

生物医药行业

东阿阿胶 (000423)

公司研究报告

评级: 买入

首次

目标价格: 50.05-55.31 元

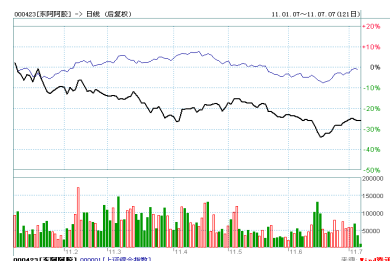
收盘价(元) 41.50

目标价(元) 50.05-55.31

市场数据

52 周最高/最低(元)	61.27-33.50
总股本(百万)	654.02
发行 A 股(百万)	654.02
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-
总市值 (百万元)	27141.83
流通 A 股市值 (百万元)	27141.83

相关股价表现



生物医药研究小组
证书编号 S0120209080060

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519
zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565
yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

由东阿阿胶提价引发的思考!

投资要点:

- **文章的缘起**: 公司发布 2011 一季报, 披露公司一季度营业收入增长 10.72%, 营业利润增长 60.99%。此业绩是在公司在一月份提价 60.07% 以上的基础上取得的, 提价幅度和营业收入增长的不成比例, 引起我们的关注。我们初步估算公司提价后, 造成了销售量至少 20% 以上的下降。
- **分析产品价格影响收入变化**: 通过对公司过往几年的阿胶价格和销售收入情况分析, 我们建立了一个简单的模型, 得出结论: 阿胶块收入和利润增长比例与价格增长比例成一元二次函数关系, 存在一个最大值。
- **公司产品定价策略探讨**: 不同产品具有不同的需求弹性曲线, 我们建议公司根据不同产品特性采取不同的定价策略; 九朝贡胶的黑驴皮是独特稀缺资源, 具有奢侈品禀赋, 可以采取适当适时提价; 以“桃花姬”为代表的阿胶保健产品应谨慎采取提价措施, 因其市场竞争者较多, 消费者对价格敏感度较高; 阿胶块可采用小幅多次提价, 让消费群体快速平稳地重建。
- **公司的竞争优势**: 我们对公司进行了 SWOT 分析, 公司具有独特的品牌优势和资源优势, 尤其是对驴皮资源的掌握, 较强的终端销售能力和对消费人群的掌控力, 尽管一季度的大幅提价对公司销售收入有很大影响, 我们仍然相信公司通过强大的营销能力可以把消费人群成功迁移到高收入人群, 公司的竞争优势能够完全抵消劣势所带来的影响, 让东阿阿胶的价值回归之旅能够顺利进行。
- **风险提示**: 公司短时间内大幅提价可能导致消费人群重建速度不能赶上提价的速度, 导致销售收入和利润的下滑风险。
- **盈利预测及估值分析**: 公司未来三年的营业收入分别为 35.72, 44.30 和 54.49 亿元; 公司净利润分别为 8.62, 11.52, 15.83 亿元; 摊薄后每股收益分别为 1.32, 1.76 和 2.42 元。给予 38-42 倍市盈率, 按照公司 2011 年的盈利预期, 公司的合理价值区间在 50.05-55.31 元。公司 7 月 6 日收盘价为 41.50 元, 给予买入评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2079.11	2463.78	3572.49	4429.88	5448.76
收入增幅 (%)	23.32%	18.50%	45.00%	24.00%	23.00%
净利润	392.12	582.22	861.59	1152.08	1582.64
净利增幅 (%)	36.61%	48.48%	47.98%	33.72%	37.37%
毛利率 (%)	48.91%	54.99%	59.00%	61.20%	63.87%
ROE (%)	16.41%	21.22%	26.03%	28.31%	30.97%
摊薄 EPS(元)	0.600	0.890	1.317	1.762	2.420

目 录

1. 文章的缘起.....	3
2. 模型的建立.....	4
3. 公司的 SWOT 分析及定价策略探讨	6
4. 风险提示	13
5. 盈利预测	13

图表目录

图 1 东阿阿胶提价幅度不同导致不同的需求弹性曲线	4
图 2 阿胶块产品销量与消费人群月收入的关系	10
表 1 2004-2011 年东阿阿胶阿胶块出厂价格提高比例和收入比例增长对比	3
表 2 东阿阿胶阿胶块价格和对应消费人群收入的弹性分析.....	9
表 3 东阿阿胶的 SWOT 分析.....	11
表 4 公司产品需求弹性曲线及定价策略.....	12
表 5 阿胶系列产品未来三年销售预测	14
表 6 公司财务和估值数据摘要	14
表 7 公司 2011-2013 年三大财务报表预测.....	15

