

中药 II

中药衍生品行业：顺应消费趋势，以功能延展、民族品牌突破重围

引言

翻开股价走势图，自 08 年 A 股市场启动以来，东阿阿胶、云南白药、片仔癀、马应龙等走出了持续强于大盘的行情。简单看，公司业绩的持续超预期支撑了股价。深层次看，一个没有被市场归纳的行业——中药衍生品行业在收入增长与消费升级的大背景下悄然崛起。

近期的几则消息再次促使我们关注这个行业的变化：

第一则：9 月 8 日深深宝（000019）发布公告称，将所持有的深圳百事 15% 股权转让给百事中国投资有限公司。深深宝称，深圳百事去年主营业务收入 15 亿，亏损达 6742 万，显然，转让的原因在于不堪深圳百事的亏损。曾几何时，两乐成为中国饮料的代名词。以生产百事可乐的深圳百事 2005 年之前利润一直保持上升趋势，2006 年后开始下滑，到 2010 年出现亏损。根据 BOABC 监测结果，2009 年，可口可乐旗下 30 家分公司中约 1/3 企业亏损，而在百事可乐 20 家分公司中，则有近一半亏损。与此同时，饮料行业协会估算王老吉凉茶 2009 年销售突破 160 亿元，尼尔森公司市场调查显示，王老吉凉茶已经成为国内灌装饮料第一品牌。由此显示，中草药饮料彻底打败洋饮料！

第二则：老字号片仔癀今年中报显示，化妆品实现营收 2620 万元，同比增长 70%，日用品收入 227 万元，同比增长 104%，同时片仔癀之外的药品取得收入 4782 万元，同比增长 96%，中药老品牌展现新动力。关于中药日化市场的传奇并不只于此，云南白药牙膏短短 5 年时间，从几千万的规模发展到 2010 年销售额突破 10 亿元，Euromonitor 调查发现，2010 年上半年云南白药牙膏与中华牙膏并列国内牙膏市场第四名，市场占有率达到 10%，成为国内牙膏自主品牌第一名，同时相比于中华牙膏几十年来的苦心经营和外资投入，云南白药牙膏创造了中药牙膏的传奇。事实证明，相比于化学产品，中药题材日化产品正在被更多的消费者认可，市场魅力愈发显现。

国内消费品市场发生着翻天覆地的变化，中药衍生品已经从成功个案演变为规模化发展，我们的工作正是试图揭示市场的发展变化，通过数据说明未来的发展方向，为投资者提供参考。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

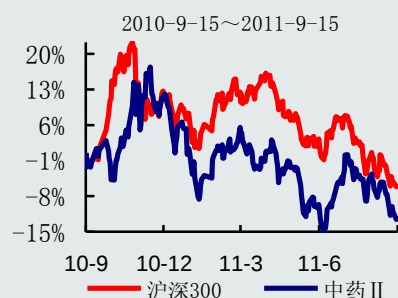
联系人：平晓川

Tel: 010-59370867

Email: Pingxiaochuan@hczq.com

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
片仔癀（600436.SH）	强烈推荐
马应龙（600993.SH）	推荐
广州药业（600332.SH）	推荐
东阿阿胶（000423.SZ）	推荐
云南白药（000538.SZ）	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《机遇与变革双驱动下的行业增长》

2010-12-21

《广药集团十二·五规划发布及“大南药”战略联盟成立大会纪要及点评》

2010-11-26

《整合资源应对“超级菌”，广药集团抢占制高点》

2010-09-12

投资要点

中药题材日化产品未来3年增速将达30%以上。据Euromonitor数据显示,2009年我国日化产品销售额接近2000亿元,自2005年以来复合增长率达到10%。2010年以后细分市场竞争进入极为激烈的阶段,高端产品层出不穷,我们估计市场销售额每年约以10%增速上升,2013年全国日化产品销售额将突破2900亿元。据我们估算,随着城镇居民可支配收入逐年提高,以及消费能力不断增强,三大类中药题材产品(护肤品、洗发水、牙膏)11-13年增速在30%以上,13年销售额达到620亿元。

中草药题材饮料增长速度在25%以上。2009年我国饮料制造业工业总产值达到7465亿元,06-09年复合增长率达24%。由于我国目前的人均饮料消费量尚低于世界平均水平,国民生活水平的不断提高,饮料市场潜力巨大,我们预计未来几年饮料行业工业生产总值将保持20%以上增速。饮料行业协会预计功能饮料细分市场将进一步扩大,具有保健功能的中药题材饮料无疑将成为发展重点,凉茶饮料近年异军突起,罐装饮料市场上击败可口可乐、百事可乐,凉茶产品一跃成为国内罐装饮料第一名,我们预计,中草药题材饮料市场规模增速将高于整体,达到25%以上,到13年销售额有望突破500亿元。

中药保健品市场调整后快速增长可期。有调查表明,由于生活压力增大、工作节奏加快,我国亚健康人群近9亿人,通过媒体宣传,越来越多人保健意识增强,加之老龄化社会临近,我国保健品市场潜力逐年增大,据中国保健协会统计,2009年保健品市场规模达到900亿元,2012年将达到1200亿元。由于中医文化的特殊性,我国保健品以中草药加工品为主,国家医药行业十二五规划给知名药企、老字号公司提供较为有利的发展机会,东阿阿胶、片仔癀等品牌获得消费者的信赖,新产品层出不穷,随着市场逐渐规范并步入正轨,我们估计中药保健品市场将有长足的发展,未来三年增长达20%以上。

投资建议

国内多家医药企业发挥自身优势,跨界发展取得较好成绩,建议予以重点关注。以中草药为题材的日化产品、饮料产品、保健品在国内市场占比越来越大,具有较好的消费者基础,十二五规划予以政策支持,我们预测这类产品具有较高的成长性,有望成为公司利润增长点,提升公司的安全边际。推荐关注:片仔癀、云南白药、马应龙、东阿阿胶、广州药业。

华创证券研究所重点跟踪上市公司收入和盈利预测

公司	代码	收盘价 (11-09-13)	EPS (元)				PE				评级
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	
片仔癀	600436.SH	64.93元	1.39	1.89	2.76	3.88	47	34	24	17	强烈推荐
马应龙	600993.SH	18.36元	0.74	0.63	0.77	0.95	25	29	24	19	推荐
东阿阿胶	000423.SZ	44.39元	0.89	1.36	1.75	2.17	50	33	25	20	推荐
广州药业	600332.SH	14.16元	0.33	0.43	0.53	0.69	43	33	27	21	推荐
云南白药	000538.SZ	60.03元	1.33	1.74	2.34	3.04	45	35	26	20	推荐

资料来源: 华创证券整理

推荐公司及推荐理由

投资标的	中药题材产品	推荐理由
片仔癀	保健品、面霜、牙膏	公司以片仔癀为依托,打造面霜、牙膏等产品,效果受到消费者肯定。
马应龙	眼霜	八宝眼霜销售仍局限于武汉地区,未来全国销售成长有望。
广州药业	王老吉凉茶	凉茶产品销售额超过100亿元,成为国内知名品牌。
东阿阿胶	补血保健产品	阿胶块长期提价趋势较为确定,保健品有望保持快速增长
云南白药	牙膏、洗发水	公司在成功推出白药牙膏后,以养元青洗发水再次冲击日化市场。

资料来源: 华创证券整理

目录

1 中药衍生品拉近与消费者的距离.....	6
1.1 中药日化产品借药妆概念崛起.....	6
1.2 中药题材饮料体现药食同源理念.....	7
1.3 中药保健文化一脉传承.....	8
2 中医药文化深入华人生活.....	8
2.1 阴阳五行，生命基础.....	8
2.2 天人合一，注重养生.....	9
2.3 治未病，养为先.....	9
2.4 中医文化造就有中国特色的养生产业.....	9
3 中药日化产品：分享消费升级下的快速增长.....	9
3.1 护肤产品.....	9
3.1.1 我国护肤产品进入中药时代.....	9
3.1.2 中药护肤有据可循.....	10
3.1.3 中药护肤市场未来 3 年增速将达 50%以上.....	11
3.2 洗发类产品.....	11
3.2.1 中药洗发市场几经波折.....	11
3.2.2 中草药护发功能明确.....	12
3.2.3 中药洗发市场未来 3 年增速将达 20%以上.....	13
3.3 牙膏市场.....	13
3.3.1 中药牙膏伴随国人成长.....	13
3.3.2 云南白药牙膏成为民族第一品牌.....	15
3.3.3 中药有效缓解口腔问题.....	15
3.3.4 中药牙膏市场 13 年市场占有率将达 80%.....	16
3.4 中药日化市场未来 3 年增速超过 30%.....	17
4 中药功能饮料：王老吉打败两乐并非传奇.....	19
4.1 饮料市场向功能领域发展.....	19
4.2 中药题材饮料突出重围—王老吉案例分析.....	21
4.3 中草药饮料市场 13 年将突破 500 亿元.....	21
5 中药保健品：高端产品向奢侈品演化.....	23
5.1 中药保健品产业触底盘整待复兴.....	23
5.2 中药保健历史悠久.....	24
5.3 经典保健品留芳千古.....	25
5.3.1 “药中茅台”—东阿阿胶.....	25
5.3.2 补肾益气—六味地黄.....	27
5.3.3 药中瑰宝—片仔癀.....	28
5.4 中药保健品市场 13 年有望突破 1300 亿元.....	29
6 投资建议.....	30

图表目录

图表 1	日化产品分类.....	6
图表 2	2009 年个人护理类日化产品市场份额占比.....	6
图表 3	中药日化发展历程.....	7
图表 4	我国功能饮料市场.....	7
图表 5	五行相生相克示意图.....	8
图表 6	阴阳五行对应表.....	8
图表 7	部分常见中药材.....	9
图表 8	我国护肤品市场历史沿革简表.....	10
图表 9	部分具有中药成分的护肤用品.....	10
图表 10	部分具有护肤作用的中草药.....	11
图表 11	08-13 年我国护肤品市场容量与预测.....	11
图表 12	我国洗发市场发展历程.....	12
图表 13	部分具护发功能的中草药.....	12
图表 14	部分中草药洗发产品.....	13
图表 15	07-13 年洗护发市场销售额及预测.....	13
图表 16	我国牙膏市场历史沿革简表.....	14
图表 17	部分中草药题材牙膏.....	14
图表 18	10 年上半年牙膏市场格局.....	15
图表 19	08-10 年云南白药牙膏营收情况.....	15
图表 20	中草药牙膏普及情况的网调结果.....	15
图表 21	中草药牙膏有效性网调结果.....	15
图表 22	我国七大口腔问题分布.....	16
图表 23	部分具有健齿作用的中草药.....	16
图表 24	00-13 年我国牙膏市场及中草药牙膏销售额趋势与预测.....	17
图表 25	05-13 年我国日化产品销售额与预测.....	17
图表 26	00-09 年我国城镇居民人均年可支配收入和消费性支出.....	18
图表 27	目前我国生产中药日化产品的主要公司.....	18
图表 28	三大类中药日化产品市场份额占比.....	19
图表 29	三大类中药日化产品销售预测.....	19
图表 30	我国饮料市场历史沿革.....	20

图表 31	2009 年饮料市场销售收入份额.....	20
图表 32	2009 年饮料市场销售利润份额.....	20
图表 33	02-09 年王老吉凉茶市场销售额.....	21
图表 34	08-11Q2 王老吉药业营收情况.....	21
图表 35	06-13 年全国饮料制造工业总产值及预测.....	22
图表 36	07-09 年主要凉茶饮料与两乐销售情况（单位：亿元）	22
图表 37	目前国内经营中药题材饮料的主要公司.....	23
图表 38	我国保健品市场历史沿革.....	23
图表 39	22 种保健功能相应的品种组分.....	24
图表 40	08 年补血类保健产品市场份额.....	25
图表 41	补血产品消费者年龄区间.....	26
图表 42	05-11 年东阿阿胶出厂价.....	26
图表 43	九城市医院采购阿胶类产品排名.....	26
图表 44	补血类产品市场预测（单位：亿元）	27
图表 45	前 10 位补肾产品市场规模（百万元）	27
图表 46	2005 年 7 月五部委规定可以使用天然麝香产品.....	28
图表 47	我国亚健康人群比例.....	29
图表 48	我国保健品市场销售预测.....	29
图表 49	目前经营中药保健品的主要公司.....	30
图表 50	推荐公司及推荐理由.....	30
图表 51	推荐公司盈利预测.....	30

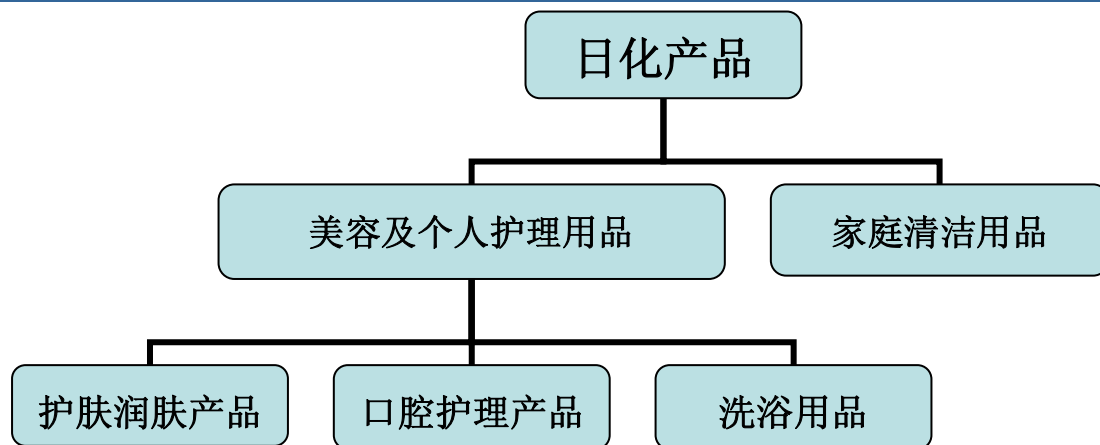
1 中药衍生品拉近与消费者的距离

中药衍生品是以中医文化为基础，利用中药特有属性，针对消费者不同诉求，将保健养生元素与日常生活有机结合的一组产品，涵盖了人们生活的方方面面，中国传统色彩浓重，无形中拉近了与消费者之间的距离，是中华文化土壤培育出的特有业态，面对数目庞大的华人消费者，由于这类产品市场潜力巨大，吸引了众多企业，特别是传统医药企业的加盟，在短短几年的时间里，中药衍生品市场初见规模，主要集中在中药日化、中药饮料、中药保健品等领域。

1.1 中药日化产品借药妆概念崛起

日化是指日用化学品，是人们平日常用的科技化学制品，包括洗发水、沐浴露、护肤、护发、清洁剂等。从细分市场来看，日用化学制品市场可分为美容及个人护理用品（包括护肤品、口腔护理用品、洗浴用品等）和家庭清洁用品两大类，据中国商品网统计，前者占据 7 成以上份额。

