

东阿阿胶 (000423.sz) 2016Q4 草根调研：增速稳定，2017Q1 预期良好

核心观点

王艳茹 执业证书编号：S1100516110002
分析师 8621-68595223
wangyanru@cczq.com

相关研究：

东阿阿胶 (000423) 草根调研：需求稳定，旺季销量有望平稳上升_20161017

东阿阿胶 (000423) 11 月草根调研：春节期间量价齐升可期，看好公司长期发展_20161218

❖ **往期回顾：**2016 年 10 月初进行了第一期草根调研，结论为终端需求稳定，旺季销量有望平稳上升，预测 11 月份涨价是大概率事件；第二期调研主要监测进入旺季后 11 月份的动销情况及行业预期，结论为旺季销售情况稳定，对 12 月预期稳定，阿胶浆和桃花姬销售比例持续上升，上游资源控制力和品牌影响力较强，在行业中将继续保持领先优势；本期主要就 2016 年 Q4 渠道和终端动销情况进行监测，并预测 2017 年 Q1 的销售情况走势。本期调研对象：华北、华东、华南区域经销商，北京、上海、广州大型连锁药店，共计 12 个调研对象。

❖ **调研结论：**(1) 销售额 2016 年各季度稳中有升，2017Q1 预期良好，终端连锁药店平均全年销售额同比增长 13%；(2) 阿胶浆销售额 2016 年同比增幅较大，收入占比提高，产品结构调整见效。北上广三地连锁药店 2016 年平均销售额同比以北京增幅最大，三地药店阿胶浆销售额平均占比达 28%，同比增幅为 21%；(3) 渠道去库存情况良好，消化周期稳定；(4) 本轮涨价终端尚未全面执行，对 2017Q1 销量影响较小。Q2 为常规的淡季，同时受到提价影响，预计销量同比将有所下滑；(5) 品牌推广和服务持续进行，有利于持续保持行业领先优势；连锁药店深度合作稳步推进，有利于产品结构的调整和增量市场的拓展。

❖ **公司发展趋势：**从终端角度，阿胶块销量基本稳定在中高端消费人群，增量市场主要来自阿胶浆和桃花姬的 OTC 和快消品销售额的提升，目前产品结构正在逐步调整，趋势良好。

❖ **近期催化因素：**深港通及管理激励政策值得期待。

❖ **风险提示：**本轮涨价完全执行到位后导致销量下滑；阿胶浆及桃花姬销量增长不及预期；上游资源控制不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下滑风险；调研样本选取与全国总体情况存在一定偏差。

川财证券研究所

成都
高新区交子大道 177 号中海国际
中心 B 座 17 楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

目 录

调研结论.....	4
销售额 2016 年各季度稳中有升，2017Q1 预期良好.....	4
阿胶浆销售额 2016 年同比增幅较大，收入占比提高.....	5
渠道去库存情况良好，消化周期稳定.....	5
本轮涨价终端尚未全面执行，对 2017Q1 销量影响较小.....	6
品牌推广和服务持续进行，连锁药店深度合作稳步推进.....	7

图表目录

图 1: 经销商东阿与福胶 2016 年季度平均销售额 (万元)	4
图 2: 东阿在连锁药店 2016 年季度平均销售额 (万元)	4
图 3: 各地连锁药店 2016 年平均销售额 (万元) 及产品占比.....	5
图 4: 各地连锁药店各产品平均销售额同比.....	5
图 5: 经销商平均库存及库存消化周期.....	6
图 6: 连锁药店平均零售价变动情况.....	6
表格 1: 经销商与连锁药店 2016 年季度平均销售额及平均总销售额同比.....	5
表格 2: 经销商与连锁药店各产品 2016 年平均总销售额同比.....	5

调研背景：东阿阿胶为市场占有率最高的阿胶品牌，从2006年至今，出厂价累计提价17次，最近一次提价是在2016年11月（公司重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调14%、28%、25%，零售价亦做相应调整），上一次提价是在2015年11月，终端零售价从原来的每斤不足100元上涨至现在的2000多元，毛利率和净利率均不断提高，但销量有所回落，公司存货不断增加，市场对此不无担忧。而公司在上游的国际化布局、产品多层次开发、文化营销和价值回归工程等等战略，加之2016年5月股东及管理层陆续增持，都释放出公司发展的积极信号。因此我们将通过跟踪渠道与终端的动销情况等帮助判断公司走势。

往期回顾：2016年10月初进行了第一期草根调研，结论为终端需求稳定，旺季销量有望平稳上升，预测11月份涨价是大概率事件。随后公司在11月17日发布涨价公告，基本符合预期；第二期调研主要监测进入旺季后11月份的动销情况及行业预期，结论为旺季销售情况稳定，对12月预期稳定，阿胶浆和桃花姬销售比例持续上升，上游资源控制力和品牌影响力较强，在行业中将继续保持领先优势；本期主要就2016年Q4渠道和终端动销情况进行监测，并预测2017年Q1的销售情况走势。