1. 文章的缘起

缘起一：

东阿阿胶发布 2011 一季度季报，季报披露公司一季度营业收入增长 10.72%，营业利润增长 60.99%。此业绩是在公司在一月份提价 60.07% 以上的基础上取得的，提价幅度和营业收入增长的不成比例，引起我们的关注。我们初步估算公司提价后，造成了销售量至少 20% 以上的下降。

缘起二：

我们追溯了公司历年提价导致的营业收入增长和营业利润增长的关系进行了梳理，数据见下表。

表 1 2004-2011 年东阿阿胶阿胶块出厂价格提高比例和收入比例增长对比

	2004	2006	2007	2008	2009	2010/01	2010/01	2010/05	2010/10	2011/01
阿胶块出厂价 (元/kg)	158	205	275	325	393	432	516	542	596	954
		29.75%	34.15%	18.18%	20.92%	35.71%*				60.07%
营业收入同比 增长率 (%)			28.35%	22.09%	23.31%	18.52%				10.72%
营业利润同比 增长率 (%)			27.78%	14.72	37.32%	47.98%				60.99%

2010 年的价钱是简单加权平均的结果。

经粗略计算，2010 年价格 = $432 * (1/12) + 516 * (4/12) + 542 * (5/12) + 596 * (2/12) = 533.33$ 元

资料来源：公司公告，德邦证券研究

从公司历年提价历程，忽略公司的减产因素，我们分析营业收入和利润增长关系的变化，得出以下结论：

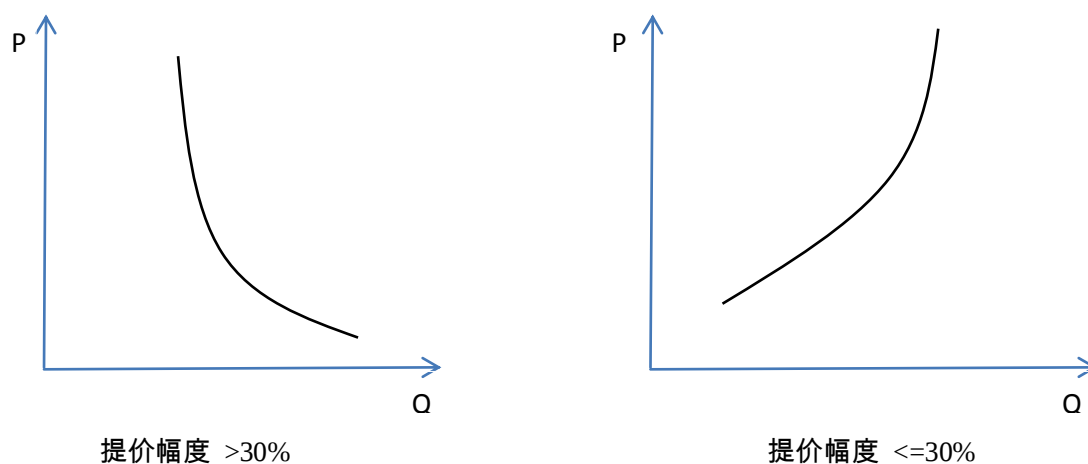
1. 2007 年公司提价幅度 34.15%，大于 30%，公司营业收入增长比例低于提价幅度的增长，说明销售量出现下滑；
2. 2008-2009 年公司的提价幅度在 (18%-21%) 之内，小于 30%，公司营业收入的增长比例快于提价幅度的增长，公司提价的结果是销量不降反升；
3. 2010-2011 年一季度，公司提价幅度大于 30%，公司的营业收入增长比例大幅低于提