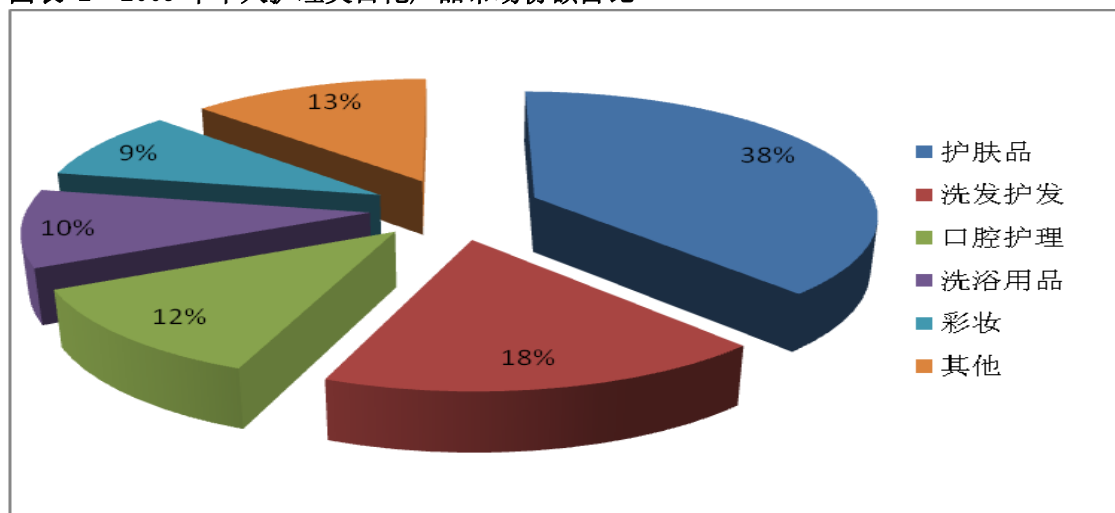
图表 1 日化产品分类



资料来源：中国商品网 华创证券研究所

据 2009 年 Euromonitor 调查显示，护肤、洗发护发、口腔护理产品一直位于美容及个人护理用品前三甲。

图表 2 2009 年个人护理类日化产品市场份额占比



资料来源：Euromonitor 华创证券研究所

中药日化是指医药企业以中医原理为基础，将中医药元素与日化产品相结合所衍生出的一类产品，同时具有医药、保健、日化用品等多重属性。具有医药成分的日化产品理念起源于 80 年代的美国，一些医生将药物成分加入到牙膏、面霜等日化用品中，已达到特有的疗效，这类产品受到美国 FDA 管制，但管制程度低于临床使用的药物，通过 20 多年来的推广，由于这些产品能够解决消费者的诉求，得到了消费者的认可。

随着进口药妆产品的流入，国内一些企业开始寻找具有中国特色的药妆发展道路。将中药材作为保健药品在我国历史源远流长，中药保健、养生已经渗透入中国人的生活里。但是由于西方医学的兴起，中医的地位在国内几经起伏，近些年随着中医药文化的宣传，国际社会对中医的承认，中医药渐渐成为主流，但是由于医药市场长期被西方医学控制，中医药发展出现瓶颈，在国家促进中医全面发展的政策引导下，中医药企业开辟了新的市场，向日化领域延伸发展。

图表 3 中药日化发展历程

时间	事件
1980 年	上海日用品厂研制凤凰珍珠霜，开国内药妆先河
1983 年	中华中药牙膏问世，当年销售额 1200 万元
1995 年	重庆奥尼中药洗发异军突起
2005 年	霸王洗发水进军防脱市场
2005 年	云南白药牙膏上市开拓中药牙膏市场
2007 年	佰草集、霸王、云南白药纷纷崛起，开辟中药日化新蓝海
2009 年	SFDA 禁止化妆品标识出现“中药”字样，经多方交涉至 2010 年解禁
2010 年	霸王遭遇“二噁英”流言

资料来源：华创证券研究所

1.2 中药题材饮料体现药食同源理念

目前市场上功能性饮料主要由运动饮料、营养素（维生素）饮料以及其他功能性饮料三部分组成。运动性饮料的主要成分为糖、盐和多肽类物质；营养素饮料主要包括葡萄糖为主的饮料，含维生素、牛磺酸、矿物质与其他必需成分。

图表 4 我国功能饮料市场



资料来源：2010 年中国饮料市场研究 华创证券研究所

具有中草药成分的功能饮料在全国市场推广比较晚，王老吉凉茶的成功推出，打破了人们对中草药固有观念，逐步繁荣这部分细分市场，随着王老吉的成功，一批企业开始效仿，和其正、阿胶饮料等纷纷投入市场，消费者反应不一，而中药功能饮料市场具有极大的诱惑力，连可口可乐这样的国际品牌都试图在这一细分市场分一杯羹。

1.3 中药保健文化一脉传承

养生文化是中华民族传统文化精髓，源远流长。中医对养生保健的研究由来已久，从两千多年前的《黄帝内经》开始，历代众多的医学家、佛家、道家对养生之道做过详细而深入的发掘和论述，逐步形成了一套完整的养生体系。随着我国经济发展，人们更加追求生活品质提高和追求延年益寿，以中药为主要原料的保健品将会得到长足的发展。

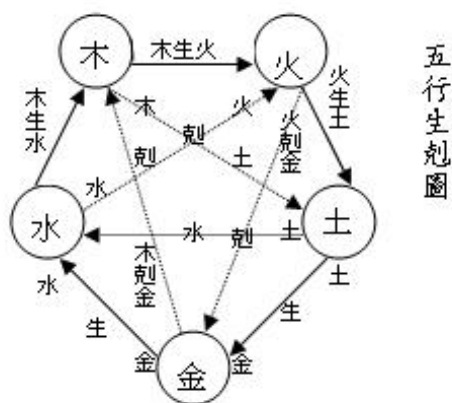
卫生部批准的 200 多种包括药食同源目录和可用于保健食品的中药目录基本涵盖了其规定的保健品 22 种功效。所有可以用作保健品原料的中药均具有各自对应的功效，虽然保健品不能宣传治病功效，但由于用于保健品的 200 多种中药大多数是人们熟悉的品种且安全性良好，企业可以对其所含的功效进行说明，消费者易于接受，如山楂促消化、阿胶补血、人参补气、三七活血等均是人们耳熟能详的品种。

2 中医药文化深入华人生活

2.1 阴阳五行，生命基础

中医药学理论体系是在春秋战国至东汉末随着《黄帝内经》、《难经》、《神农本草经》、《伤寒杂病论》等典籍的相继问世，全面总结了古代医学、药理学知识的基础上确立的。其后，经历代医家的反复时间与检验，而得以充实提高。

图表 5 五行相生相克示意图



资料来源：中医学 华创证券研究所

图表 6 阴阳五行对应表



资料来源：中医学 华创证券研究所

中医理论体系包括阴阳五行、五运六气、藏象经络、精神气血津液、病因病机、四诊八纲、四气五味等一系列理论与学说。其中阴阳五行学说是中医学的指导思想，主要用以阐释人体的生理病理现象，从其矛盾运动过程中分析诸多方面因素的动态变化及其相互作用，以指导临床诊断和疾病的防治。中医学认为，阴阳五行体现于世间所有事物中，包括人与自然界，人体的阴阳消长与平衡是维持生命活动的基本条件，也是一切疾病发生的基本原理。

2.2 天人合一，注重养生

“天人合一”是北宋著名哲学家张载首先提出，他在《正蒙 乾称》说：“儒者则因明致诚，因诚致明，故天人合一。”天人合一思想的形成经历了漫长的历史过程，这一思想可上溯至《周易》。中医学接受了天人合一的思想并在实际运用中将其进一步发挥，使之成为古代医家的世界观和方法论。天人合一的“天”是指包含天地万物的自然界，其视天、地、人为一体，统一于一气，遵循共同的规律，彼此之间相互影响，以求达到三者的和谐。

2.3 治未病，养为先

古语有云：治病药有三分毒，养为先，治为次之。在中医看来，恰当的使用中草药可以达到养生的目的，我国补益类药市场份额逐年增加，这些药品不仅用以治病，更可以用来补身。传统中医的高明之处就是将简单易行的中医药原理渗入到日常生活中，从洗头洗脸到吃饭饮茶，让人每时每刻都受到自然界的滋养，达到天人合一的境界。

图表 7 部分常见中药材



资料来源：华创证券研究所

2.4 中医文化造就有中国特色的养生产业

近些年国家大力支持中医药产业发展，使中医药产业极大发展，同时这些企业也肩负起宣传中医药文化，提高消费者养生意识的任务，通过几年来市场开拓，养生产品逐渐向产业化方向发展，一些医药企业也将养生理念移植到日化产品中，形成了养生产业化、日化中药化的市场潮流。

3 中药日化产品：分享消费升级下的快速增长

3.1 护肤产品

3.1.1 我国护肤产品进入中药时代

Euromonitor 调查显示，2009 年中国化妆品销售额已经超过 1400 亿元，占比日化市场销售额达 70%以上，成为仅次于美国和日本的全球第三大化妆品销售市场，是日化厂家竞争最激烈的战场之一。根据化妆品协会研究结果，在国内市场护肤品市场发展过程中，大致分为四个阶段：

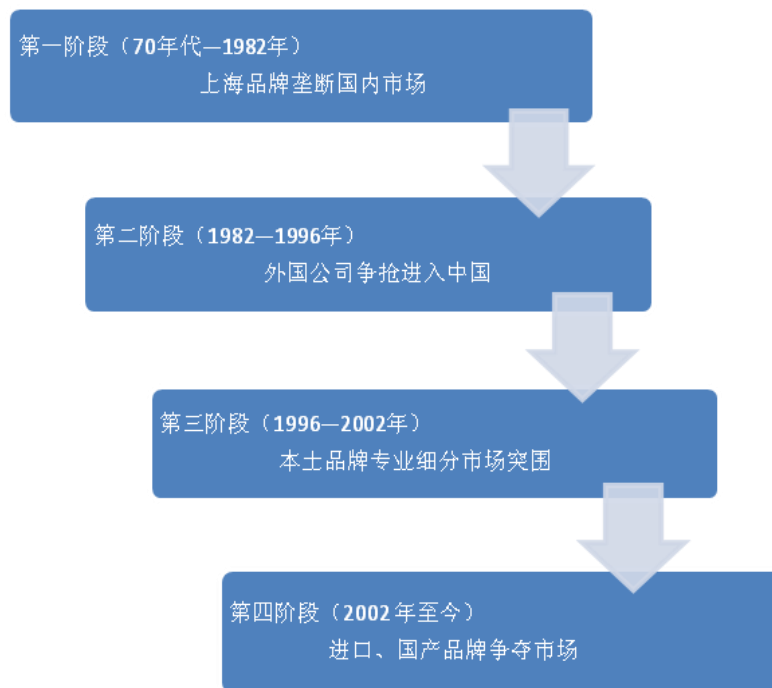
第一阶段（70 年代—1982 年）：上海品牌垄断国内市场。当时以上海家化为代表的上海护肤品品牌风靡全国。至今，很多人对美加净、郁美净、孩儿面等品牌仍然记忆犹新。

第二阶段（1982—1996 年）：市场开放后外国公司争抢进入中国。改革开放后，诸多跨国品牌如欧莱雅、玉兰油、强生、资生堂等进入中国市场，并引入了护肤理念，中国护肤品、润肤品营销开始起步。在这个阶段，跨国品牌和本土品牌各自占据着高端市场和中低端市场，正面交锋比较少。

第三阶段（1996—2002 年）：本土品牌专业细分市场突围。2002 年护肤品市场规模是 1982 年的 200 多倍，在这段时间里，国内护肤产品市场迅速扩充，竞争日益激烈，出现了防晒、美白、保湿、祛痘、香熏美容、男性护肤等方面的需求，护肤品进入了细分市场时代。

第四阶段（2002 年至今）：进口产品推进中低端领域，国产品牌向中高端跨越，中医药企业涉入护肤市场。2002 年以来，跨国品牌对中低端市场发起了进攻，本土品牌也不满足于市场份额大、利润却很小的现状，希望打入高端市场。同时，一些医药企业涉足护肤品市场，如同仁堂、片仔癀等企业，尝试进入中药保健细分市场，推出一系列护肤产品。

图表 8 我国护肤品市场历史沿革简表



资料来源：2007 中国护肤品市场调查报告 华创证券研究所

图表 9 部分具有中药成分的护肤用品



资料来源：公司广告 华创证券研究所

3.1.2 中药护肤有据可循

古籍中记载了先人利用天然药物内服或外用达到美容的历史，近年来利用现代科技，萃取中草药中有效的护肤美容成分，制作成护肤、润肤产品，受到消费者广泛好评。目前通过现代科学的检测手段，已经发现多种中草药具有护肤、润肤作用的有效成分，并经过产业化升华，成为具有市场竞争力的产品，比较常见的中草药有人参、珍珠、当归、薏苡、何首乌、灵芝等。

图表 10 部分具有护肤作用的中草药

中草药	主要作用
人参	促进皮下毛细血管的血液循环, 增加皮肤的营养供应, 调节皮肤水分平衡等作用。
珍珠	滋养保健、延缓皱纹产生
当归	营养皮肤、防止粗糙
薏苡	去色斑、除扁平疣、柔嫩肌肤
灵芝	延缓衰老, 清除血液中的黑色素、褐色素, 控制雀斑、老年斑的形成
何首乌	扩张血管和缓解痉挛
黄芪	补气驻颜
刺五加	抗老、美容、健身
茯苓	驻颜去皱, 悦泽润肤
地黄	延缓、减轻皮肤老化, 减少色素沉着, 养血容颜

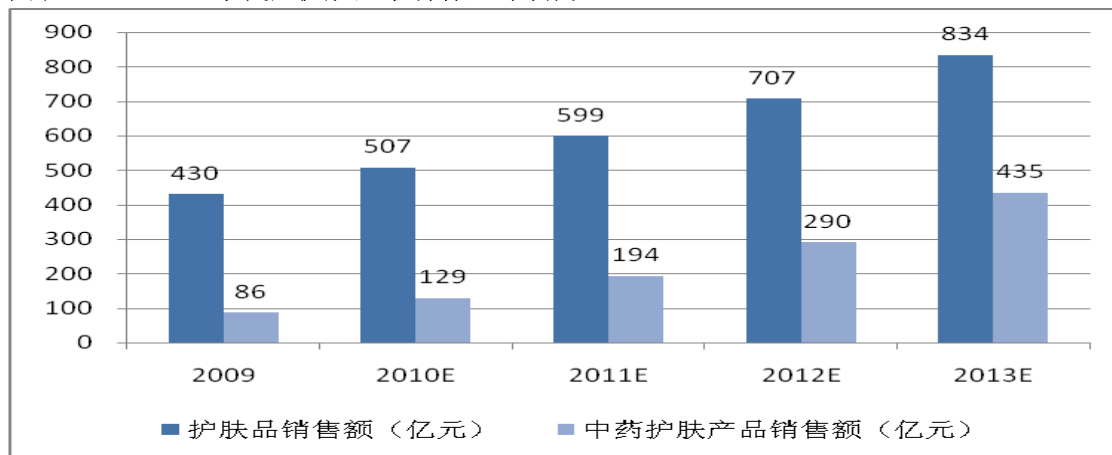
资料来源: 华创证券研究所

3.1.3 中药护肤市场未来 3 年增速将达 50%以上

目前, 我国化妆品的销售额仅次于日本和美国, 是全球第三大化妆品消费市场, 其中护肤品市场份额逐年增大, 据Euromonitor统计, 国内护肤品市场规模每年以18.3%的速度增长, 远高于化妆品产品整体增速, 我们预计11-13年中国护肤品市场增速将保持18%以上水平。

Euromonitor市场调查发现, 2009年中药护肤品市场占有率约20%, 中药题材护肤品销售额年增长率达65%, 是化妆品市场发展最快的细分领域之一。我们认为, 得益于药妆理念不断深入, 跨国公司纷纷推进“汉方”概念, 国内老字号医药企业跨界发展着力推广中药护肤产品, 我国中药护肤品消费者人群将快速扩充, 我们预计11-13年中药题材护肤品市场将以50%以上的速度增长, 到2013年市场占有率达到50%以上。

图表 11 08-13 年我国护肤品市场容量与预测



资料来源: Euromonitor 华创证券研究所

3.2 洗发类产品

3.2.1 中药洗发市场几经波折

我国洗发产品市场同样经历了起伏波折, 根据中国商品网的研究报告, 将其分为 4 个阶段:

