

进入消费旺季 业绩增长确定

2011年9月28日

•公司研究 •中药行业 •跟踪报告 •东阿阿胶(000423)

报告要点:

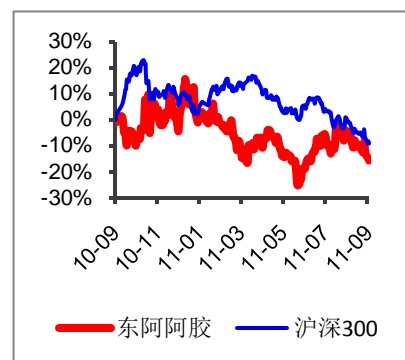
- **打造阿胶全产业链企业。** 公司发展目标明确,未来仍将坚持阿胶本身的价值回归,并逐步实现阿胶全产业链掌控型企业。
- **阿胶块涨价,阿胶浆和保健食品放量为主。** 约占主营业务收入50%左右的**阿胶块**产品定位于高端人群,限量提价将助力阿胶本身的价值回归。今年年初的大幅提价使阿胶块的出厂价已达到**950元/公斤**,我们估算上半年阿胶块的销量小幅下滑,但是随着阿胶消费旺季的来临,部分经销商**8,9**月份已开始为此提前备货,全年销量将会恢复到往年的水平。**阿胶浆**约占到公司主营业务收入的**30% - 35%**,今年公司将加大对医院终端的销售力度,特别是肿瘤科室。我们预计全年阿胶浆都会控价保量,保持**25%**左右的稳定增长。目前给公司业绩贡献不大的**阿胶保健食品**,去年的销售额仅为**2-3**亿元,主要销售的产品是桃花姬阿胶膏,阿胶原粉和阿胶枣。阿胶保健食品未来将重点向商超进军,开发更多的产品。考虑到基数较低,我们预计阿胶保健食品今年将保持**50%**左右的高速增长。
- **滋补第一品牌 建议关注。** 预计公司2011-2012年的每股收益分别为**1.27,1.57**元,对应目前的股价**PE**分别是**32,26**倍。东阿阿胶拥有着不可复制的资源优势,在阿胶行业内也基本没有真正的对手,而公司未来也致力将阿胶打造成我国“滋补第一品牌”。我们认为东阿阿胶具有中,长期的投资价值,建议关注。
- **风险因素:** 阿胶块提价后,流失部分购买人群;涨价后对于媒体公关的影响。
- **盈利预测与估值:**

财务预测	2013E	2012E	2011E	2010A
营业收入	4172.28	3432.05	2817.69	2463.78
YoY	21.59%	21.80%	14.36%	18.50%
毛利率	62.83%	59.60%	58.94%	54.99%
净利润	1415.07	1025.85	832.54	582.22
YoY	37.94%	23.22%	42.99%	48.48%
EPS	2.16	1.57	1.27	0.89
PE	19.17	26.37	32.61	46.53

数据来源:公司公告 制表:恒泰证券研发中心

股价为2011年9月28日收盘价 单位:百万元,%,元,倍

公司股价与沪深300对比



数据来源:WIND

制 图:恒泰证券研发中心

公司基本信息

A股流通股本	6.54 亿
A股总股本	6.54 亿
A股流通市值	270.73 亿
A股总市值	270.83 亿
9月28日股价	41.41 元

相关报告:

“提价助推净利润持续大幅增长” 东阿阿胶中报点评, 2011年8月16日

目录

1. 东阿阿胶 价值回归	4
1.1 公司介绍	4
1.2 公司主营产品	4
2.逐步整合上游驴皮资源	7
2.1 驴存栏量逐年减少	7
2.2 驴皮不会制约公司高速发展	7
3. 公司主要经营产品	8
3.1 阿胶块 – 内在价值回归.....	8
3.1.1 具备成为高端保健品的条件.....	8
3.1.2 阿胶行业尚无对手.....	8
3.1.3 提价对全年销售影响不大	9
3.2 阿胶浆 – 未来放量的品种	9
3.2.1 补血大品种	9
3.2.2 加大医药终端销售渠道.....	9
3.3 阿胶保健品.....	10
4. 盈利预测	10
5. 风险提示	12