价幅度的增长，说明销售量出现比一定的下滑；

从上面的数据我们看到，当公司的提价比例超过 30% 的时候，公司的销量会出现下滑，消费人群需要一定的时间来重建，才能形成新的消费群体。

根据经济学的需求弹性理论，我们分别画出，提价幅度不同导致的不同的需求弹性曲线，见下图。

图 1 东阿阿胶提价幅度不同导致不同的需求弹性曲线



资料来源：德邦证券研究

以上结论的得出，引发了我们对东阿阿胶提价策略对于公司未来发展前景影响的思考。我们通过粗略的建模对于提价因素和公司收入、利润增长的关系进行了分析。

2. 模型的建立

模型的建立背景是根据当下阿胶提价引发市场销量下滑这个现象构建的。

根据我们前述分析的销售数据，我们忽略了其他因素的影响，建立了一个简化的模型，来预测阿胶的销售收入增长与价格增长的关系。

1. 我们假设：阿胶价格和消费量呈反比，即 $P=K_0/Q$ ， $Q=K_0/P$

定义 dQ 为销售量的增长比例， dP 为价格的增长比例，则有：

$$dQ/dP = -K_0 \cdot (P/Q) \cdot P^{-2}$$

$$dQ = -KP^{-2} \cdot dP, K = K_0 \cdot (P/Q)$$

设收入增长比例为 dR

$$dR = [PQ \cdot (1+dP)(1+dQ) - PQ] / PQ$$

$$= (1+dP)(1+dQ) - 1$$

将 $dQ = -KP^{-2} \cdot dP$ 代入上式，则

$$dR = (1+dP) (1 - KP^{-2} \cdot dP) - 1$$

整理得：

$$dR = -KP^{-2} \cdot dP^2 + (1 - KP^{-2}) \cdot dP \quad (1)$$

从上式可以看出，在我们的假设基础上，收入的增长和提价幅度成二次函数关系，且有最大值。

2. 计算收入增长率 dR 和利润增长率 dM 之间的关系。

由于是个成熟企业，假设三项费用率变化不大，税率不变，毛利率用 W 表示， W_1 表示第一年的毛利率， W_2 表示提价后第二年的毛利率；

$$dM = [R \cdot (1+dR) \cdot W_2 \cdot (1 - \text{三项费用率}) \cdot (1 - \text{税率}) - R \cdot W_1 \cdot (1 - \text{三项费用率}) \cdot (1 - \text{税率})] / R \cdot W_1 \cdot (1 - \text{三项费用率}) \cdot (1 - \text{税率}) = [(1+dR) W_2 / W_1] - 1 \quad (2)$$

$$W_2 / W_1 = \{ [R \cdot (1+dR) - C(1+dc)] / R \cdot (1+dR) \} / [(R-C) / R] = R / (R-C) - C \cdot (1+dc) / [(R-C) \cdot (1+dR)]$$

$$= 1/W_1 - [(1-W_1)/W_1] \cdot [(1+dc)/(1+dR)] \quad (3)$$

将 (3) 式代入 (2) 式得：

$$dM = (1/W_1) \cdot (1+dR) - (1-W_1)/W_1 \cdot (1+dc)$$

$$= 1/W_1 \cdot dR + 1 - (1-W_1)/W_1 \cdot dc \quad (4)$$

所以当 dc 为常数时，利润增长率和收入增长率成正比，且其增长速度快于收入增长。

同样和提价幅度呈二次函数关系，且有最大值。

综上所述，总结该模型的假设和结论：

表 2 模型基本假设及结论

假设： 1. 根据目前市场情况，阿胶的销售价格和消费量呈反比，即 $P=K_0/Q$ 2. 三项费用率变化不大，税率不变
结论： 1. $dR=-KP^{-2}*dP^2+(1-KP^{-2})*dP$ 收入增长率与价格增长率的关系是一元二次函数关系，，由此得出收入随价格的增长有一个最大值，不是无限增大的，这一点从往年阿胶的历史数据中也可以找到佐证。 2. $dM=1/W_1*dR+1-(1-W_1)/W_1*dC$ 利润增长率与收入增长率成正比关系，与价格增长率的关系也是一元二次函数关系。 3. 从以上两个关系式可以看到，价格的增长会带来收入和利润的增长，而收入与价格的不同步增长，意味着带来了一定程度的销量下降。因此，在原有消费人群的基础上，如果不能在价格提升的同时迅速建立新的消费人群，则对销量产生一定的影响，公司单方面的提价可能导致利润和收入的下滑。我们认为公司根据产品的不同特性决定阿胶的提价比例是比较合理的定价方式。

3. 公司的 SWOT 分析及定价策略探讨

3.1 公司 SWOT 分析

东阿阿胶既是阿胶品类中的第一品牌也是阿胶品类中的精品代名词，这一点已经得到市场的广泛认可。由于东阿阿胶的历史文化源远流长而积累的广泛群众基础，东阿阿胶在补血市场上的江湖地位无人能撼。公司的竞争优势通过以下几点来体现：