第一阶段 (70 年代末—1986 年) 市场萌芽阶段: 中国诞生了第一瓶洗发水—蜂花洗发露。当时中国市场上流行的诸如海鸥、美加净等各种洗发香波, 基本上只具备简单的清洁头发的功能; 并且由于当时经济环境的因素, 市场化程度不高, 缺乏市场竞争。

第二阶段（1986—1992 年）市场培育阶段：1986 年联合利华开始进军中国市场，开启了中国洗发水行业的培育和发展阶段。1988 年宝洁公司进入中国推广飘柔二合一洗发水，颠覆国人洗发、护发分开使用的习惯，去屑的海飞丝、护发功能的潘婷营养洗发水纷纷上市，奠定宝洁公司在中国洗发水行业的龙头地位。在这一阶段，跨国公司的产品以高质高价的形象占据了一半以上的市场份额，国产品牌在中低端市场中不断地萎缩。

第三阶段（1992—1998 年）市场发展阶段：中国的洗发水市场在跨国公司的带领下向高品质、多品种、功能化的方向不断地发展，并对跨国公司形成冲击。奥妮利用植物的概念抢先开辟了中草药洗发水市场，舒蕾终端营销策略将系统竞争优势展示出来，国内品牌的反击改变了中国洗发水市场的营销面貌，中国的洗发水市场竞争空前激烈起来。

第四阶段（1999—今）成熟阶段：联合利华在 1999 年发动价格战，取得了巨大的胜利，宝洁面对市场占有率不断下滑的局面，宣布飘柔降价 30%，并且推出黑飘、蓝飘等品牌，开始构筑品牌壁垒和价格壁垒。在不断的博弈中，形成了洗发水行业的三大阵营，第一阵营包括宝洁、联合利华等知名品牌，占据了 75%左右的份额，第二阵营包括丝宝、霸王、广东名臣、拉芳等共占有 15%左右的市场份额。第三阵营大部分为国产品牌，如采乐、好迪、奥妮等分享剩下 10%的份额。

图表 12 我国洗发市场发展历程



资料来源：中国商品网 华创证券研究所

3.2.2 中草药护发功能明确

现代科学研究发现，许多中草药具有养发、护发的神奇功效，如人参加在洗发剂中能使头部的毛细血管扩张，可增加头发的营养，提高头发的韧性，减少脱发、断发，对损伤的头发具有保护作用。此外，当归、牡丹皮、白芍、三七等中草药都被证实其护发作用，并广泛的使用在护发产品中。

图表 13 部分具护发功能的中草药

中草药	主要功效	主要成分
丹参	生发、乌发	丹参酮、丹参素
当归	乌发、驻颜	挥发油、阿魏酸
牡丹皮	脂溢性脱发	牡丹皮酚
白芍	养发、去屑	芍药苷、牡丹皮酚
川穹	增进头部毛细血管循环	川穹嗪、挥发油
三七	减少断发、延缓生白发	皂苷、挥发油
人参	乌发生发	人参皂苷
何首乌	乌发	总蒽醌
生姜	生发止脱	挥发油、姜酚
葛根	脂溢性脱发、斑秃	异黄酮类雌激素
蒲公英	乌须黑发	甾醇
黄芩	治脱发	黄芩苷

资料来源：华创证券研究

图表 14 部分中草药洗发产品



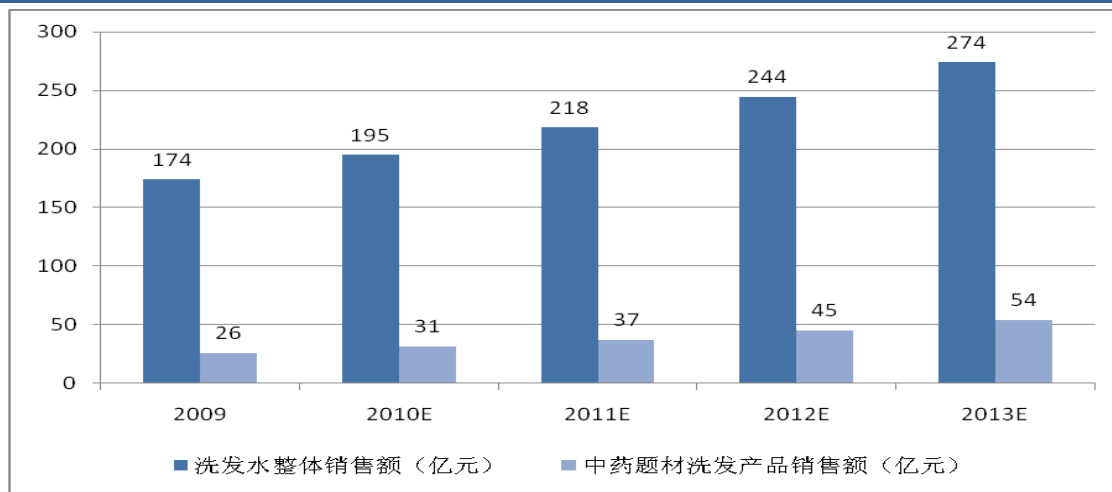
资料来源：华创证券研究所

3.2.3 中药洗发市场未来 3 年增速将达 20%以上

国内消费者对中药题材洗发产品并不陌生，90 年代初重庆奥妮打响中药洗发第一枪，“黑头发、中国货”的宣传口号，赢得了全国消费者的青睐，1997 年奥妮中药洗发产品全国市场占有率达到 13.8%，奥妮由于经营问题将中药洗发产品的接力棒传到了霸王集团手中，霸王洗发水定位于防脱发细分市场，凭借中药世家的品牌优势，复制了奥妮的成功，显示出中药题材洗发产品的市场潜力和消费者对中药题材产品的信任，各跨国公司也根据各自情况，以草本精华概念推出新产品抢占市场。同时，老字号药企跨界日化行业，将产品线延伸向洗发护肤市场，我们认为凭借医药企业的品牌效应，中药题材洗发水市场将格局将发生一定变化。

据 Euromonitor 统计，2009 年洗发水市场规模达 174 亿元，近 5 年复合增长率达 12%，中草药题材洗发产品市场规模达 26 亿元，同比增长 20%左右。我们预计 11-13 年洗发水市场整体增速保持 12%水平，中药题材洗发水市场增速将高于整体，保持 20%以上速度发展，2013 年销售额将突破 50 亿元。

图表 15 07-13 年洗护发市场销售额及预测



资料来源：Euromonitor 华创证券研究所

3.3 牙膏市场

3.3.1 中药牙膏伴随国人成长

牙膏是人们日常生物中最常接触的日用品之一，牙膏市场一直是日化企业竞争的焦点。根据中国美容化妆品网站研究报告，国内的牙膏市场几经变革，外资与本土对决的尖峰对决不断上演，大致分为以下几个阶段：

第一阶段（1949—1982 年）：这段时间是国产牙膏的时代，上海中华牙膏和天津蓝天牙膏两个国产品牌分享了中国牙膏市场，并有“南有中华，北有蓝天”之说。

第二阶段（1983—1991 年）：改革开放后国内品牌呈现遍地开花的局面，两面针、冷酸灵、黑妹、芳草、草珊瑚、小白兔、黄芩等众多新品牌涌现，出现区域性瓜分国内市场的局面。

第三阶段（1992—1995 年）：这一时期经济开放的步伐迈得更快更猛，随着市场的开放，外国公司纷纷来华投资，进口牙膏品牌也随着这股浪潮涌入中国市场。1992 年，世界最大的牙膏品牌高露洁迅速占领市场；1995 年世界上最大的清洁用品公司宝洁公司的佳洁士抢滩进入中国市场。进口牙膏公司在短时间内利用强大的营销攻势抢占了中国的高端市场。

第四阶段（1996—2002 年）：国内在短短几年内经历了经济腾飞、泡沫经济与经济软着陆阶段，国内外牙膏品牌重新洗牌。一方面通过收购国产品牌来取得市场份额和渠道，如联合利华从上海牙膏厂取得了“中华”和“美加净”的品牌经营权；另一方面通过营销及价格调整，使大众更容易接受。随后几年，国内牙膏 10 强品牌中外资品牌从两席增至四席，而蓝天六必治、芳草、小白兔等昔日国产名牌整体陷入颓势。

第五阶段（2003 年至今）：国内新概念牙膏品牌寻求突破试水成功。以田七、纳爱斯、立白、云南白药膏等新生品牌为主体的新概念牙膏进入市场，利用其优势在“口腔护理”和“中草药护理”等细分市场中逐步占据优势。

图表 16 我国牙膏市场历史沿革简表

第一阶段（1949—1982年）—国产牙膏的时代

第二阶段（1983—1991年）—国内品牌遍地开花

第三阶段（1992—1995年）—进口牙膏占领市场

第四阶段（1996—2002年）—牙膏市场重新洗牌

第五阶段（2003年至今）—国内品牌寻求突破

资料来源：中国美容化妆品网 华创证券研究所

图表 17 部分中草药题材牙膏

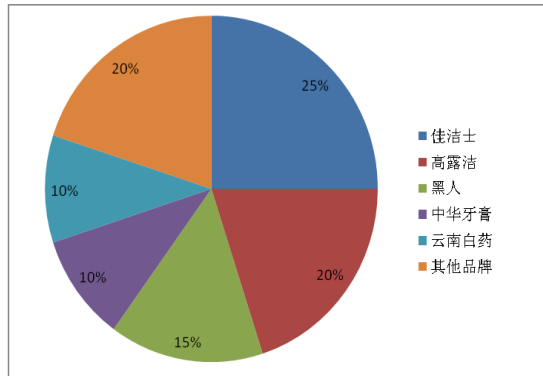


资料来源：华创证券研究所

3.3.2 云南白药牙膏成为民族第一品牌

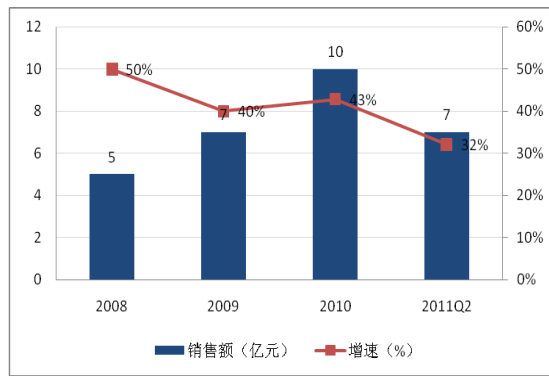
根据 2010 年上半年的相关数据，宝洁旗下的佳洁士市场份额在 20% 以上，高露洁和黑人都在 15% 以上，外资品牌的市场份额占到 70% 以上，国产牙膏品牌仅占不到 30% 的市场份额。面对这一局面，多家公司推出中医药题材牙膏，将中医药文化与牙膏有机的结合在一起，获得消费者的认可，10 年上半年，云南白药牙膏市场占有率达 10%，成为民族牙膏第一品牌。

图表 18 10 年上半年牙膏市场格局



资料来源：中国商品网 华创证券研究所

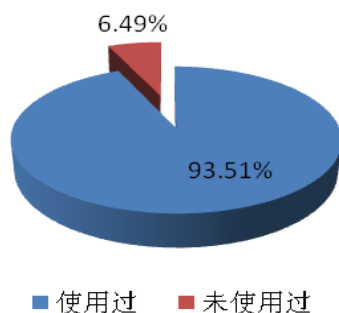
图表 19 08-10 年云南白药牙膏营收情况



资料来源：公司资料 华创证券研究所

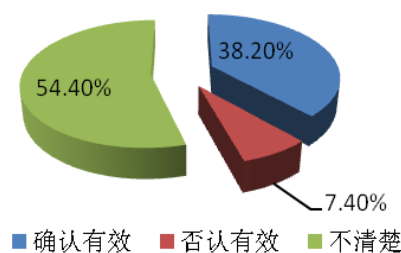
在 39 健康网上公布了一组 2010 年调查的数据，通过对 5700 余人的调查中显示，93.51% 的人使用过中草药牙膏，显示中药题材牙膏具有较好的群众基础，消费者乐于尝试这类产品，同时也侧面证明中药题材牙膏所宣传的功效覆盖了大多数消费者的诉求，能够在众多产品中吸引消费者的注意力。在使用中药牙膏的消费者中，38.2% 确定其具有一定效用，否定其效用的人仅有 7.4%，54.4% 的人不清楚中草药牙膏是否有效，通过这组数据我们认为，接近 4 成消费者受益于中药牙膏的独特功效，某种程度上改善了生活质量，这部分消费者将成为购买中药题材牙膏的核心力量。

图表 20 中草药牙膏普及情况的网调结果



资料来源：39 健康网 华创证券研究所

图表 21 中草药牙膏有效性网调结果

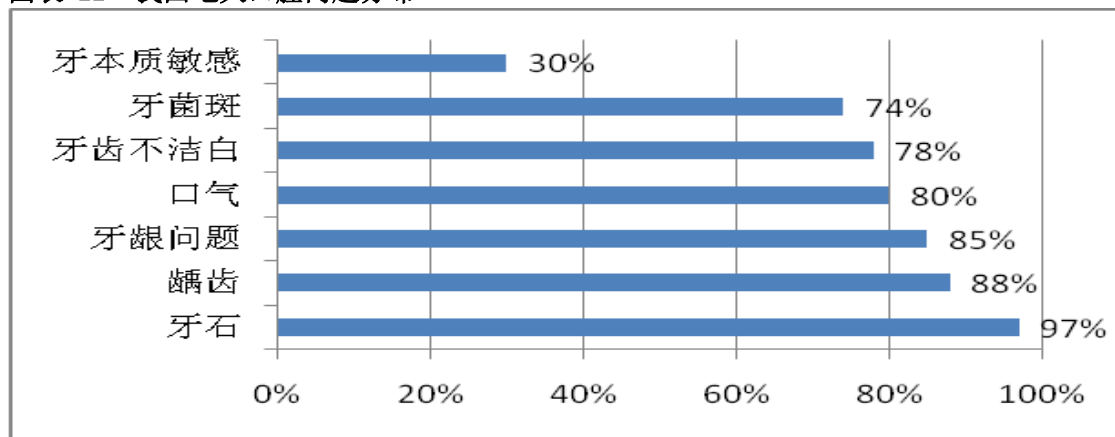


资料来源：39 健康网 华创证券研究所

3.3.3 中药有效缓解口腔问题

第三次全国口腔健康流行病学调查显示，目前中国人口腔健康主要存在龋齿、牙石、牙菌斑、牙龈出血、牙本质敏感、牙齿不洁白和口气等七大问题。

图表 22 我国七大口腔问题分布



资料来源：第三次全国口腔问题普查结果 华创证券研究所

中草药牙膏中所添加的一些中药材，如金银花、三七、野菊花等，可解决牙龈问题、口气、牙敏感、牙齿不洁等常见口腔问题。

图表 23 部分具有健齿作用的中草药

中草药	主要成分	主治	中草药	主要成分	主治
金银花	绿原酸	牙龈问题	蒲公英	咖啡酸	牙龈问题
救必应	救必应乙素	牙龈问题	荷叶	荷叶酸	牙石
蜂胶	白杨素、高良姜素	龋齿	黄芩	黄芩苷	牙龈问题
三七	人参皂甙	牙龈问题	甘草	甘草酸	牙龈问题
两面针	两面针碱	牙敏感	人参	人参皂苷	牙龈问题
银杏	白果内酯、银杏内酯	龋齿	西瓜霜	硫酸钠	牙龈问题
草珊瑚	异秦皮啶	抑菌	鱼腥草	甲基正壬酮	牙龈问题
牛黄	胆碱、胆红素	牙龈问题	黄连	盐酸小檗碱	口气
绿茶	儿茶素	牙齿不洁	积雪草	积雪草苷	牙龈问题
芦荟	芦荟苷	牙石	罗汉果	罗汉甜甙	牙龈、洁齿
丹皮	丹皮酚	牙龈问题	蛇胆	胆酸	牙龈问题