图表目录

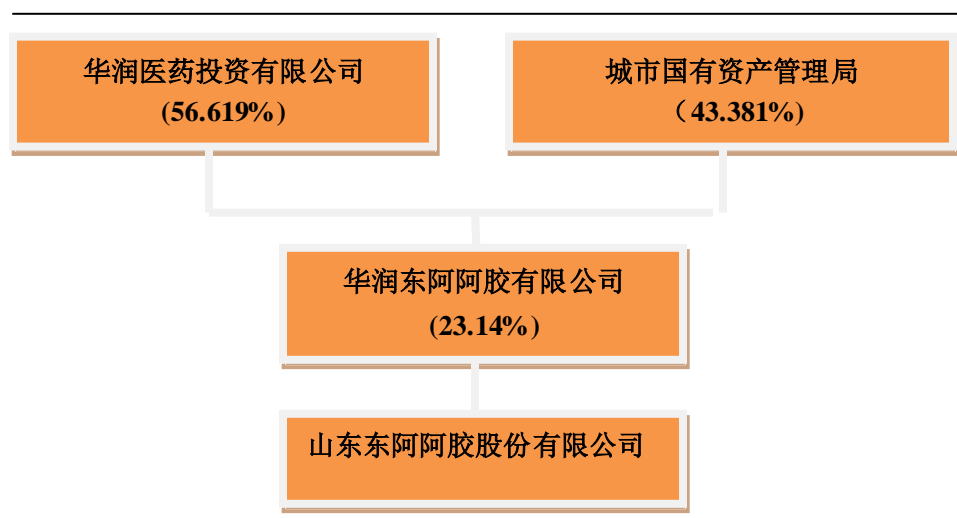
图 1: 东阿阿胶股权结构.....	4
图 2: 2011 年主营业务构成.....	5
图 3: 2011 年净利润构成.....	5
图 4: 2006-2010 年公司毛利率变化.....	5
图 5: 2006-2010 年公司净利润变化.....	5
图 6: 2010 年阿胶系列产品主营收入构成.....	6
图 7: 2010 年主要销售的阿胶系列产品.....	6
图 8: 1996-2009 年全国驴存栏量.....	7
表 1: 2010 年主要从事养殖, 驴皮收购等业务的子公司经营状况 (单位: 万元)	8
表 2: 阿胶保健品的三大单品.....	10
表 3: 东阿阿胶主营业务收入和毛利率预测(单位:亿元).....	11
表 4: 盈利预测表.....	11

1. 东阿阿胶 价值回归

1.1 公司介绍

东阿阿胶地处于阿胶的发源地 - 山东省东阿县，生产阿胶已有两千多年的历史。公司目前的主营业务仍然是生产和销售阿胶及系列产品为主。央企中国华润总公司通过华润医药投资有限公司对华润东阿阿胶有限公司控股 56.619%，为公司的实际控制人。

图 1：东阿阿胶股权结构

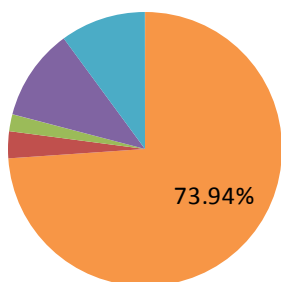


资料来源：公司年报 制图：恒泰证券研发中心

1.2 公司主营产品

占东阿阿胶主营业务收入和利润的主要经营活动是阿胶系列产品的生产和销售。2011 年上半年公司实现营业收入 12.80 亿元，比上年同比增长 2.92%，归属于上市公司股东的净利润为 4.50 亿元，同比增长 47.34%。其中阿胶系列产品主营业务收入 9.92 亿元，约占公司主营业务收入的 73.94%，产品毛利率达 71.90%。

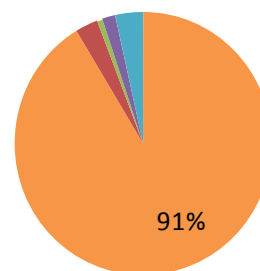
图 2：2011 年上半年主营业务构成



■ 阿胶系列产品 ■ 医疗器械 ■ 药用辅料 ■ 医药贸易 ■ 其他

数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

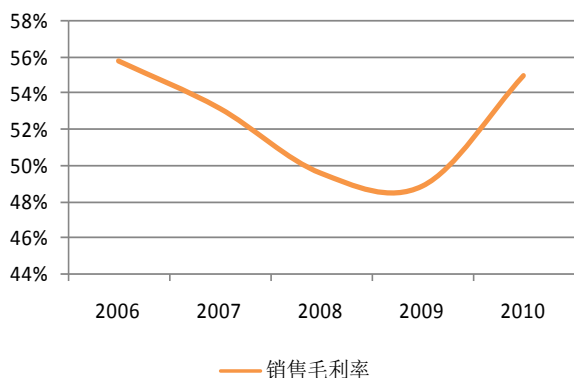
图 3：2011 年上半年净利润构成



■ 阿胶系列产品 ■ 医疗器械 ■ 药用辅料 ■ 医药贸易 ■ 其他

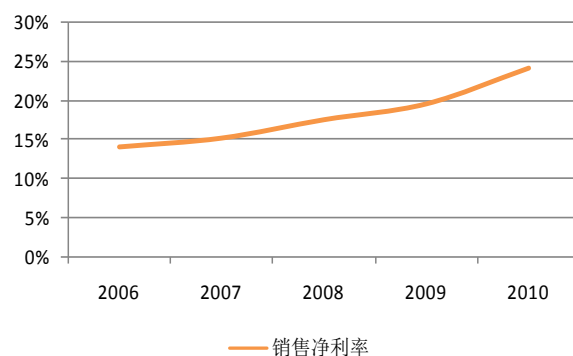
数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