战略决定了公司发展的高度。战略上，其一，公司目前正在主抓东阿阿胶的价值回归，重塑东阿阿胶上品定位，并立志将其某些产品如阿胶块归于奢侈品的范畴；其二，立足

于东阿阿胶品牌开拓一系列相关的阿胶类保健品，并立志将阿胶从补血这个单一市场逐步延伸到大健康产业的大市场。我们十分认同公司的发展战略。

战术决定了公司战略能否成功。战术上，从公司目前发展的情况来看，对于传统的阿胶块，公司采取的是“提价策略”，通过不断调高产品的价格来拉升品牌形象，把产品推入奢侈品的行列；对于阿胶浆，公司采取的是“放量策略”，立足商超，药店和医院等销售渠道，扩大受众人群，尤其医院层面是公司销售的薄弱环节，因此开拓医院市场成为公司目前关注的重点；对于以“桃花姬”为代表的美容保健营养品/食品，公司采取的是“渗透策略”，依托华润集团下面的零售渠道，将这些产品通过商超渗透到广大消费群体当中。

公司目前到底存在哪些机遇和挑战，本文将对公司的价值回归之旅做个简单的 SWOT 分析。

S (Strength, 优势)

公司存在的优势十分明显。

首先是两个不可复制的资源优势。第一是历史资源，“东阿阿胶”的品牌就是公司最有价值的历史资源。对于中药来说，历史的沉淀是最为宝贵的资源，并且这种资源具有不可复制性，更是其他竞争对手难以逾越的屏障。第二是地理资源，东阿阿胶所处东阿县的东阿水是制造好阿胶必要条件之一，独一无二的地理资源也是公司重要资源之一。公司集“天时，地利”于一身。

其次，公司对驴皮资源的掌控给力公司东阿阿胶的价值回归，让公司具有持续提价的能力。公司对上游的驴皮资源有意识的进行掌控。驴由于其生理特性，生长繁殖慢和不经济性，除驴皮以外资源缺少消费渠道，因此我国养驴的积极性缺乏，直接体现就是毛驴存栏量的持续走低。公司一方面积极建立养驴基地并和政府合作，通过补贴等形式提高农户养驴的积极性；另一方面从国外进口驴皮，达到公司对驴皮资源的掌控。公司目前能够掌控驴皮资源占全国驴皮资源的 50%-60%以上。

再有，公司不可撼动的行业地位使公司有能力成为阿胶行业相关标准制定的参与者。一流的公司制定标准，阿胶行业由于曾经被报道过负面新闻，公司作为发起人之一，与 2011 年发起成立了“山东阿胶行业协会”。山东的产胶量占全国的 80%以上，因此这个协会虽然说是个省级的协会但其实可以认为有国家级的实力。东阿阿胶作为协会的主要参与者也将参与到行业一系列行业标准的制定，包括质量标准和检测标准。

最后，公司背靠华润集团，依托集团优势如华润拥有的肉类加工企业，商超等资源，可

以为公司产品的营销和下游深加工提供资源。

综上所述，东阿阿胶具有得天独厚的历史，地理，产品，股东优势等要素禀赋，公司生长土壤及其丰厚。同时，公司强大的市场营销能力也是得到市场认可的，消费者对东阿阿胶的品牌忠诚度是非常高的。

W (Weakness , 劣势)

公司存在的劣势我们认为如果保持目前条件不变的情况下，公司持续大幅提价可能会造成得消费者数量的流失，形成提价瓶颈。我们分析公司本次提价所带来的消费人群流失现象，得出以下几点原因：

第一,公司产品的持续涨价推升消费对象的收入水平升级,消费人群的年均收入级别提升,即消费对象的收入水平应该是更为高收入的人群。

我们对东阿阿胶块价格和消费者的人均收入水平做了个简单的弹性估算，结果如下：

假设 1：提价后，东阿阿胶块零售价格为 750 元/500g，即 1.5 元/g，按照说明书正常使用量为 3~9g/天，按照 6g/天的服用量计算，每天的服用费用为 9 元，即人均年消费为： $9 \times 365 = 3285$ 元。

假设 2：根据我国 2009 年统计年鉴，我国城镇居民平均每人全年总收入为 18858 元，城镇居民平均每人全年医疗保健支出为 856.41 元，即医疗保健支出占收入的比例为： $856.41 / 18858 = 4.54\%$ 。