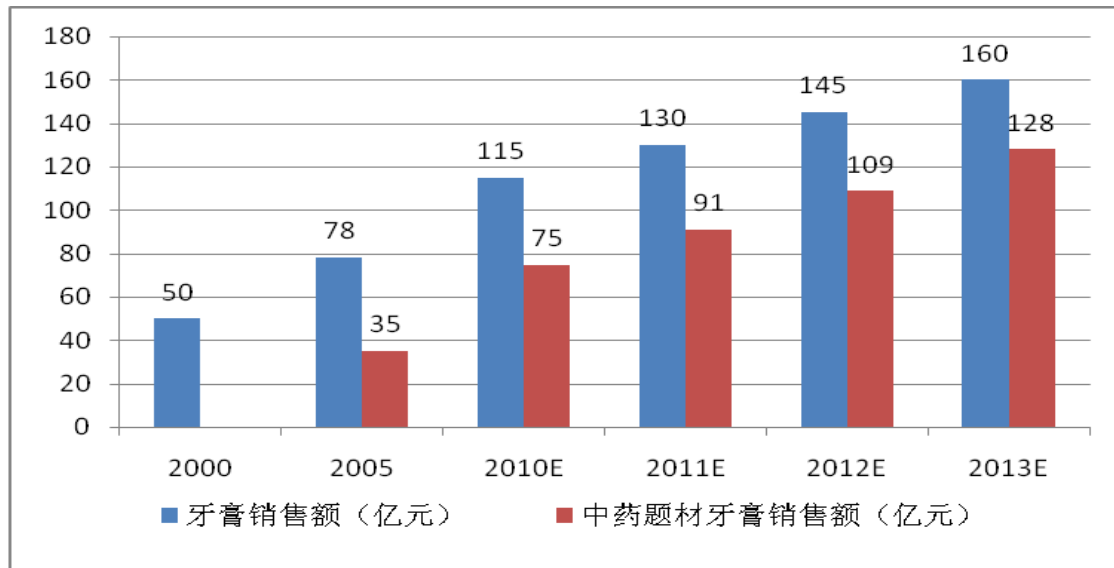
资料来源：华创证券研究所

3.3.4 中药牙膏市场 13 年市场占有率将达 80%

据相关调查数据显示，我国目前已成为全球牙膏消费量最大的国家，2000 年牙膏市场实现销售额近 50 亿元，到 2005 年销售额达 78 亿元，2010 年我国规模以上牙膏生产企业共生产牙膏 75 亿标准支，预计销售额达 115 亿元，由于过去中低端牙膏产品占据市场，10 年来复合增长率在 9% 左右，随着经济高速发展，中高端牙膏市场进一步打开，我们预计未来 3 年将保持 10% 以上的增长。

尼尔森公司调查 2005 年牙膏市场时发现，中药题材牙膏市场占有率达到 50%，预计到 2010 年市场占有率有望达到 60-70%，我们认为，口腔健康逐渐得到消费者的重视，众多企业深耕这一细分市场，中药牙膏概念在消费者中得到深化，中草药牙膏市场占有率将进一步得到提升，我们估计到 2013 年其市场占有率将达到 80%。

图表 24 00-13 年我国牙膏市场及中草药牙膏销售额趋势与预测

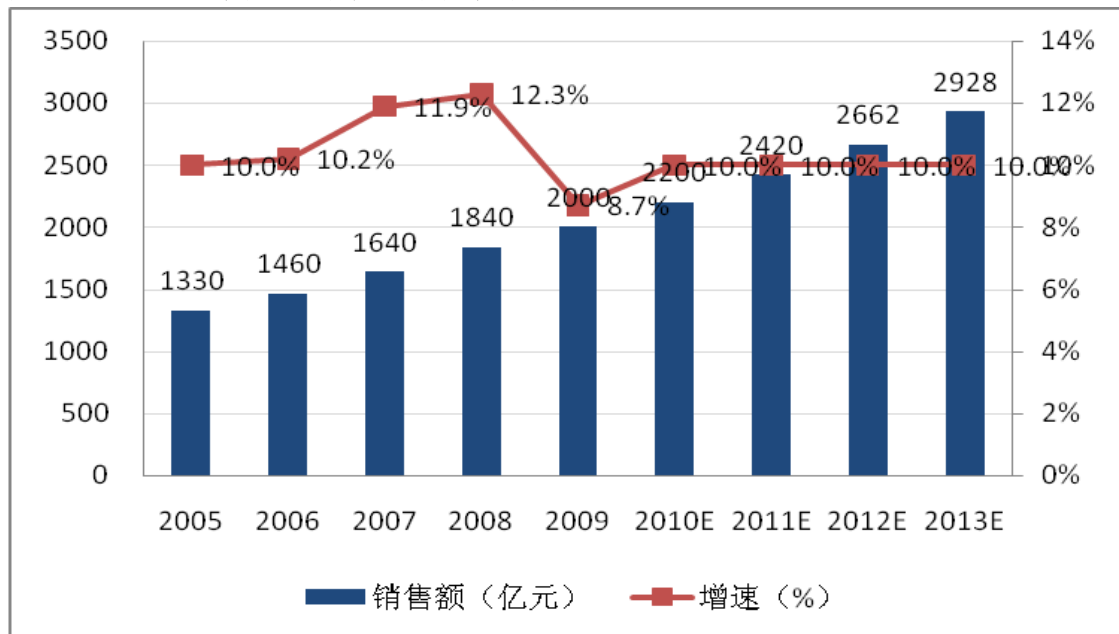


资料来源: 中国牙膏市场现状分析 AC 尼尔森 华创证券研究所

3.4 中药日化市场未来 3 年增速超过 30%

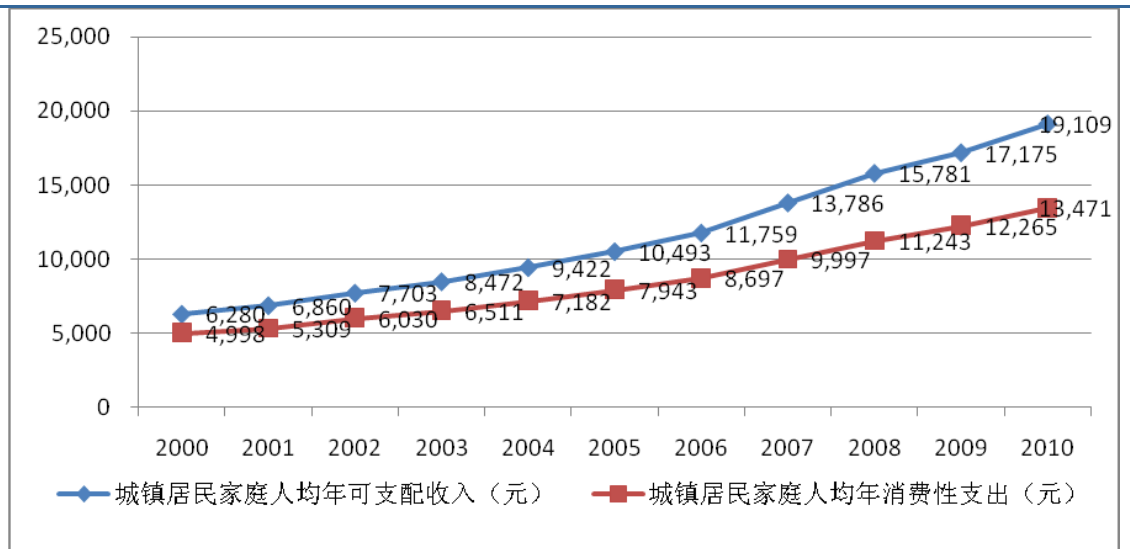
据 Euromonitor 的统计数据显示, 2009 年我国日化产品销售额接近 2000 亿元, 自 2005 年来复合增长率达到 10% 以上, 2009 年由于受到全球金融危机影响, 全球日化市场增速明显下滑, 而我国市场增速仍保持在 9%, 显示出国内市场的巨大潜力。2010 年以后细分市场竞争进入极为激烈的阶段, 高端产品层出不穷, 我们保守估计日化市场销售额每年约以 10% 增速上升, 2013 年全国日化产品销售额将超过 2900 亿元。

图表 25 05-13 年我国日化产品销售额与预测



资料来源: Euromonitor 华创证券研究所

图表 26 00-09 年我国城镇居民人均年可支配收入和消费性支出



资料来源: 万得数据 华创证券研究所

随着城镇居民可支配收入及消费能力不断增长, 更多的医药企业跨界日化行业做强中药题材细分市场, 中药题材产品市场份额逐年增加, 据我们估算, 三大类中药题材产品 (护肤品、洗发水、牙膏) 均保持高速发展, 11-13 年销售额增速达 30% 以上。

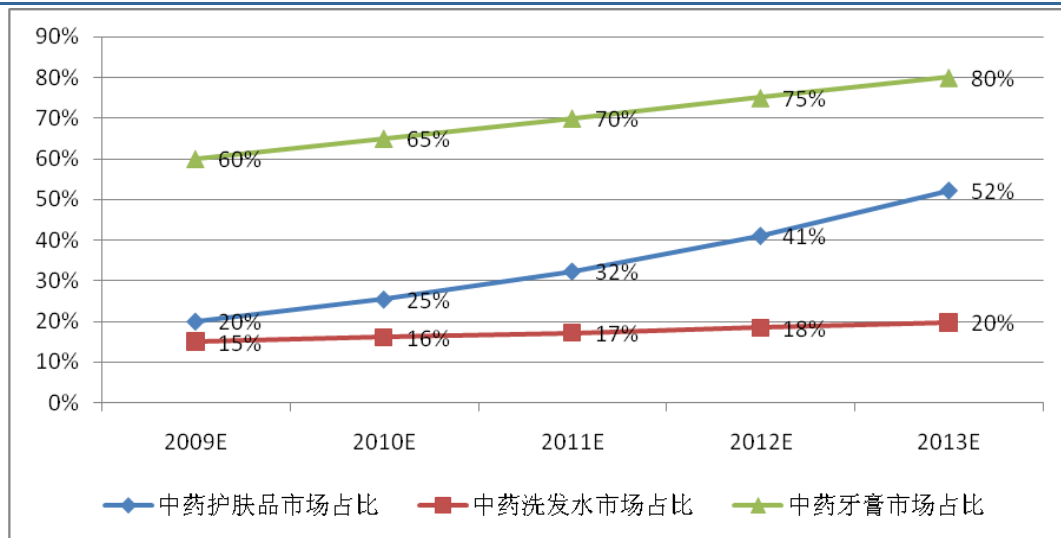
- 护肤品: Euromonitor 报告称 2009 年中药护肤品市场占有率约 20%, 中药题材护肤品销售额年增长率达 65%, 我们预计 10-13 年中药题材护肤品市场将以 50% 以上的速度增长, 对应销售额分别为 129 亿、194 亿、290 亿和 435 亿元。
- 洗发水: 据 Euromonitor 数据, 中草药题材洗发产品市场规模为 26 亿元, 同比增长 20% 以上。我们预计 10-13 年中药题材洗发水市场保持 20% 以上速度发展, 对应销售额分别为 31 亿、37 亿、45 亿及 54 亿元。
- 牙膏: 根据尼尔森调查结果, 2005 年中药题材牙膏市场占有率达到 50%, 随着中药牙膏市场不断发展, 我们预计到 2009-2013 年市场占有率分别为 60%、65%、70%、75%、80%, 对应销售额为 63 亿、75 亿、91 亿、109 亿和 128 亿元。

图表 27 目前我国生产中药日化产品的主要公司

上市公司	代码	主要产品	备注
云南白药	000538. SZ	牙膏、洗发水	推荐
片仔癀	600436. SH	面霜、牙膏	强烈推荐
马应龙	600993. SH	眼霜	推荐
两面针	600249. SH	牙膏	两面针牙膏历史较长
三精制药	600829. SH	牙膏	双黄连牙膏产品
霸王集团	1338. HK	洗发水、牙膏、凉茶	公司逐渐走出“二噫英”阴影, 开拓牙膏、凉茶市场
奥奇丽	非上市	牙膏	田七牙膏消费者较为接受
相宜本草	非上市	护肤品	相宜本草系列护肤品
上海家化	600315. SH	护肤品、洗浴用品	佰草集系列护肤品、六神系列洗护用品
广州百草堂	非上市	护肤品	
修正药业日化	非上市	护肤品	

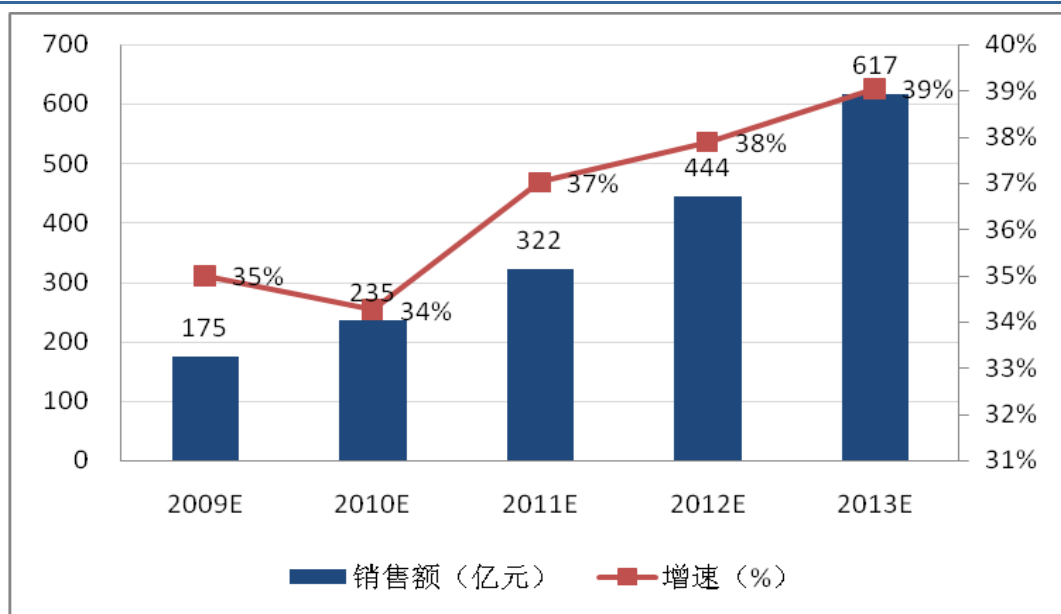
资料来源: 华创证券研究所

图表 28 三大类中药日化产品市场份额占比



资料来源: Euromonitor 华创证券研究所

图表 29 三大类中药日化产品销售预测



资料来源: Euromonitor 华创证券研究所

4 中药功能饮料：王老吉打败两乐并非传奇

4.1 饮料市场向功能领域发展

中国饮料行业是改革开放以来发展起来的新兴行业，是中国消费品中的发展热点和新增长点，是市场化程度最高、发展最快的行业之一。我国饮料事业起步比较晚，自改革开放以后，普通消费者才渐渐接触饮料，经过 20 多年的演变，我国饮料市场逐渐形成百家争鸣的局面。根据中国商品网相关报告，可将我国饮料市场分为以下几个阶段：