图 4：2006-2010 年公司毛利率变化



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

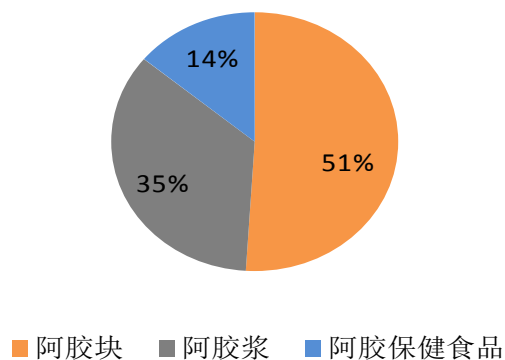
图 5：2006-2010 年公司净利润变化



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

公司主要销售的阿胶产品分为三大类：阿胶块，阿胶浆和阿胶保健食品。其中给公司收入贡献最大的是阿胶块，2010 年销售额大约在 9-10 亿元，未来将在医药终端销售重点放量的是阿胶浆，2010 年销售额大约在 5-6 亿元。阿胶保健食品主要包括桃花姬阿胶糕，阿胶原粉和水晶枣等，发展潜力巨大，目前年销售额仅为 2-3 亿元。

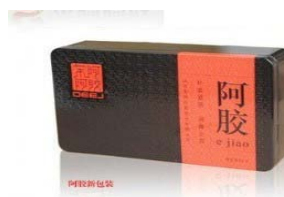
图 6：2010 年阿胶系列产品主营收入构成



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

图 7：东阿阿胶主要销售的阿胶系列产品

阿胶块：



阿胶浆：



阿胶保健食品：阿胶糕，阿胶粉和阿胶枣



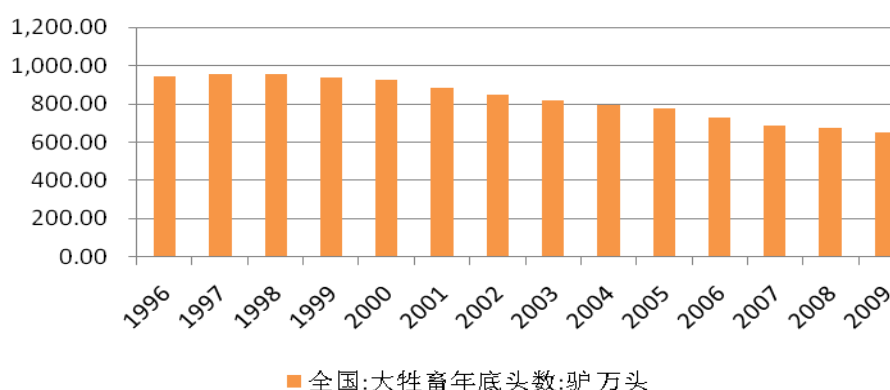
资料来源：公司网站 制图：恒泰证券研发中心

2.逐步整合上游驴皮资源

2.1 驴存栏量逐年减少

作为阿胶的主要原材料驴皮，目前东阿阿胶大约掌握全国驴皮资源 85%以上。但是近些年来，随着农村生活水平的提高，毛驴又具有孕期长，单胎生的特点，养驴的人越来越少，全国驴的自然存量从 2000 年的 922 万头下降到 2009 年的 648 万头左右。

图 8：1996-2009 年全国驴存栏量



资料来源：Wind 制图：恒泰证券研发中心

2.2 驴皮不会制约公司高速发展

公司驴皮的主要来源分为三个方面：国内的驴皮供应商大约提供 50-60%的驴皮，公司在全国各地的 13 个毛驴养殖基地可以提供 30%左右的驴皮和国外主要从中东，非洲等国进口不到 10%的驴皮。面对驴皮资源需求的日益递增，毛驴存栏量逐年递减和驴皮质量保障等问题，公司未来将在上游大力建立养驴基地发展养驴业，并以基地作为示范鼓励周围农户养驴，目前正在计划或者建设中的 4 个基地，这样可以将全国的养殖基地增加到 17 个。但是从目前来看，2010 年年报显示公司大部分主要业务从事养殖，驴皮收购等业务的子公司都出现亏损的情况，所以毛驴养殖基地除了驴皮的用途以外，怎样将驴肉等发挥它们更大的作用将成为基地下一步需要考虑的问题。