假设 3：按照阿胶每年的消费金额和医疗保健支出占收入比，我们计算东阿阿胶的消费人群年收入为： $3285 / 4.54\% = 72357$ 元，即月收入为 6030 元以上的人群是东阿阿胶的消费人群。

假设 4：假设医疗支出比例 4.54%不变，计算阿胶块价格和消费人群收入的弹性分析结果，如表 2 所示。

表 2 东阿阿胶阿胶块价格和对应消费人群收入的弹性分析

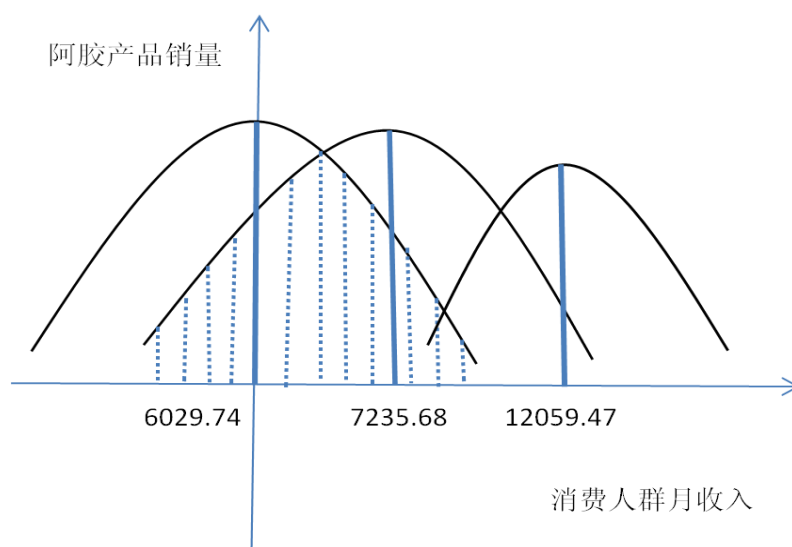
提价比例	阿胶块价格/500g	日均消费额/元	年均消费额/元	消费人群年收入/元	消费人群月收入/元
0%	750	9.00	3285.00	72356.83	6029.74
10%	825	9.90	3613.50	79592.51	6632.71
20%	900	10.80	3942.00	86828.19	7235.68
30%	975	11.70	4270.50	94063.88	7838.66
40%	1050	12.60	4599.00	101299.56	8441.63
50%	1125	13.50	4927.50	108535.24	9044.60
60%	1200	14.40	5256.00	115770.93	9647.58
70%	1275	15.30	5584.50	123006.61	10250.55
80%	1350	16.20	5913.00	130242.29	10853.52
90%	1425	17.10	6241.50	137477.97	11456.50
100%	1500	18.00	6570.00	144713.66	12059.47
200%	2250	29.70	10840.50	238777.53	19898.13
300%	3000	43.20	15768.00	347312.78	28942.73
400%	3750	58.50	21352.50	470319.38	39193.28
500%	4500	75.60	27594.00	607797.36	50649.78
600%	5250	94.50	34492.50	759746.70	63312.22

资料来源：德邦证券研究

根据上述人群收入的分析可知，目前阿胶块价格为 750 元/斤，消费人群在月收入 6000 元左右，如果阿胶价格提高 20%，则主要消费人群转移至月收入 7000 元左右，这一消费人群的转移需要公司对新的消费人群进行教育和指导，培育新的消费群体需要一定的时间，从公司一月份提价导致一季度销量下滑的现象也可以看出。4 月份公司销售已经有所回升，说明市场对公司的产品认可度还比较高，只是需要时间来消化提价产生的影响。

从下图可以更加直观地看到，我们假定消费人群的收入与阿胶产品销量呈下图所示分布，当产品价格 750 元/斤时，最大消费人群在 6000 左右。当公司产品价格提升 20%，消费人群月收入向右偏移，因此会造成一部分消费群体的流失，只有中间阴影部分的人群保留下来，要恢复销售，需要重新建立右半部分的消费人群。而且随着消费人群的收入升级，消费人数必然在下降。而如果快速大幅提价，达 100%时，消费人群收入猛增到 1.2 万元左右，两个消费人群的重叠则更少，那就需要更长的时间和投入更大的精力来建立新的消费人群。因此，我们建议阿胶块采取小幅多次的提价策略，这样能够缩短新建消费群体所需的时间，消费群体重建得越快，对公司销售的影响越小。