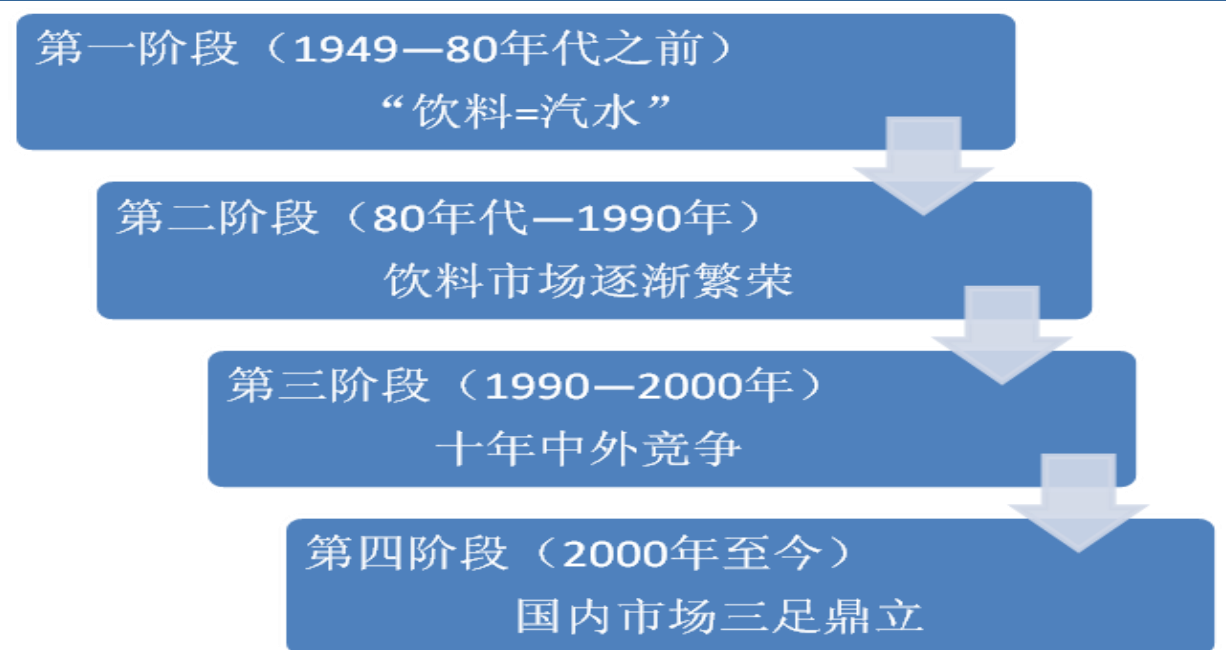
第一阶段（1949—80 年代之前）：“饮料=汽水”。截止到 80 年代初期，全国大小小有两三千家汽水厂，当时上海的“正广和”引进了 800 瓶/分钟生产线，这样先进的设备引进成为这个时代的特色。畅销品牌广州的亚洲汽水厂曾经达到年产 5 万吨，创下了当时的纪录。

第二阶段（80年代—1990年）：饮料市场逐渐繁荣。1979年中美恢复邦交，可口可乐也就成为当年最早重返中国的国际品牌之一，但是仍然被限制在供应为主的领域；1983年，当时以“北冰洋”、“亚洲”为主的“八大汽水厂”产量，占全国总产量的比例为42%，到1990年之前，饮料产业的发展仍然呈现出明显的计划经济特色，政府对饮料行业实行管理和引导。

第三阶段（1990—2000年）：十年中外竞争。1993年和1994年，中国轻工总会分别同可口可乐和百事可乐公司签署了共同发展饮料合作备忘录，“两乐”在中国进入快速发展阶段，在“两乐”的带领之下，国内的饮料企业纷纷追赶，口味更加丰富，庞大的市场被进一步细化。

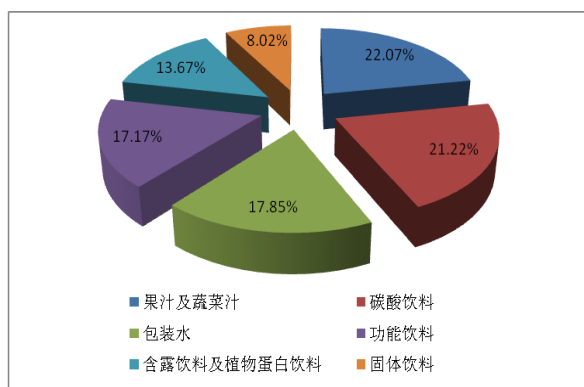
第四阶段（2000年至今）：细分市场竞争激烈：在经过十年充分的市场竞争之后，细分市场方面呈现百家争鸣的局面，具有抗疲劳、降火等功能的饮料也成为消费者的宠儿，2010年中国饮料市场研究中显示09年功能饮料市场销售额占比达17.17%，反映出解渴作用和味道追求渐渐被消费者所淡化。

图表 30 我国饮料市场历史沿革

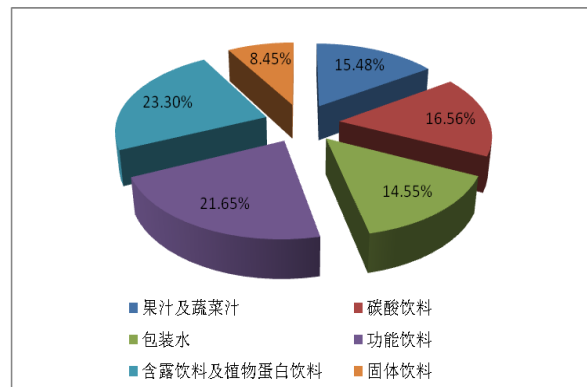


资料来源：2010年中国饮料市场研究 华创证券研究所

图表 31 2009年饮料市场销售收入份额



图表 32 2009年饮料市场销售利润份额

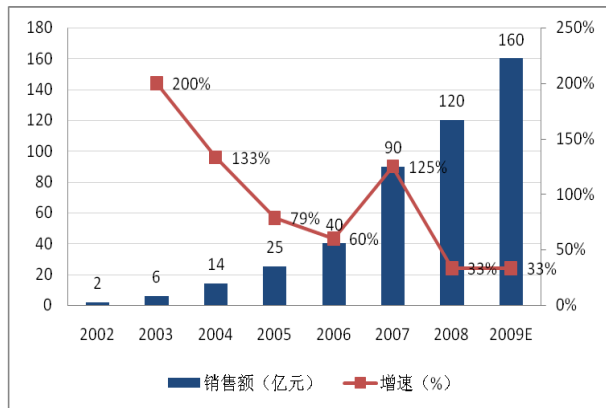


资料来源：2010年中国饮料市场研究 华创证券研究所

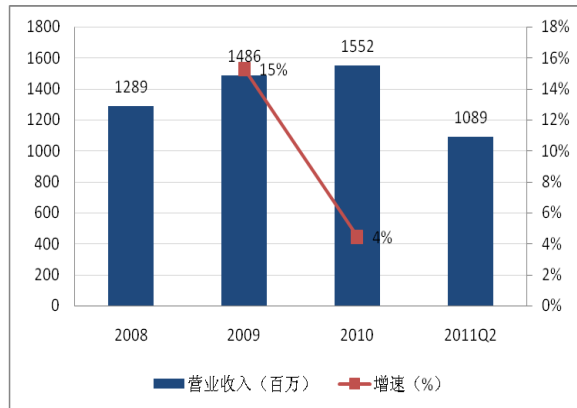
4.2 中药题材饮料突出重围—王老吉案例分析

凉茶是广东、广西地区的一种由中草药煎熬制成，具有清热祛湿功效的“药茶”，在我国东南部地区民间广为流传，然而在中北部地区，由于文化差异，凉茶的认知度并不高。王老吉凉茶（红罐+绿罐）在短短几年内就将营业额从亿元水平迅速扩张到上百亿，成长为全国强势品牌。其中绿罐王老吉由广州药业合营公司王老吉药业生产销售，红罐王老吉商标使用权于1997年由香港鸿道集团租用，由其下属加多宝公司生产销售，根据2009年数据显示，红罐王老吉占王老吉凉茶销售的90%，绿罐王老吉占比为10%。

图表 33 02-09 年王老吉凉茶市场销售额



图表 34 08-11Q2 王老吉药业营收情况



资料来源：公司资料 华创证券研究所

资料来源：公司资料 华创证券研究所

作为中草药题材饮料，也存在其弊端，由于一些社会传言，对中草药药理作用的误解，消费者定位十分关键，如何打破消费者对医用凉茶的偏见成为多加宝公司的主要问题之一。就这一问题，在宣传上将预防“上火”作为宣传理念，使饮品从治疗功效转型到预防作用上来，大大提高了红罐王老吉饮品的可接受度，也开拓了一个预防上火的广袤市场，在工作生活压力越来越大的今天，人们多多少少有“上火”的烦恼，这样的消费者定位是红罐王老吉成功的主要因素之一。

王老吉凉茶主要成分为：水、白砂糖、仙草、蛋花、布渣叶、菊花、金银花、夏枯草、甘草。这九种配料里，有七种配料是中草药。俗话说：是药三分毒，但是根据不同药性的配比，一些毒性被可以中和，而一些有益的作用可以被加强。虽然也有一些组织或个人诟病王老吉凉茶中草药添加成分，但是仍未发现更明确的证据说明添加成分的问题。随着保健养生意识的加强，药食同源的意义使消费者在吃饭、喝水这样的小事里得到保养，事实证明这样的产品定位非常成功。

随着红罐王老吉的成功，广药集团也积极开拓绿罐王老吉市场，公司通过改良绿罐王老吉的配方，改变之前偏苦的口味，使消费者更加容易接受，同时革新包装样式，古色古香的中药饮料焕发了新的生命，大大压缩了红罐王老吉市场，09-10 年增速远高于红罐王老吉，未来广药集团将大健康产业作为发展方向，中药题材饮料走在了最前面，成为集团最为吸金的产业，我们认为，公司将继续深耕中药题材饮料市场，王老吉饮料将获得更多消费者的认可。

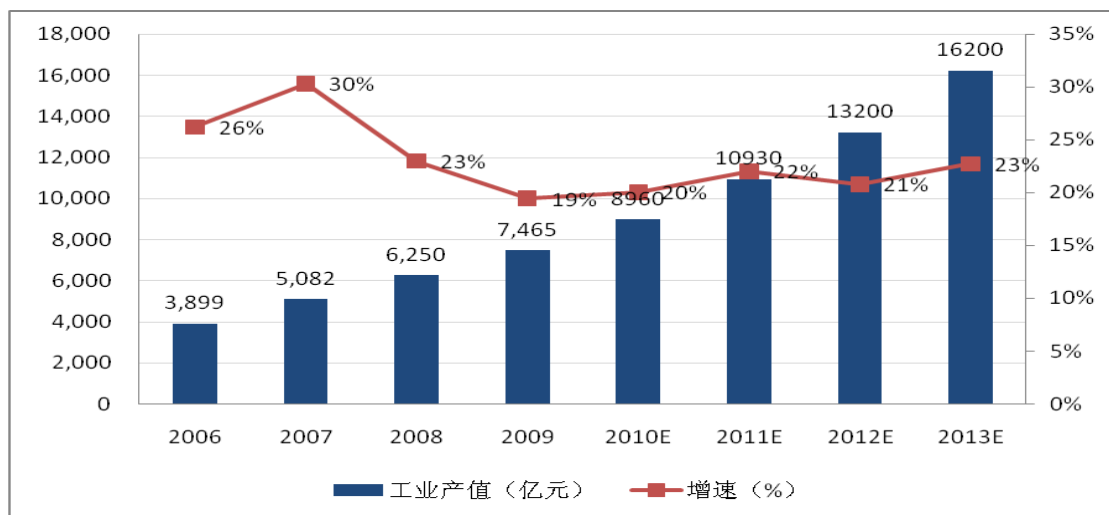
4.3 中草药饮料市场 13 年将突破 500 亿元

根据万得工业数据库资料，2009 年我国饮料制造业工业总产值达到 7465 亿元，06-09 年复合增长率达 24%。由于我国目前的人均饮料消费量尚低于世界平均水平，国民生活水平的不断提高，饮料市场潜力巨大，我们预计未来几年饮料行业工业生产总产值将保持 20%以上增速。

据饮料协会相关研究,未来几年饮料产品发展的重点在于突出饮料产品的功能性,如补营养、补餐、增强体能等,功能饮料的开发会更加凸显饮料市场的未来潜力,而具有养生保健功能的中药题材饮料无疑将成为发展重点。

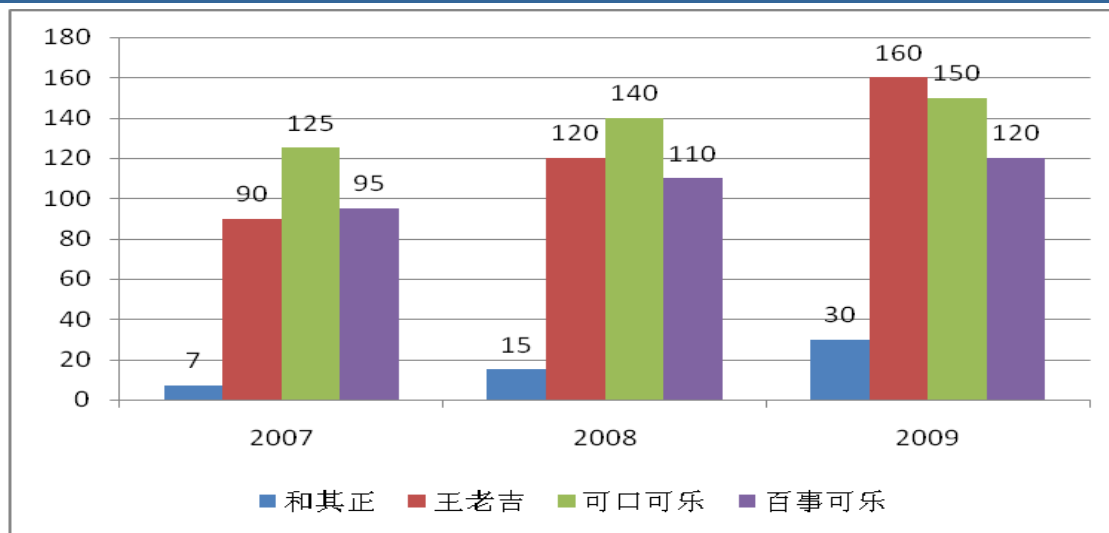
据统计,2009年新上市的饮料中21种饮料中,就有4种以中草药为题材的饮品,中草药题材饮料市场销售额达220亿元,其中凉茶饮料表现突出。2008年AC尼尔森数据显示,在罐装饮料市场,红罐王老吉已经超越可口可乐和百事可乐,成为中国市场第一名。

图表 35 06-13年全国饮料制造工业总产值及预测



资料来源: 万得数据 华创证券研究所

图表 36 07-09年主要凉茶饮料与两乐销售情况 (单位: 亿元)



资料来源: AC 尼尔森 华创证券研究所 公司年报

注: 可口可乐数据根据尼尔森与公司年报中国市场增速计算; 百事可乐数据根据可口可乐数据、两乐市场占有率、公司年报增速估算。

我们预计,随着功能性饮料发展迅速,以凉茶为急先锋的中药饮料市场将更加繁荣,品类进一步丰富,消费者认可度稳步提升,中草药题材饮料市场规模增速将高于整体,到13年销售额有望突破500亿元。

图表 37 目前国内经营中药题材饮料的主要公司

上市公司	代码	主要产品	备注
广州药业	600332.SH	王老吉凉茶	推荐
达利集团	非上市	凉茶	和其正凉茶
香雪制药	300147.SZ	凉茶	
霸王集团	1338.HK	凉茶	公司逐渐走出“二噁英”阴影，开拓牙膏、凉茶市场
广州健生堂	非上市	凉茶	清解凉茶颗粒
广州黄振龙	非上市	凉茶	桑菊精明凉茶、清咽凉茶