调研对象：华北、华东、华南区域经销商，北京、上海、广州大型连锁药店，共计12个调研对象，调研品类为阿胶块、阿胶浆、桃花姬3大主要产品。

调研结论

销售额2016年各季度稳中有升，2017Q1预期良好

渠道经销商代理的主要阿胶品牌中，东阿的销售额仍占较高比例，维持在80%以上；东阿阿胶经销商2016年季度平均销售额自Q2淡季之后逐步增加，全年销售额同比小幅下滑（-5%）；连锁药店2016年季度平均销售额自Q2之后逐步增加，Q4有小幅回落，全年销售额同比增长13%，其中阿胶浆销售额增速明显，全年同比增速为21%；2017Q1已过大半，因受节假日带动，渠道和连锁药店对2017Q1销售额的预测均偏乐观，分别为同比增加36%和19%。

图 1：经销商东阿与福胶2016年季度平均销售额(万元)

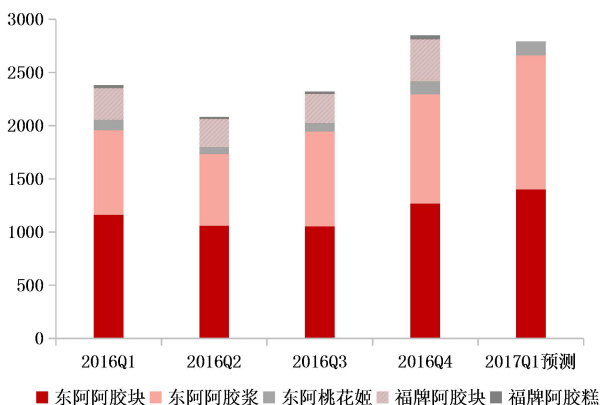
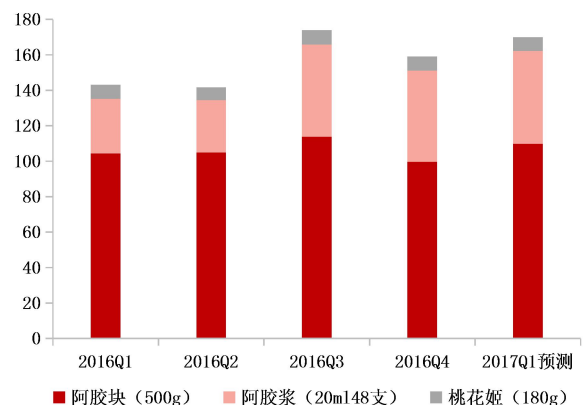


图 2：东阿在连锁药店2016年季度平均销售额(万元)



资料来源：调研信息，川财证券研究所

资料来源：调研信息，川财证券研究所

表格 1：经销商与连锁药店 2016 年季度平均销售额及平均总销售额同比

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016	2017Q1 预测
经销商	17%	-26%	-8%	1%	-5%	36%
连锁药店	21%	4%	33%	-2%	13%	19%

资料来源：调研信息，川财证券研究所

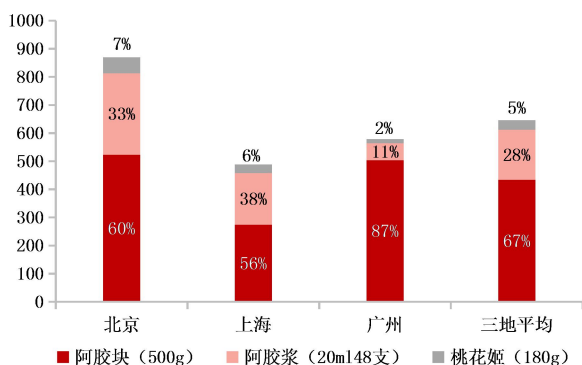
表格 2：经销商与连锁药店各产品 2016 年平均总销售额同比

	阿胶块 (500g)	阿胶浆 (20ml48 支)	桃花姬 (180g)	总销售额
经销商	-9%	0%	1%	-5%
连锁药店	11%	21%	-6%	13%

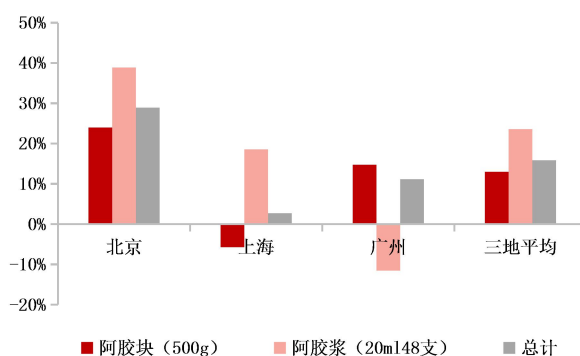
资料来源：调研信息，川财证券研究所

阿胶浆销售额 2016 年同比增幅较大，收入占比提高

从三大城市连锁药店 2016 年平均总销售额来看，北京>广州>上海，其中阿胶浆销售额占比，上海>北京>广州，三地平均占比为 28%；从三地连锁药店各产品平均销售额同比来看，北京增幅最大，三地平均增幅中，阿胶浆的增幅最大，为 21%。