图 2 阿胶块产品销量与消费人群月收入的关系示意图



第二，在于公司对东阿阿胶产品的奢侈品市场定位和市场对东阿阿胶产品的心理定位存在一定的差距。我们认为作为一个真正的奢侈品，奢侈品的制造商对市场价格是有足够的掌控能力的，即市场对于其提价的态度是接受甚至由厂家“提价行为”而产生的更为积极的购买。显然东阿阿胶目前显然还未达到此高度。我们得出公司定位和消费者心理定位不匹配的第二个理由是，我们分析其原因认为其一，阿胶作为一个传统的滋补产品，一直流行于民间大众，长期在大众的心里对阿胶的定位是中等以上家庭可以消费的起的保健品。因此在大众心理对产品的定位并未把东阿阿胶归于奢侈品行列，这种大众的心理定位和公司意图把东阿阿胶打造成奢侈品的定位存在定位差，故公司一次猛然提价造成了市场销售的下滑。其二，在阿胶市场上，还有许多品牌可供消费者选择，即有市场替代品，如同仁堂生产的阿胶，福胶等，这些产品之所以能替代东阿阿胶从侧面也说明东阿阿胶目前的品牌效应还没有足够强大到“至尊”的地步，即离“奢侈品”的定位存在差距。

O (Opportunity , 机遇)

公司面临的机遇从宏观上来讲是我国经济的高速发展这个大环境。人均收入的增加，人们保健意识的提高，人均保健支出的上涨等都是公司产品畅销的保证。

从微观来说，那个公司以阿胶为本衍生出来的各种产品可以凭借公司已有的各种优秀的自然禀赋得以顺利拓展，借力打力。

T (Threat , 威胁)

公司最主要的威胁就是公司在消费者还未成熟时期，被竞争对手抢占市场，造成消费者流失的威胁。

公司的 SWOT 分析总结如下表：

表 3 东阿阿胶的 SWOT 分析

S (Strength , 优势) 1. 东阿阿胶具有良好的历史品牌优势和独特的地理资源优势 2. 通过内生和外延增强了对驴皮资源的掌控能力 3. 公司不可撼动的行业地位 4. 背靠雨润集团，拥有强大的营销资源和下游产品研发资源	W (Weakness , 劣势) 1. 公司具有强大的产品营销能力，但是持续的大幅提价可能导致消费人群的流失，新的消费人群建立需要时间。 2. 公司的产品有良好的口碑，但是公司的奢侈品市场定位与消费者的心理定位存在一定差距
T (Threat , 威胁) 公司面临的威胁主要来自于竞争对手抢占市场，导致消费者流失	O (Opportunity , 机遇) 1. 宏观上，公司借力经济高速发展大环境和医疗保健行业的快速发展趋势 2. 微观上，阿胶系列产品独特的天然禀赋给予公司巨大的发展空间

资料来源：德邦证券研究

3.2 公司产品定价策略探讨

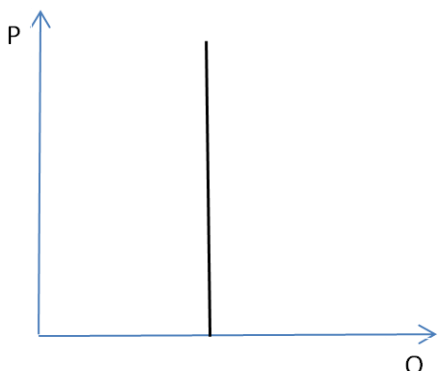
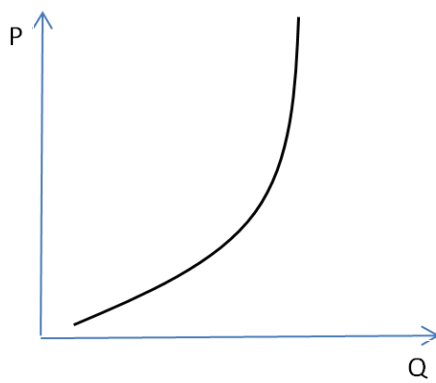
根据前述模型的建立，我们得出了公司的产品价格和收入增长关系，同时结合产品需求弹性以及公司的产品分析，我们认为公司应该将现有产品进行分类，采取不同的定价策略。