资料来源: SFDA 华创证券研究所

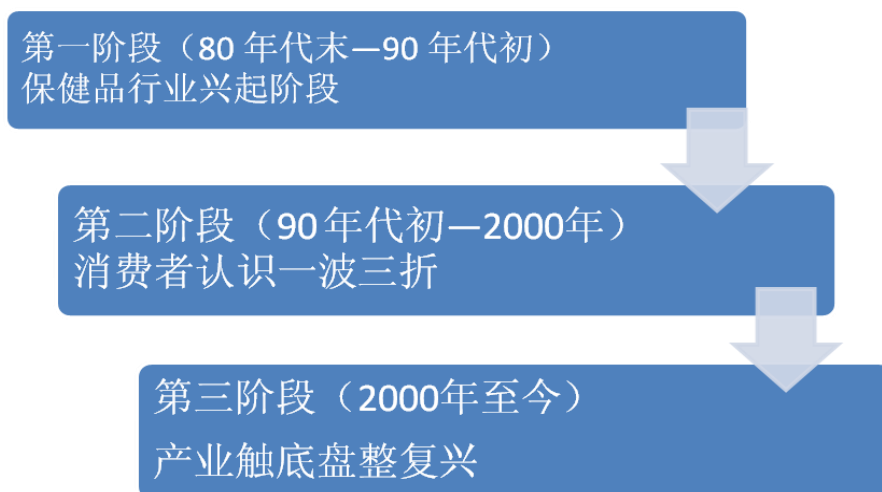
5 中药保健品：高端产品向奢侈品演化

5.1 中药保健品产业触底盘整待复兴

GB16740-97《保健（功能）食品通用标准》第3.1 条将保健食品定义为：“保健（功能）食品是食品的一个种类，具有一般食品的共性，能调节人体的机能，适用于特定人群食用，但不以治疗疾病为目的。”

基于保健品特有的调节身体机能的属性，众多企业纷纷挖掘保健品市场，根据保健协会相关研究，保健品市场发展过程中经历三个阶段：

图表 38 我国保健品市场历史沿革



资料来源: 中国保健品协会 华创证券研究所

第一阶段（80 年代末—90 年代初）保健品行业兴起阶段：这个阶段人们的思维还停留在计划经济时期，企业是否诚信并不重要，消费者关心的是产品功效，能使自己不得什么病或能治疗什么病，这种现象发展到后期造成了极为不好的社会影响，消费者对产品的期望值有多高，企业就敢承诺多高，滋生一批虚假宣传，这一阶段造就了“谁胆子大谁挣钱”的局面。

第二阶段（90 年代初—2000 年）消费者认识一波三折。进入90年代，由于新闻媒体对假冒伪劣产品、夸大和虚假宣传的不断揭露和曝光，消费者开始认识到保健品市场的种种假象，开始对保健品功能、品牌格外在意。由于80年代保健品市场的不规范，使得保健品的信誉丧失，造成了消费者对保健品市场的不信任，从而导致了市场的萎缩。

第三阶段（2000年至今）产业触底盘整复兴。在这一阶段国家相关机构在监管上加大力度，我国的保健品市场准入条件比美国和日本都要严格，要经过动物实验证明无毒副作用，经人体实验证明其功能后才颁发批准证书。一些小型企业在这样严苛的规范制度下纷纷倒闭，而大型企业则生机勃勃的开始保健品市场的尝试，东阿阿胶集团以中药补血保健市场为目标，准确的把握了市场脉动，成功打造“药中茅台”的市场形象。随着大企业、老字号保健品的推出，国内保健品市场逐渐恢复生机。

5.2 中药保健历史悠久

目前卫生部受理的保健食品功能为22种，包括调节免疫、调节血脂、调节血糖、调节血压、延缓衰老等。除此以外，还有抗氧化、改善微循环、阻断N-亚硝基化合物合成、升高白细胞、防龋护齿、美容中的丰乳等。

图表 39 22 种保健功能相应的品种组分

	批准产品数量	主要成分
免疫调节	1034	灵芝、西洋参、蜂王浆、人参、香菇多糖、螺旋藻等
调节血脂	593	鱼油、大豆磷脂、螺旋藻、甲壳素、银杏等
调节血糖	159	蜂胶、南瓜粉、茯苓粉等
延缓衰老	379	人参、蜂王浆、阿胶、灵芝、维生素、羊胎素、大豆异黄酮等
改善记忆	148	奶粉、大豆制品、卵磷脂等
改善视力	13	VA、枸杞子、决明子等
促进排铅	38	谷胱甘肽、钙锌、VC、VB1 等
清咽润喉	67	金银花、薄荷、甘草、罗汉果、胖大海等
调节血压	37	天麻、杜仲、葛根、绞股蓝、决明子等
改善睡眠	307	刺五加、五味子、褪黑素、天麻、白芍等
促进泌乳	7	葛根、黄芪、阿胶、当归、熟地黄等
抗突变	32	硒酸酯多糖、茶多酚、枸杞子、灵芝、甘草、灵芝、冬虫夏草、桑椹、人参、西洋参等
抗疲劳	541	人参、西洋参、淫羊藿、红参、当归、党参等
耐缺氧	114	角鲨烯、VE、红景天、三七、西洋参等
抗辐射	52	当归、银耳、沙棘油、维生素E、螺旋藻、红景天等
减肥	227	左旋肉碱、茯苓、葛根、泽泻、茶多酚等
促进生长	34	山楂、牛磺酸、钙、锌等
改善骨质疏松	249	杜仲、骨碎补、淫羊藿、川芎、碳酸钙、大豆异黄酮等
改善营养性贫血	131	黄芪、当归、熟地黄、党参、阿胶、大枣、乳酸亚铁等
保肝功能	107	番茄红素、蜂胶、灵芝、蚂蚁、五味子、葛根、茯苓等
美容	177	薏苡仁、栀子、茯苓、桑叶、金银花、珍珠粉等
改善胃肠道功能	372	乳酸菌、山楂等

资料来源：华创证券研究所

《内经》对食疗有非常卓越的理论，如“大毒治病，十去其六；常毒治病，十去其七；小毒治病，十去其八；无毒治病，十去其九；谷肉果菜，食养尽之，无使过之，伤其正也”，这可称为最早的食疗原则。随着社会经济的高速发展和人民生活水平的不断提高，人们对饮食营养的认识水平也在不断的深化，保健意识增强，防病重于治病的观念已深入人心，这就在客观上将推动保健食品的迅猛发展。同时，保健食品也在一定程度上提高了人们的健康水平，达到了增强体质、调节机能、防病治病的目的。

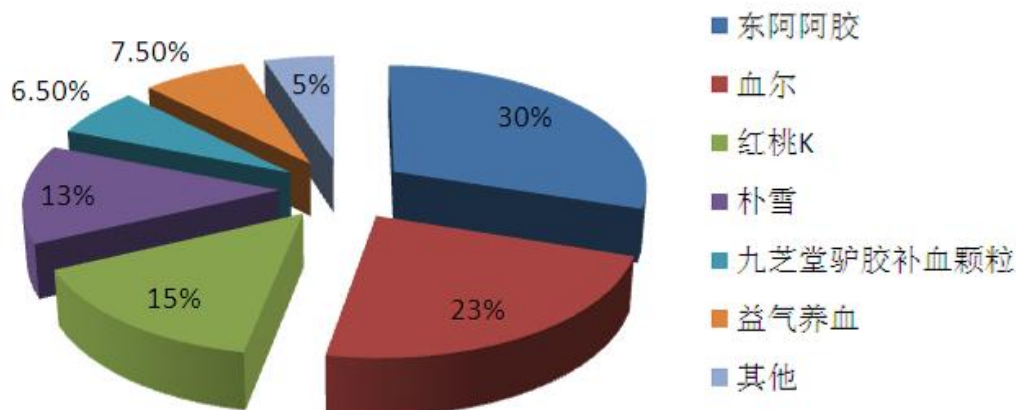
我国药监局共批准了10627种国产保健食品、624种进口保健食品。检索其中22种功能相应的品种组分来看，绝大多数保健食品均含有中药或为中药配方制剂。

5.3 经典保健品留芳千古

5.3.1 “药中茅台”——东阿阿胶

早期的补血产品由原来的“药健字号”分为两部分，一部分转为药准字的产品，多在医院以治疗贫血为主要作用，另一部分转为食健字号的产品，在药店、超市等零售终端以补血类保健食品自居。

图表 40 08 年补血类保健产品市场份额



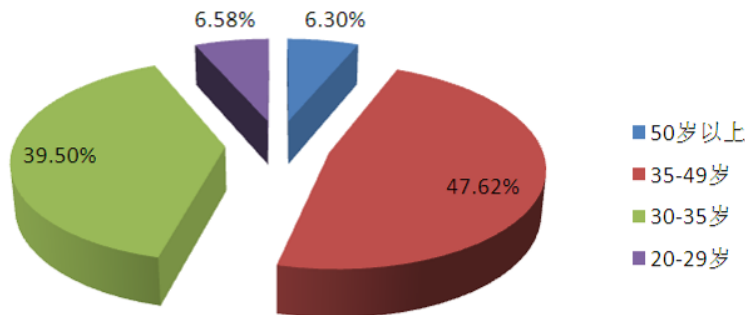
资料来源：2009-2012 年中国保健品市场投资分析及前景预测报告 华创证券研究所

据世卫组织报道，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%，补血类产品具有巨大的市场潜力。

补血类产品从成分工艺上大体上可分化学制剂、中药补品两大类，而中药类补血产品一直都是消费者的首选，其中东阿阿胶系列产品更是消费者青睐的产品。东阿阿胶是国内最大的阿胶及系列产品生产企业，阿胶年产量、出口量分别占全国的75%和 90%以上，06年以来阿胶出厂价九次提价，市场反应经久不衰，赢得了“药中茅台”的赞誉。

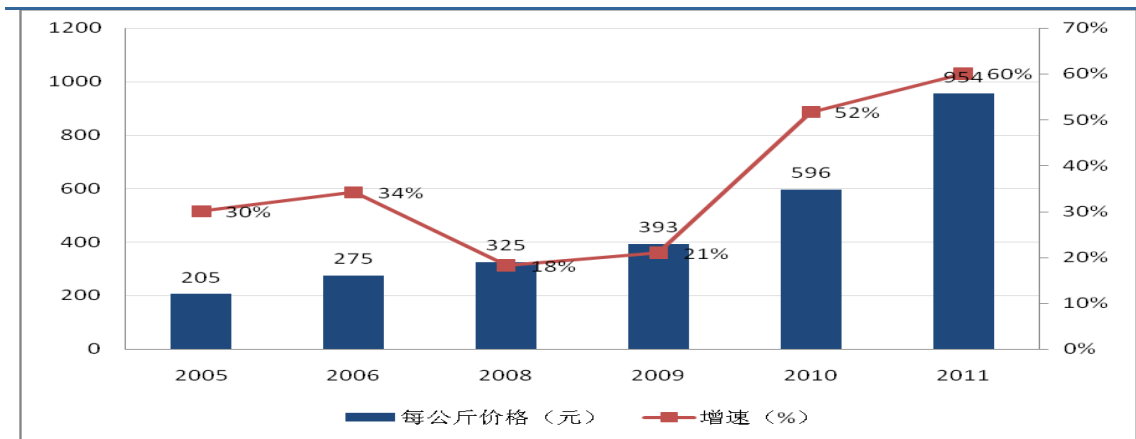
公司在补血产品的消费者定位方面，锁定女性消费者，这也是由于女性生理结构的特殊性决定的。妇女在例假、怀孕时自身及胎儿都有更高补血需求，2005年3月，《中国药店》与上海致联咨询服务公司在全国各大市场展开了一次针对补血市场大范围的市调，购买补血产品的女性消费者占全部购买者的74.3%，男性消费者只占25.7%；在调查购买补血产品人群年龄特征时发现，30岁至50岁的育龄女性购买率高达87.12%，占据补血产品市场主导地位，据统计，育龄经期妇女补血市场在10亿元以上。

图表 41 补血产品消费者年龄区间



资料来源：2009-2012 年中国保健品市场投资分析及前景预测报告 华创证券研究所

图表 42 05-11 年东阿阿胶出厂价



资料来源：公司公告 华创证券研究所

东阿阿胶走价值回归工程，以其原药材、品牌和网络优势，实施阿胶价值回归工程，阿胶逐步向奢侈品演化。从我们对深圳和北京 OTC 市场调研情况来看，东阿阿胶阿胶块自 1 月 7 日再次大幅提价后，阿胶块销售量出现明显下滑（最多者下滑 30%），但相比竞争对手，东阿阿胶品牌影响力和营销能力具有极大优势，而阿胶块大幅提价后公司的运作空间也得到大幅增强。随着驴皮资源紧缺加剧价格上涨导致整个阿胶产品价格上涨，竞争对手价格优势减弱，加上通胀和公司的营销改善，消费者将会逐步接受公司阿胶块的价格。

复方阿胶浆等补血类制剂是公司重要的销售和利润来源，2010 年销售收入在 7 亿元左右，占到公司阿胶类产品销售收入的 40%左右，公司通过加强医院渠道销售力量，连续多年在九城市医院采购阿胶类产品排名中位列第一，在阿胶类补血产品市场占有率达 75%。

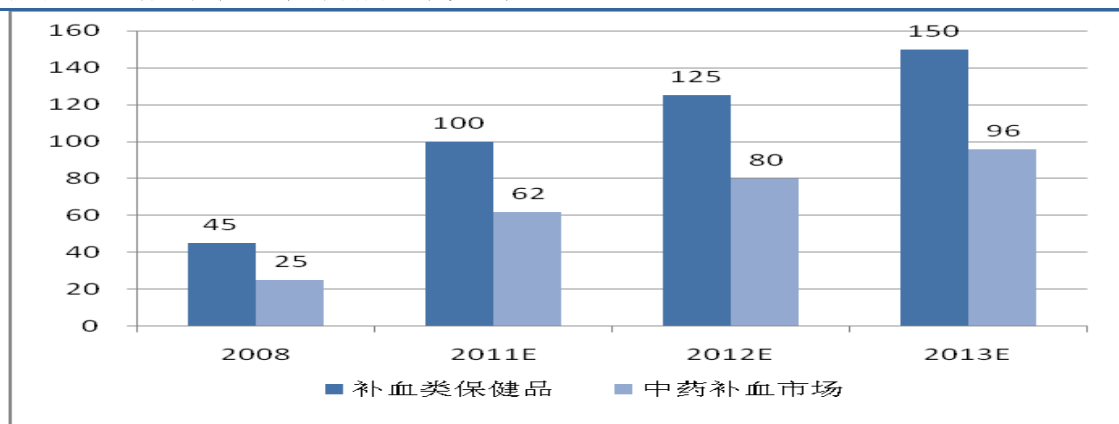
图表 43 九城市医院采购阿胶类产品排名

排名	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
1	复方阿胶浆（东阿）	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（福阿）	阿胶胶囊（福阿）	阿胶胶囊（福阿）	阿胶胶囊（福阿）
3	阿胶（东阿）	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（辅仁堂）	阿胶（东阿）	阿胶（东阿）
5	阿胶（福胶）	阿胶（河北永丰）	阿胶养血颗粒（华佗）	复方阿胶胶囊（东阿）
6	阿胶三宝膏（华信）	阿胶养血颗粒（华佗）	永盛合阿胶（同仁堂）	阿胶补血膏（东阿）
7	阿胶（营口宏升）	阿胶（营口宏升）	阿胶（石家庄华鹏）	阿胶（石家庄华鹏）
8	阿胶颗粒（三九）		阿胶补血颗粒（东阿）	
9	永盛合阿胶（同仁堂）			

资料来源：南方所 华创证券研究所

据08年《医药经济报》估计，补血类保健产品市场规模已达40-45亿，其中中药补血保健品市场份额占比一半以上，根据08年的调查数据，中药补血保健品市场以30%左右的速度发展，按这样的速度预测，到2013年中药补血市场将突破到90亿。

