

	2005	2006	2007	2008
净资产收益率(%)	10.78	14.12	16.83	20.43
销售净利率(%)	11.69	14.39	14.9	17.57
销售毛利率(%)	52.45	55.85	53.18	49.62
期间费用率(%)	33.93	33.33	30.62	28.42
营业费用率(%)	23.25	23.91	22.2	20.84
管理费用率(%)	11.09	9.9	9.01	8.24
财务费用率(%)	-0.41	-0.47	-0.6	-0.53

4.2 成长性分析

稳定增长是公司的特征之一。2002 年到 2008 年间，公司实现收入年复合增长率高达 19.81%，近年来公司呈现出加速发展的态势，2007 年实现收入同比增长 29.17%，2008 年一季度实现收入同比增长 49.58%。

在具体产品方面，在产品大幅提价后，阿胶块的销售收入有较大提高，由于受原料短缺影响较大，预计阿胶块产量不会有太大变化，今后阿胶块销售收入也不会有太大的增长。

由于阿胶浆类产品受原料短缺的影响较小，这类产品的销售收入在未来会有较大的增长空间。

保健食品是公司增长最快的品种之一，未来仍将保持较高的增长速度。


表 3: 成长性分析

	2005	2006	2007	2008
主营业务收入增长率(%)	6.45	13.98	29.17	22.05
主营业务利润增长率(%)	8.23	21.29	23.04	14.60
税前利润增长率(%)	-11.77	34.75	30.81	13.79
净利润增长率(%)	-16.52	40.26	33.77	39.47

4.3 营运能力分析

公司营运能力也在不断增强。在收入稳定增长的情况下，总资产周转率不断提高，2007 年较 2005 年提高了 23%；在收入稳定增长，公司规模不断扩大的情况下，公司存货周转率、应收账款周转率也有所提高，从 2009 年一季度的情况看，公司的营运能力在继续增强。

表 4: 营运能力分析

	2005	2006	2007	2008
营业周期(天)	112.78	111.16	92.72	91.67
存货周转天数(天)	89.01	92.26	77.45	72.32
应收账款周转天数(天)	23.77	18.9	15.26	19.35
流动资产周转率(次)	1.29	1.26	1.39	1.52
固定资产周转率(次)	3.37	3.78	4.45	5.90
总资产周转率(次)	0.78	0.8	0.91	0.96



5、盈利预测与投资建议

盈利预测

阿胶系列产品销售收入前期的稳定增长是公司快速发展的基础，未来阿胶系列产品仍将保持稳定增长。随着补血产品市场容量的持续的增长，在补血产品市场中具有很强竞争优势的阿胶系列产品能够获得一个高于行业平均的增长速度，预计阿胶系列产品未来三年复合增长率可以达到 30% 左右。

保健食品是公司的又一个增长亮点，近年来一直处于高速发展中。目前我国人均保健食品消费支出仅为美国的 1/20，日本的 1/15，保健食品市场巨大的成长空间和发展潜力。同时公司保健食品具有一定的独特性和较高的品牌知名度，能够获得高于行业平均的增长速度。

生物制药及其他医药业务也面临着整体的发展机遇，未来也将为公司贡献利润，成为公司业绩快速增长的推动力量。综合以上分析，我们认为未来几年公司仍将保持前期稳定、快速增长。

表 7：盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	168596	211622	266347	332028
营业成本	84942	107299	135046	168349
营业费用	35130	47121	59307	73932
管理费用	13894	19446	24474	30509
利润总额	34131	36745	46130	57422
净利润	29614	31233	39211	48809
EPS	0.55	0.58	0.73	0.91

投资建议

在收入稳定、快速增长的同时，公司的盈利能力和营运能力也将逐步提高，未来几年公司的业绩有望实现高增长。预计 2009—2011 年的每股收益分别为 0.58 元、0.73 元、0.91 元；对应的动态市盈率分别为 31 倍、25 倍和 20 倍；鉴于公司良好的成长性，认为公司具有积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。



6、风险因素分析

1、公司主导产品阿胶系列产品是我国补血市场的著名品牌，补血市场是一个竞争非常激烈的行业，整个补血市场的竞争格局存在一定的不确定性。

2、保健食品是公司未来的一个新的利润增长点，公司能否在保健食品取得像在阿胶产品一样的成功存在一定的不确定性。


附表：财务报表预测

报表预测					财务分析				
利润表	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1685.96	2116.22	2663.47	3320.28	收益率				
减：营业成本	849.42	1072.99	1350.46	1683.49	毛利率	49.62%	49.30%	49.30%	49.30%
营业税金及附加	13.22	18.83	23.69	29.54	三费/销售收入	28.42%	31.03%	31.08%	31.10%
营业费用	351.30	471.21	593.07	739.32	销售净利率	17.57%	14.76%	14.72%	14.70%
管理费用	138.94	194.46	244.74	305.09	资产获利率				
财务费用	-11.15	-9.01	-10.10	-11.68	ROE	20.43%	19.25%	21.27%	23.04%
营业利润	342.99	367.45	461.30	574.22	ROA	18.32%	18.12%	19.58%	21.59%
加：其他非经营损益	-1.68	0.00	0.00	0.00	增长率				
利润总额	341.31	367.45	461.30	574.22	销售收入增长率	22.05%	25.52%	25.86%	24.66%
减：所得税	45.17	55.12	69.20	86.13	净利润增长率	40.64%	5.47%	25.54%	24.48%
净利润	296.14	312.33	392.11	488.09	资产管理效率				
减：少数股东损益	9.10	8.99	11.29	14.06	总资产周转率	0.94	1.07	1.16	1.28
归属母公司股东净利润	287.04	303.34	380.82	474.03	固定资产周转率	5.25	6.77	7.18	10.07
资产负债表					应收账款周转率	4.81	4.03	4.61	4.16
货币资金	460.65	373.72	562.52	523.70	存货周转率	4.45	3.78	4.30	3.90
应收和预付款项	430.53	649.29	709.77	984.44	财务和估值数据摘要				
存货	190.92	284.09	313.76	431.52	营业收入	1685.96	2116.22	2663.47	3320.28
资产总计	1796.94	1975.75	2302.25	2603.43	销售净利率	17.57%	14.76%	14.72%	14.70%
应付和预收款项	337.39	337.51	438.41	458.76	净资产收益率 (ROE)	20.43%	19.25%	21.27%	23.04%
负债合计	347.11	346.21	447.11	467.46	投入资本回报率 (ROIC)	36.13%	36.35%	34.60%	41.55%
股本	523.76	523.76	523.76	523.76	市盈率(P/E)	31.13	29.46	23.46	18.85
资本公积	123.40	123.40	123.40	123.40					
留存收益	758.10	928.81	1143.13	1409.90					
归属母公司股东权益	1405.27	1575.98	1790.29	2057.07					
少数股东权益	44.57	53.56	64.85	78.91					
股东权益合计	1449.83	1629.54	1855.14	2135.97					
负债和股东权益合计	1796.94	1975.75	2302.25	2603.43					
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E					
经营性现金净流量	297.82	37.35	444.77	156.22					
投资性现金净流量	-66.87	0.00	-100.00	0.00					
筹资性现金净流量	-109.62	-124.28	-155.97	-195.04					
现金流量净额	121.32	-86.93	188.80	-38.82					



投资评级说明

类 级别

公 司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
司	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上

行 业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
 邮编：200122

电话：（8621）5820-8334
 传真：（8621）5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）
 邮编：250061
 电话：（86531）8128-3789
 传真：（86531）8128-3791