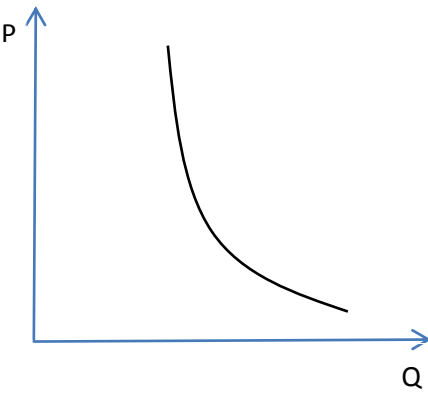
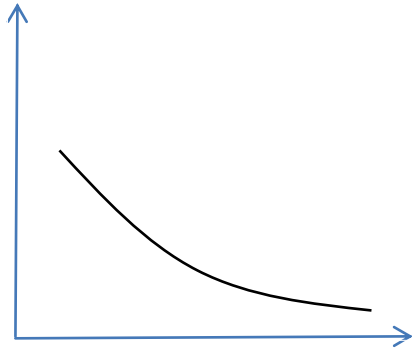
1. 我们认为，在市场上，公司生产的“九朝贡胶”的高端定位市场还是认可并接受的。我们推测，该产品的涨价所引起的市场反应应该比阿胶块提价更为良性，是最有希望成为奢侈品的一个产品。针对这部分产品，可以适时适当，甚至大幅提价，推升公司的品牌地位。
2. 公司的阿胶块产品缺乏一定的弹性，由于公司的产品具有良好的品牌效应和竞争优势

势，在消费者心中形成了良好的品牌形象，消费者认可程度较高。但市场上同类产品的竞争仍不可忽视，如山东福胶、同仁堂阿胶等。因此，对这类产品应采取小幅多次提价的措施，单次大幅度的提价可能影响消费者对东阿阿胶的品牌依赖度，导致原有消费人群的流失。

3. 公司生产的保健品阿胶系列产品，如“桃花姬”产品，保健品市场替代产品较多，消费人群对价格的敏感程度较大，不适当的提价可能导致消费人群的大量流失，影响销售收入，因此应采取温和提价的措施，稳定消费人群。

表 4 公司产品需求弹性曲线及定价策略

产品类型	产品需求弹性曲线	定价策略和理由
九朝贡胶		定价策略：可以适时适当，甚至大幅提价 理由：独特稀缺的黑驴皮资源使得产品具有奢侈品属性，且市场上同类竞争商品较少。这一独特的资源特性使得九朝贡胶的需求弹性曲线可以成为完全无弹性曲线，甚至出现价涨量升的例外情况需求曲线
		

阿胶块		定价策略：小幅多次提价 理由：消费者对公司独特的地理资源和品牌优势有一定的认可度，但是持续大幅度提价可能会导致消费人群流失，应通过小幅多次提价的方式来逐步教育和引导消费者，迅速重建消费人群，以减少对销售业绩的影响
“桃花姬”为代表的阿胶保健产品		定价策略：温和提价 理由：公司产品具有较好的自然禀性，保健品市场替代产品较多，消费者对价格变化较敏感，应通过不断引导和教育消费者，以达到产品价格提升和高收入消费人群的迁移相匹配

4. 风险提示

公司短时间内大幅提价可能导致消费人群的减少，如果未能及时建立新的消费人群，则有被竞争对手抢占市场份额，导致销售业绩未能如预期增长甚至下滑的风险。

5. 盈利预测

我们的盈利预测是建立在公司具有强大的品牌优势和独特丰富的资源优势基础上的，公司4月份销量已经有所回升，新的消费人群已经逐步建立。同时，公司具有很强的营销网络和品牌推广能力，能够很好地消化提价所带来暂时的销量下降的不利影响。

基本假设：

- 1、公司营业收入未来三年的增长率分别为 45%、24%和 23%；
- 2、公司毛利率未来三年分别为 59%、61.20%、63.87%

3、公司销售费用比例未来三年分别为 20%、20%、19%

4、公司管理费用比例未来三年分别为 8%、8%、8%

按照上述假设，我们预计公司未来三年的营业收入分别为 35.72，44.30 和 54.49 亿元；公司净利润分别为 8.62，11.52 和 15.83 亿元；摊薄后每股收益分别为 1.32，1.76 和 2.42 元。

由于公司良好的资源优势和品牌优势，在阿胶行业具有不可撼动的行业地位，我们给予公司 38-42 倍市盈率，按照公司 2011 年的盈利预期，公司的合理价值区间在 50.05-55.31 元。公司 7 月 6 日收盘价为 41.50 元，给予“买入”评级。