图表 44 补血类产品市场预测（单位：亿元）



资料来源：华创证券研究所

5.3.2 补肾益气—六味地黄

六味地黄丸方出宋·钱乙《小儿药证直诀卷下》地黄丸，其方药组成系将东汉张仲景《金匱要略》中的肾气丸减去炮附子、桂枝二味，并以熟地黄取代干地黄而成。方中药物六味熟地黄、山药、山茱萸、泽泻、牡丹皮、茯苓，原书用以治疗小儿肾怯失音、卤开不合、神气不足、目白睛多、面色眇白以及肾痞、骨痞、筋疮及肝疮等证。此方自问世以来，由于组方严谨、配伍得当、疗效确切，在中医临床被广泛应用。经过历代医家在反复实践的基础之上，一方面拓展了本方的临床适用范围，另一方面以六味地黄丸为基础，随证化裁并创制出了许多行之有效的方剂，在祖国医学发展史上产生了深远的影响，成为方剂学百花园中一簇灿烂瑰丽的奇葩。

根据中国药典统计围绕补益肝肾、滋肾填精为中心，以六味地黄丸配方为基础已开发出 10 余种补益肝肾、滋肾填精的名方，包括明目地黄丸、归芍地黄丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸、济生肾气丸、七味都气丸、麦味地黄丸、归肾丸、知柏地黄丸、八味肾气丸、参麦地黄丸等。

05-08 年补肾类产品 OTC 销售连续 4 年保持在 35 亿元至 37 亿元之间，出现滞涨情况，而以六味地黄丸为代表的经典名方 2008 年销售收入 18 亿元，同比增长达 19%，可见六味地黄丸在国内具有巨大的市场潜力。

图表 45 前 10 位补肾产品市场规模（百万元）

产品	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 Q3
六味地黄丸	973	1020	1080	1237	986
肾宝合剂	648	516	431	399	268
补肾益寿胶囊	220	211	223	178	161
古汉养生精	57	79	75	119	137
六味地黄胶囊	47	92	130	192	110
杞菊地黄丸	85	86	95	121	98
六味地黄软胶囊	56	82	103	117	92
知柏地黄丸	68	72	86	112	86
肾宝糖浆	49	69	78	106	80
补肾强身片	91	113	90	82	70

资料来源：南方所 华创证券研究所

5.3.3 药中瑰宝一片仔癍

片仔癍是我国绝密配方药品，传说明朝嘉靖年间，有一宫廷御医因不满暴政携秘方逃离皇宫，几经辗转迁徙，隐居漳州为僧，后为救当地民众疾苦而悬壶济世，用宫廷绝密配方及其独特工艺精制出片仔癍（由天然麝香、天然牛黄、蛇胆及三七配方而成），意为一片即可退癍（癍是闽南语，意为热毒肿痛）。因其疗效显著，极受民间欢迎，闽南旧时风俗奉之为“镇宅之宝”，当地人拜访长辈亲戚素有送片仔癍的习俗。

随着华侨移居南洋，片仔癍声誉逐渐远播东南亚。时至今日，片仔癍已成为蝉联国家金质奖、列为中药一级保护品种、首批通过原产地标记认证的著名中成药之一，多年来位居我国中成药单项出口创汇首位，在海内外市场享誉斐然，畅销不衰。

但由于片仔癍配方中的天然麝香属于资源枯竭原料，名贵异常，公司多年来一直采取限量生产，产品基本处于供不应求状态。从公司销售费用占营收百分比可以看出公司销售费用多年来在 10% 以下，2010 年销售增长 31.5%，但费用占比只有 6.86%。2011 年 1 月 1 日在内外价均上调的情况下（内销价提高 10%，外销价每粒提高 3.5 美元），一季度片仔癍销售量依然创新高。这也说明片仔癍具有刚性需求的一面。

图表 46 2005 年 7 月五部委规定可以使用天然麝香产品

序号	省份	企业名称	标记品种
1	北京	北京同仁堂集团公司	安宫牛黄丸
2	上海	上海雷允上药业有限公司	六神丸
3	江苏	江苏雷允上药业有限公司	六神丸
4	福建	厦门中药厂有限公司	八宝丹
5	福建	漳州片仔癍药业有限公司	片仔癍

资料来源：华创证券研究所

由于天然麝香的稀缺性，2005 年 7 月国家林业局、国家工商总局、药监局等五部委联合发文限制天然麝香使用。明确规定全国 4 个具有急救用药性质的品种安宫牛黄丸、六神丸、八宝丹和片仔癍才能使用天然麝香，并在每粒药丸进行标记。除此以外的其他品种只能使用人工麝香。正因为如此，市场上才能将 70 年代生产的安宫牛黄丸炒至数万元一粒，虽然这与 1993 年国家禁止犀牛角贸易有关，但也说明枯竭型原料药品日渐珍贵的特性。

片仔癍 2001 年价格为每粒 115 元，10 年期间涨价 1.4 倍，远低于中药原材料价格涨幅。片仔癍生产一直坚持传统工艺，配方组份除了三七和蛇胆较为普通外，天然麝香和天然牛黄均是资源枯竭型原料，我们认为不论是成本因素还是需求因素，片仔癍未来较大的价格上涨空间。

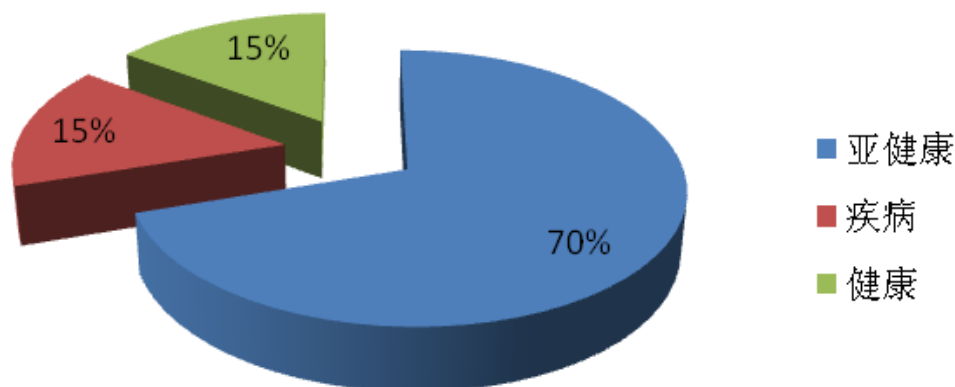
公司早年已经意识到天然麝香资源稀缺性，进行了大量战略储备。公开资料显示公司自 2005 年至 2009 年期间用于原材料战略储备采购增加资金为 19,306 万元，我们认为按常理公司将主要集中在对天然麝香的战略储备上。随着天然麝香价格逐步上涨，公司的战略储备有利于公司持续发展。

在消费者定位方面，公司抓准稀缺资源的有利条件，着力发展高端客户，有利于提升产品知名度和增强盈利能力。公司 2010 年重点发展会员制销售，当年会员销售收入 3000 多万元。由于会员销售基本不产生销售费用，且价格与出厂价相同，有利于提高公司盈利能力。

5.4 中药保健品市场 13 年有望突破 1300 亿元

2009年中华医学会所做的一项调查显示，我国农村和城市人口亚健康状况比例分别达到45%和70%，保守估计绝对人口数可达7亿以上。同期世界卫生组织发布的全球人类健康状态：15%人群处于健康状态；70%人群处于亚健康状态；15%人群处于疾病状态。参照此数据，保守估计我国处于疾病与亚健康状态人群逾9亿。这些人群将构成保健品的主要消费群体。

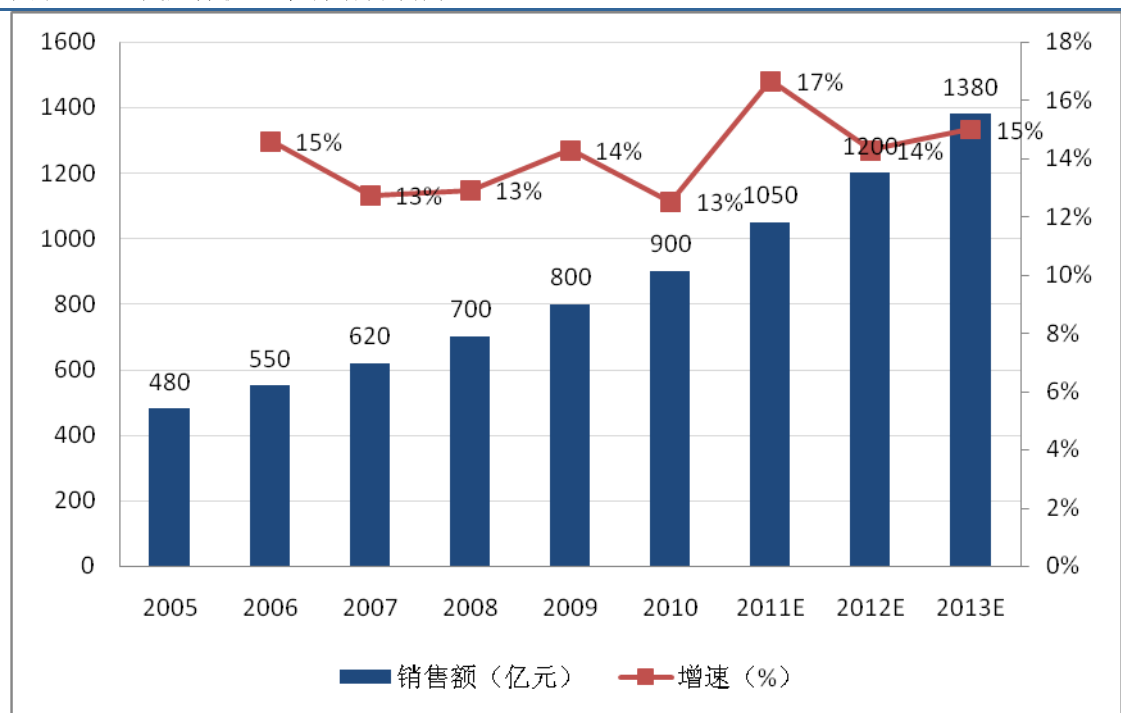
图表 47 我国亚健康人群比例



资料来源：中国保健品协会 华创证券研究所

据中国保健协会预测，12 年我国保健品市场销售额将达到 1200 亿元，其中中药保健品份额将大幅提升，市场潜力巨大，有望成为传统医药企业加快增长的渠道。

图表 48 我国保健品市场销售预测



资料来源：中国保健品协会 华创证券研究所

图表 49 目前经营中药保健品的主要公司

上市公司	代码	主要产品	备注
东阿阿胶	000423. SZ	阿胶	推荐
同仁堂	600085. SH	保健品	同仁堂集团下属健康药业公司重点负责
康美药业	600518. SH	保健品	
江中药业	600750. SH	保健品	保健品以初元为主，最近推出参灵草口服液
九芝堂	000989. SZ	保健品	驴胶补血颗粒
康恩贝	600572. SH	保健品	参股杭州双马生物有意发展保健产业
奇正藏药	002287. SZ	青稞保健品	规划中
青海明胶	000606. SZ	保健品	
中宏生物	非上市	保健品	蜂胶产品
中健行集团	非上市	保健品	具有多种中药保健产品

资料来源：中国保健品协会 华创证券研究所

6 投资建议

根据目前市场情况，建议关注多方向发展的中医药企业。以中草药为题材的日化产品、饮料产品、保健品在国内市场占比越来越大，具有极好的消费者基础，十二五规划予以政策支持，我们预测这类产品市场具有较高的成长性，能够为公司带来巨大利润，成为老字号、老企业爆发式再成长的基础。目前多家药企涉足中药衍生品领域，我们推荐片仔癀、云南白药、马应龙、东阿阿胶和广州药业。

图表 50 推荐公司及推荐理由

投资标的	中药题材产品	推荐理由
云南白药	牙膏、洗发水	公司在成功推出白药牙膏后，以养元青洗发水再次冲击日化市场。
片仔癀	保健品、面霜、牙膏	公司以片仔癀为依托，打造面霜、牙膏等产品，效果受到消费者肯定。
马应龙	眼部护肤产品	八宝眼霜销售低于预期，公司注重产品营销，预期有较快成长。
东阿阿胶	补血保健产品	公司积极围绕阿胶推出补血类保健品，如口服液、阿胶枣等
广州药业	王老吉凉茶	凉茶产品击败“两乐”，成为国内知名品牌。

数据来源：华创证券研究所

图表 51 推荐公司盈利预测

公司	代码	收盘价 (11-09-13)	EPS (元)				PE				评级
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	
片仔癀	600436. SH	64.93 元	1.39	1.89	2.76	3.88	47	34	24	17	强烈推荐
马应龙	600993. SH	18.36 元	0.74	0.63	0.77	0.95	25	29	24	19	推荐
东阿阿胶	000423. SZ	44.39 元	0.89	1.36	1.75	2.17	50	33	25	20	推荐
广州药业	600332. SH	14.16 元	0.33	0.43	0.53	0.69	43	33	27	21	推荐
云南白药	000538. SZ	60.03 元	1.33	1.74	2.34	3.04	45	35	26	20	推荐

数据来源：华创证券研究所

中药 II

片仔癀 (600436. SH) / 69.54 元

片仔癀提价增强盈利能力 药妆产品快速增长

主要观点

- 稀有资源产品提升议价空间：**由于片仔癀产品以天然麝香入药，国家统一供应原料，极大限制产能，定价方面公司具有较强的议价能力，随着天然麝香货源逐渐紧缺，预计片仔癀未来提价幅度和频率将会更高更快。
- 高端销售策略供不应求：**片仔癀源于明朝宫廷御医秘方，因其在消炎、解毒、镇痛上的显著疗效，被列为国家一级中药保护品种并列为国家级绝密配方。从未来的市场定位看，公司有将片仔癀定位为高端甚至奢侈消费品的意图，公司采用的 VIP 会员客户的营销模式是实现上述意图的尝试。
- 药妆业务初具规模：**11 年上半年公司着力推进日化业务，向片仔癀化妆品公司增资 4956.63 万元用于扩大业务规模，得益于销售力度的增强，期间日化产品实现营收 2847 万元，同比增长 85.18%。公司未来将重点推广牙膏产品、护肤品，加大广告投放，推进差异化营销战略，我们认为凭借片仔癀的品牌优势与保健功效，化妆品、护肤品将成为公司新的盈利增长点。上半年公司完成牙膏产品包装变更工作，下半年将重点推广，预计 11 年日化产品销售将超 1 亿元，11-13 年复合增长率达 50%。
- 进军保健食品市场：**公司片仔癀产品本身具有保健作用，长期服用有益健康，但由于价格、消费者认识等因素，片仔癀产品的保健作用未得到广泛推广，本次“菇精糖片”食用保健品的推出，目标人群为中高端消费者，以抗疲劳为主要功效，据我们估算目前国内抗疲劳类保健品市场占有率达 20%，即市场规模为 200 亿元，凭借公司日益成熟的高端销售渠道及品牌效应，我们预计保健品业务将有较好表现。
- 盈利预测与评级：**强烈推荐（维持）。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.89、2.78、3.88 元，对应 PE 为 37 倍、25 倍和 18 倍。片仔癀属于公司独家品种，历史悠久，品牌力强，且关键原材料麝香稀缺，产品具有进一步涨价空间。公司发展日化产品、保健品也将可能成为其未来重要的利润增长点，其高速增长可望持续，维持强烈推荐评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	867	1126	1427	1832
同比增速(%)	24.8	29.9	26.7	28.4
净利润(百万)	195	265	387	543
同比增速(%)	49.7	35.9	46.0	40.3
每股盈利(元)	1.39	1.89	2.76	3.88
市盈率(倍)	46.71	34.35	23.53	16.73