图 3：各地连锁药店 2016 年平均销售额（万元）及产品占比


资料来源：调研信息，川财证券研究所

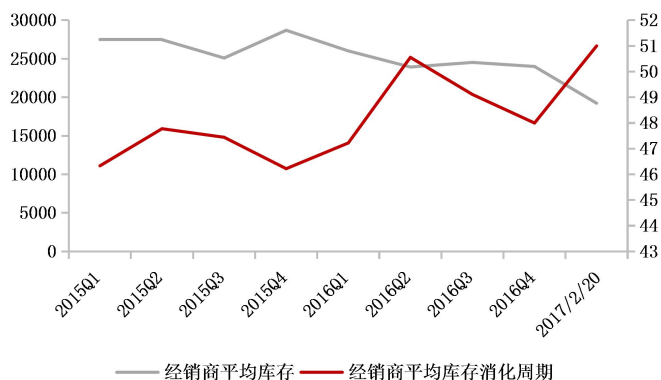
图 4：各地连锁药店各产品平均销售额同比


资料来源：调研信息，川财证券研究所

渠道去库存情况良好，消化周期稳定

经销商库存平稳下降，平均库存消化周期基本维持在 46-51 天左右，但受终端零售价提价影响，有上升趋势，消化速度变慢。

图 5：经销商平均库存及库存消化周期

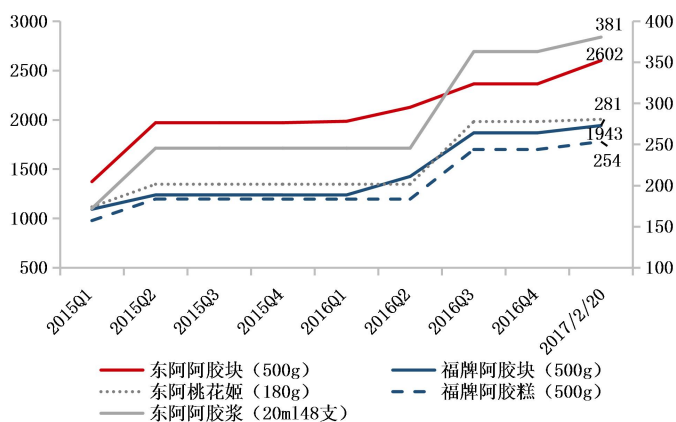


资料来源：调研信息，川财证券研究所

本轮涨价终端尚未全面执行，对 2017Q1 销量影响较小

调研数据显示，终端连锁药店零售价，在 2015 年期间比较平稳，厂家于 2015 年 Q4 的涨价，终端零售价于 2016Q3 逐步落实消化完毕；2015 年至 2017 年 2 月，阿胶块较大幅度的涨价共执行了 3 次，幅度分别为 43%、7%、11%，与此同时福牌阿胶亦进行了跟随性涨价，也执行了 3 次，阿胶块涨价幅度分别为 13%、15%、31%；针对东阿阿胶最近一次即 2016 年 11 月份的厂家涨价，连锁药店零售价上涨执行时间依次为：北京（12 月-1 月中旬）、上海（2 月底到 3 月初）、广州（3 月初到 3 月中旬），因此春节期间，北上广地区样本连锁药店平均零售价为小幅上涨，故对 2017Q1 销量影响不大，Q2 为常规的淡季，同时受到提价影响，预计销量同比将有所下滑。

图 6：连锁药店平均零售价变动情况



资料来源：调研信息，川财证券研究所

品牌推广和服务持续进行，连锁药店深度合作稳步推进

品牌推广和顾客服务的持续进行，有利于东阿阿胶保持行业领先优势。2016Q1至春节期间促销活动主要包括：折扣（9.9折、8.8折、8.5折、8折、7.8折）、买赠（买4赠1、买3赠1）；顾客服务主要包括：养生讲座、养生资料发放、免费熬胶或打粉、辅料赠送等，同时，公司开始加强在终端的纯销力度，据调研了解，从2016年3、4季度起，开始有东阿阿胶厂家人员到各大门店进行产品推广，包括陈列、吊旗等，并提供上述顾客服务，在提升已有消费者粘性的同时挖掘新增消费者。

上一期调研中我们认为厂家直接铺货到终端，信息反馈更加扁平化，管理效率提高，看好公司拓展连锁药店渠道的布局。此次调研了解到，东阿阿胶厂家正积极与各地大型连锁药店建立深度合作，对各区域店长做集中培训、带领参观东阿基地、提供阿胶打粉机、赠送熬胶辅料、安排终端推广人员等，有利于产品结构的调整和增量市场的拓展，有利于公司长期发展。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

联系方式

川财证券有限责任公司 研究所

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

机构业务部

李沫 13611881751 limo@cczq.com

吴健 18616814608 wujian@cczq.com

胡芳 18621972006 hufang@cczq.com

闵歆琰 13482123232 minxinyan@cczq.com

袁梓芳 15502154117 yuanzifang@cczq.com

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com

马昊 13581897385 mahao@cczq.com

黄薇 15901115104 huangwei@cczq.com

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com

陈晨 15986679987 chenchen@cczq.com

王楚 18620362172 wangchu@cczq.com

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000