表 5 阿胶系列产品未来三年销售预测

产品名称	2011E	2012E	2013E
阿胶块 (亿元)	14.29	18.58	23.22
增长率 (%)	57.73%	30.00%	25.00%
毛利率 (%)	80.00%	82.00%	85.00%
阿胶浆 (亿元)	8.45	10.56	13.20
增长率 (%)	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	63.00%	64.00%	65.00%
保健品 (亿元)	3.69	5.54	8.30
增长率 (%)	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	46.00%	48.00%	50.00%
阿胶及其系列收入 (亿元)	26.43	34.67	44.73
增长率 (%)	46.67%	31.19%	28.99%
毛利率 (%)	69.82%	71.09%	72.60%

表 6 公司财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1685.96	2079.11	2463.78	3572.49	4429.88	5448.76
增长率(%)	22.05%	23.32%	18.50%	45.00%	24.00%	23.00%
归属母公司股东净利润	287.04	392.12	582.22	861.59	1152.08	1582.64
增长率(%)	39.47%	36.61%	48.48%	47.98%	33.72%	37.37%
每股收益(EPS)	0.439	0.600	0.890	1.317	1.762	2.420
销售毛利率	49.62%	48.91%	54.99%	59.00%	61.20%	63.87%

表 7 公司 2011-2013 年三大财务报表预测

单位：百万元

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1685.96	2079.11	2463.78	3572.49	4429.88	5448.76
减：营业成本	849.42	1062.30	1108.87	1464.72	1718.80	1968.64
营业税金及附加	13.22	17.89	23.29	33.77	41.87	51.50
营业费用	351.30	377.51	481.51	714.50	885.98	1035.26
管理费用	138.94	173.71	207.26	285.80	354.39	435.90
财务费用	-11.15	-16.46	-20.86	-25.29	-40.67	-61.26
资产减值损失	4.86	-0.47	6.66	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.63	6.21	39.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	342.99	470.82	696.97	1098.99	1469.52	2018.72
加：其他非经营损益	-1.68	2.61	4.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	341.31	473.42	701.05	1098.99	1469.52	2018.72
减：所得税	45.17	66.36	106.93	219.80	293.90	403.74
净利润	296.14	407.06	594.12	879.19	1175.62	1614.98
减：少数股东损益	9.10	14.94	11.89	17.60	23.54	32.33
归属母公司股东净利润	287.04	392.12	582.22	861.59	1152.08	1582.64
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	460.65	1840.66	1019.33	1228.45	2386.62	3059.05
应收和预付款项	430.53	238.79	253.51	719.36	477.70	980.80
存货	190.92	202.70	193.76	356.57	289.22	450.44
其他流动资产	0.00	30.00	920.41	920.41	920.41	920.41
长期股权投资	112.34	118.33	74.41	74.41	74.41	74.41
投资性房地产	3.55	3.49	3.39	2.95	2.51	2.07
固定资产和在建工程	347.71	388.00	484.16	407.27	330.39	253.50
无形资产和开发支出	81.61	125.62	128.72	111.64	94.55	77.46
其他非流动资产	169.64	2.14	351.22	350.00	348.79	348.79
资产总计	1796.94	2949.74	3428.91	4171.06	4924.59	6166.94
短期借款	1.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	337.39	445.92	550.19	707.52	679.04	847.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.70	44.70	61.34	61.34	61.34	61.34
负债合计	347.11	490.61	611.53	768.86	740.38	908.47
股本	523.76	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	123.40	689.92	689.17	689.17	689.17	689.17
留存收益	758.10	1045.58	1400.17	1967.39	2725.86	3767.79
归属母公司股东权益	1405.27	2389.52	2743.36	3310.59	4069.05	5110.98
少数股东权益	44.57	69.60	74.02	91.62	115.15	147.49
股东权益合计	1449.83	2459.12	2817.37	3402.20	4184.21	5258.47
负债和股东权益合计	1796.94	2949.74	3428.91	4171.06	4924.59	6166.94
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E

经营性现金净流量	297.82	813.90	637.21	478.20	1511.11	1151.89
投资性现金净流量	-66.87	-134.42	-1258.87	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-109.62	596.77	-216.22	-269.08	-352.94	-479.45
现金流量净额	121.32	1276.24	-838.20	209.12	1158.17	672.43

资料来源：wind 资讯，德邦证券研究

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
- 中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
- 减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。