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hcqz.com

联系人：平晓川

Tel: 010-59370867

Email: Pingxiaochuan@hcqz.com

投资评级

投资评级：强烈推荐

评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	14000
流通 A 股/B 股(万股)	14000/0
资产负债率(%)	26.91
每股净资产(元)	7.80
市盈率(倍)	82.19
市净率(倍)	8.91
12 个月内最高/最低价	94.83/47.3

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《片仔癀提价增强盈利能力 药妆产品快速增长》	2011-08-23
《量价齐升 高增长可望持续》	2011-04-29
《业绩快速增长，产品仍有提价空间》	2011-04-11
《提价预期兑现，价格驱动业绩增长后期仍将持续》	2010-12-30
《签署境外总经销协议，有利公司境内外协调发展》	2010-12-12

中药 II

云南白药 (000538.SZ) / 61.85 元

跨领域发展，中药衍生品有望跨新台阶

主要观点

- 白药产品稳健增长：**公司 60 余种白药产品入选国家基本药物目录，上半年实现营收增速 20% 以上，预计未来受益于基本药物制度将保持 20% 以上增速。
- 两翼产品专注中药日化市场：**10 年上半年牙膏市场调查结果显示，云南白药牙膏市场占有率接近 10%，成为民族第一品牌。
 - 牙膏业务：**（1）公司着力扩展细分市场份额，从牙龈护理向洁齿、改善口气等细分市场进行扩张；（2）销售渠道下沉至地级城市，完成直辖市、省会城市市场覆盖，11 年逐步覆盖地级城市市场；（3）牙龈护理市场仍有空间，第三次全国口腔健康流行病学调查显示牙龈问题发病率高达 85%，11 年上半年公司加强产品宣传，广告费用同比增长 65.8%，有望争取更多潜在消费者。基于以上原因，公司牙膏业务 11 年上半年同增保持 30%，我们预计 11-13 年牙膏业务增速可达 20% 以上。
 - 洗发水业务：**养元青洗发水适用于患脂溢性皮炎人群，国内适用消费者达 2000 万以上，市场潜力巨大。上半年营收达 3000 万元，预计 11 年销售额可达 6000 万元。据 Euromonitor 数据，09 年我国洗发水市场销售额约 174 亿元，近 5 年洗护发水市场复合增长率为 12%，以此增速计算，则养元青洗发水 11 年上半年市场占有率接近 0.3%。通过 1 年市场培育期，凭借成熟的日化销售渠道和营销经验，我们估计养元青 12 年、13 年市场占有率可达 0.6%、1%，对应销售额分别为 1.5 亿元和 2.8 亿元，有望复制白药牙膏的成功，成为新的利润增长点。
- 依托科研机构保证新产品研发：**云南省药物研究所建所 50 余年，主持研发 30 余种原创新药，目前该研究所由公司托管，公司事业部设有研发团队，依托这些研发力量，未来公司将推出药妆系列产品，继续大健康产业道路。
- 投资建议：推荐（维持）。**我们预测公司 11-12 年 EPS 为 1.74、2.34、3.04 元，目前股价对应 PE 分别为 36X、26X 和 20X。给予 12 年 35 倍 PE，未来 12 个月目标价格为 82 元。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	10075	11770	14080	16916
同比增速(%)	40%	17%	20%	20%
净利润(百万)	926	1207	1626	2108
同比增速(%)	53%	30%	35%	30%
每股盈利(元)	1.33	1.74	2.34	3.04
市盈率(倍)	45.14	34.50	25.65	19.75

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hcqz.com

联系人：平晓川

Tel: 010-59370867

Email: Pingxiaochuan@hcqz.com

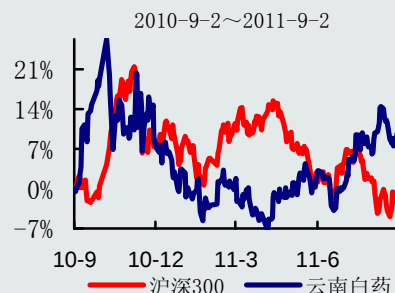
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	69427
流通 A 股/B 股(万股)	62925/0
资产负债率(%)	43.78
每股净资产(元)	7.07
市盈率(倍)	76.12
市净率(倍)	8.75
12 个月内最高/最低价	74.69/54.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《制药业务平稳增长，中药衍生品有望跨新台阶》	2011-08-30
《透皮销售恢复，白药产品整合》	2011-08-21
《牙膏保持高速增长，药妆产品群更加丰富》	2011-03-28

中药 II

广州药业 (600332. SH) / 14.86 元

领军中药饮料市场，多点支撑业绩增长

主要观点

- 我国饮料市场进入快速增长期：**2009 年我国饮料制造业工业总产值达到 7465 亿元，06-09 年复合增长率达 24%。由于我国目前的人均饮料消费量尚低于世界平均水平，国民生活水平不断提高，饮料市场潜力巨大，我们预计 11-13 年饮料行业工业生产总值增速将保持 20% 水平。
- 王老吉引领国内中药题材饮料市场：**合营公司王老吉药业 11 年上半年实现营收 10.89 亿元，同增 30.30%，净利润 1.03 亿元，同增 58.89%，其主要产品王老吉凉茶营收同比增长 32.53%，高于行业整体增速，下半年覆盖暑期市场，凉茶产品将保持快速增长。随着工作生活节奏加快、消费者保健意识提高，我们预计 11-13 年公司产品复合增长率将达到 20% 以上。
- 基本药物独家品种将迎来放量。**公司有 50 多个品种进入《国家基本药物目录》，其中消渴丸、华佗再造丸为独家品种，11 年上半年随着基本药物制度进一步推进，清热解毒药、糖尿病药、止咳化痰利肺药、疏风活血、胃肠用药营收均保持平稳增长，凭借基药政策和独家品种优势，我们预计 11-13 年公司制药业务增速将保持 20% 左右。
- 继续开拓疫苗市场：**11 年上半年公司冻干人用狂犬病疫苗实现营收 2342 万元，同增 2014.91%。随着公司狂犬疫苗工艺稳定，我们预计狂犬疫苗业务将会成为其未来重要的利润增长点。同时治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗项目在 10 年完成 IIa 期临床研究基础上，启动 IIb 期临床研究工作，目前处于受试者入组期间。公司着力疫苗市场，有望成为未来利润增长点。
- “十二五”规划和“大南药”战略：**广药集团提出十二五期内实现总营收 600 亿、制造业营收 200 亿的目标。“大南药”战略将把中药材资源的需求延伸到东南亚甚至非洲地区，调整产品结构，将有效缓解旗下中药企业原料压力。
- 投资建议：推荐（维持）。**公司制药工业稳步增长，中药饮料产业快速发展，“大南药”战略明确，我们给予公司 11-13 年盈利预测 EPS 为 0.43、0.53 元、0.69 元，目前股价对应 PE 分别为 33X、27X 和 21X，维持推荐评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	4486	5495	6618	7984
同比增速(%)	16%	22%	20%	21%
净利润(百万)	267	346	430	563
同比增速(%)	27%	30%	24%	31%
每股盈利(元)	0.33	0.43	0.53	0.69
市盈率(倍)	42.91	32.93	26.72	20.52

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

联系人：平晓川

Tel: 010-59370867

Email: Pingxiaochuan@hczq.com

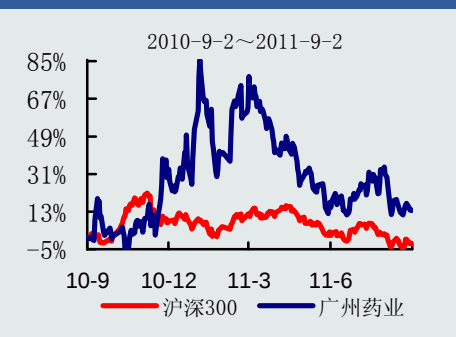
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	81090
流通 A 股/B 股(万股)	59100/0
资产负债率(%)	22.39
每股净资产(元)	4.53
市盈率(倍)	67.09
市净率(倍)	3.28
12 个月内最高/最低价	26.51/12.11

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《成本上升至增速下滑 下半年有望好于上半年》 2011-08-28
- 《业绩稳定增长，基本药物放量可期》 2011-03-28
- 《业绩增长暂时放缓，众多增长点支撑未来发展》 2010-10-29
- 《业绩反转明确，未来存在超预期可能》 2010-08-30
- 《广州药业-业绩大幅增长，未来超预期可能性增加》 2010-04-30

中药 II

马应龙 (600993. SH) / 19.38 元

专注痔疮类产品，药妆业务仍可期待

主要观点

- 国内眼霜产品市场规模快速增长：**估算我国09年护肤品市场规模约为420亿元，其中眼部润肤品占比约4%，即市场规模达16亿元，根据尼尔森的研究结果，10年眼部润肤品增长率高居各类护肤品之首，达到了32%，显示出消费者对眼部护理的关注日益增加，我们预计11-13年眼部护理市场增速将保持20%以上，到13年我国眼霜市场规模将达到40亿元。
- 眼霜产品未来增长仍可期待：**09年公司推出马应龙八宝眼霜，经过半年市场培育，10年销售收入约2000万元，由于销售渠道存在短板，眼霜产品销售集中在武汉地区，11年上半年眼霜、眼贴膜等眼部护理产品销售额约1000万，与去年同期持平。我们认为公司眼部润肤产品存在较大市场空白，未来业务拓展，有望大幅贡献业绩。
- 痔疮类产品支撑公司稳定增长：**11年上半年公司痔疮类药物营收占比36.54%，营业利润占比72.23%，是公司业绩主要贡献者，主要产品马应龙痔疮膏纳入了基本药物目录和医保目录（甲类），我们预计随着基药制度进一步落实，作为独家品种药物，在市场占有率方面具有绝对优势，品牌效应与龙头地位加上巨大的消费人群，都将是公司未来成长的保障，预计产品增长速度高于当前，长期来看痔疮类产品增长将保持20%水平。
- 医院市场进入快速发展阶段：**马应龙肛肠连锁医院的发展采用了自建与合作共建两种发展模式，在合作共建模式中，公司采取了与当地专家联手，由行业医疗专家出任院长并且参股医院的模式。我们认为这样的发展模式具有极强的可复制性，保证了马应龙连锁医院的医疗服务质量和在当地的竞争力。目前公司旗下连锁医院扩大到5家，武汉、北京、沈阳三家医院上半年营收1244万，同比增长29.40%，实现业绩贡献。公司计划2015年肛肠专科医院终端网络达到15家，实施“终端拦截”策略，我们预计医院业务营收将以60%以上的速度发展。
- 盈利预测与评级：**推荐（维持）。我们预测公司11-13年EPS分别为0.63、0.77、0.95元，当前股价对应的PE为29X、24X、19X，维持推荐评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1178	1424	1772	2217
同比增速(%)	15%	21%	24%	25%
净利润(百万)	123	207	255	316
同比增速(%)	-32%	69%	23%	24%
每股盈利(元)	0.74	0.63	0.77	0.95
市盈率(倍)	24.81	29.14	23.84	19.33

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

联系人：平晓川

Tel: 010-59370867

Email: Pingxiaochuan@hczq.com

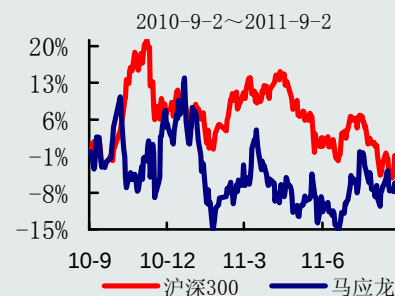
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	33158
流通 A 股/B 股(万股)	33083/0
资产负债率(%)	18.87
每股净资产(元)	3.37
市盈率(倍)	62.90
市净率(倍)	5.75
12 个月内最高/最低价	49.6/17.58

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《主营业务稳步增长，医院连锁已具雏形》	2011-08-21
《受累医改滞后业绩下滑，仍然看好未来成长》	2010-10-25
《主营业绩增长符合预期》	2010-04-26
《有望进入快速成长时期》	2010-03-29
《马应龙-业绩大幅增长、维持强烈推荐》	2010-01-09

中药 II

东阿阿胶 (000423.SZ) /46.20 元

深耕补血市场，打造药中茅台

主要观点

- 1、**阿胶块大幅提价短期影响销售量、长期看有利于增强公司竞争能力。**根据我们对深圳和北京OTC市场调研结果，公司阿胶块自1月7日再次大幅提价后销售量出现明显下滑（最多者消化30%），但相比竞争对手，公司品牌影响力和营销能力具有极大优势，而阿胶块大幅提价后公司的运作空间也得到大幅增强。我们认为公司加强与大型代理商合作并寻求建立战略合作伙伴关系、建立高端直营店、阿胶块客户群高端化等措施，将可以扭转目前销量下滑的局面，同时随着阿胶销售旺季来临，其下半年的销售将好于上半年。
- 2、**保健品将成为公司重要利润增长点。**2010年公司阿胶类保健品桃花姬、阿胶膏等产品销售收入在2.5亿元左右，增长强劲。对代理商调研表明公司在2011年2月对保健品系列产品进行了10%至30%不等的提价，由于阿胶块的大幅提价，造成了人们对保健品价格上涨预期，且公司营销和服务改进，目前保健品销售增长依然保持良好态势。我们预计公司保健品2011年可能将达到或超过50%的增长，成为公司重要利润增长点。
- 3、**复方阿胶浆等补血类阿胶制剂有可能保持20%左右的增长。**复方阿胶浆等补血类制剂是公司重要的销售和利润来源，2010年销售收入在7亿元左右，占到公司阿胶类产品销售收入的40%左右。由于复方阿胶浆已经占到阿胶类补血产品的75%市场占有率，未来进一步扩大市场占有率较为困难。但公司加强了医院销售力度将成为其增长动力，以及其他补血类阿胶制剂在二三级市场的放量将带动公司阿胶补血类制剂的增长。
- 4、**投资建议：推荐（维持）。**我们认为阿胶类产品历史悠久，随着我国经济增长、老年化和保健意识增强，阿胶类产品高速增长趋势将会延续。公司处于行业龙头地位、且管理改善、营销改善以及产品存在进一步提价可能性，预测公司2011年、2012年及2013年EPS分别为1.36元、1.75元和2.17元。目前股价对应的PE为33X、25X、20X，维持推荐评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2464	3015	3236	4036
同比增速(%)	17.9	22.4	7.3	24.7
净利润(百万)	107	162	208	257
同比增速(%)	48.7	51.4	28.4	23.6
每股盈利(元)	0.89	1.36	1.75	2.17
市盈率(倍)	49.88	32.64	25.37	20.46

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hcqz.com

联系人：平晓川

Tel: 010-59370867

Email: Pingxiaochuan@hcqz.com

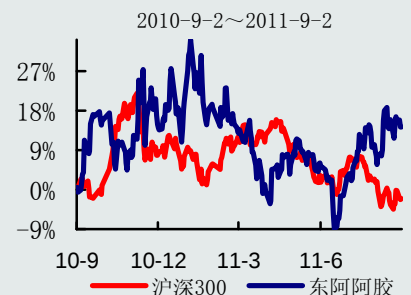
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	65402
流通 A 股/B 股(万股)	65378/0
资产负债率(%)	15.84
每股净资产(元)	4.88
市盈率(倍)	67.22
市净率(倍)	9.47
12 个月内最高/最低价	61.27/36.6

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《主营业务收入增长符合预期 下半年可能好于上半年》	2011-08-17
《提价时点与幅度变化所带来的业绩增长预期》	2011-01-06
《产品稀缺价格坚挺，新模式开辟成长新路径》	2010-10-28

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801