表 1：2010 年主要从事养殖，驴皮收购等业务的子公司经营状况（单位：万元）

公司名称	净利润
东阿阿胶伊犁龙兴畜产有限责任公司	-47.97
山东无棣天龙科技开发公司	-6.16
东阿阿胶阜新科技开发有限公司	16.36
东阿阿胶高台天龙科技开发有限公司	-6.98
新疆岳普湖天龙食品有限公司	4.39
内蒙古天龙食品有限公司	26.12

资料来源：公司年报 制表：恒泰证券研发中心

值得一提的是,东阿阿胶未来放量的大品种是阿胶浆。一般来说,以阿胶块和阿胶浆每年生产对于驴皮的需求的比重 8:2 来看,我们认为短期内毛驴存栏量的减少不会是成为制约公司发展的因素。

3. 公司主要经营产品

3.1 阿胶块 - 内在价值回归

3.1.1 具备成为高端保健品的条件

公司的核心产品是阿胶块,2010 年给公司贡献 51%左右的主营业务收入,毛利率大约在 75%左右。

随着生活水平的提高,人们对养生的需求也日益加大,东阿生产阿胶具有三千多年历史,文化底蕴极其丰富,从“本草纲目”开始便有记载的具有补气养血,滋阴润燥,化痰清肺的保健良品。和其他阿胶生产企业相比,东阿生产的阿胶块具有口感好、无异味的特性。再从阿胶块的性质来看,只要通风好、温度适宜,阿胶块一般来说长期保存都不会变质,时间越长,效果反而更好。加上国内毛驴存栏量的日益减少,我们认为东阿阿胶具备成为高端保健品的基本条件。

3.1.2 阿胶行业尚无对手

东阿生产的阿胶具有国家级的保密工艺和阿胶县特有的地下水进行熬制,加上东阿阿胶大约掌握着国内 90%以上驴皮资源来看,我们认为公司在阿胶行业内并没有真正给自己构成威胁的对手,目前国内主要生产阿胶产品的企业有山东福胶,虽然产品价格比东阿阿胶便宜,但是无论是生产规模和产品本身都无法和东阿阿胶相提并论。同仁堂阿胶和九芝堂的驴胶补血冲剂会是公司未来的潜在威胁,但是目前来看,产品的定位和服用的人群还是和东阿阿胶有着一定的区别。

3.1.3 提价对全年销售影响不大

阿胶块在 2010 年加价 4 次以后，今年 1 月公司发出公告说明阿胶块的价格不再纳入政府定价管理范围，价格由企业自主定价，出于阿胶主要原料驴皮资源的日益紧张，收购价格不断上涨，阿胶块产品的出厂价上调幅度不超过 60%。这样阿胶块的出厂价格为 950 元/公斤，市面价格在大部分城市达到 1500 元左右。

2005 年以来，从阿胶块年均 30%左右的涨价幅度来看，每次公司的大幅提价对产品的销售冲击并不是很大。从我们对公司调研的情况了解，今年 1 月提价以来，阿胶块的销量大约在 1-4 月份下降 20%左右，5 月份开始逐步走向正常。由于一般食用阿胶的旺季是从冬至到立春时节，也就是说从第三季度开始，大部分经销商已经开始为旺季提前备货，这样下半年公司将逐步进入阿胶块涨价的收获期。我们认为阿胶块全年的销量有望和去年持平。

3.2 阿胶浆 - 未来放量的品种

3.2.1 补血大品种

复方阿胶浆是公司第二大产品，2010 年销售额大约在 6-7 亿，毛利率在 60%左右。复方阿胶浆作为我国补血的独家品种，进入国家基本药物目录，由阿胶，桂圆，枸杞，大枣，甘草，红糖，人参等成分组成。主要是通过作用于骨髓造血干细胞，提高机体造血机能入手来解决贫血和气血两虚等问题。作为公司十二五规划的核心产品，公司的营销政策是控价放量，将其打造成 20 亿的销售单品。

3.2.2 加大医药终端销售渠道

复方阿胶浆主要在医院销售的科室为中医科，妇科等，公司未来瞄准肿瘤科，将其作为放量的重点突破科室。

贫血是肿瘤患者常见的并发症，超过 50%的肿瘤病人患有贫血，它是血液系统肿瘤患者诊断时一个最常见的临床表现。贫血的严重程度与许多因素有关，包括疾病进展和使用的化疗药物的种类，以及年龄的增加和潜在感染的发生等。欧洲癌症贫血调查 (ECAS) 对超过 15000 名癌症患者进行了历时 6 个月的贫血发生率的观察，以 Hb 低于 12 g/ dl 为诊断标准，经证实贫血的总发生率接近 40%，处于持续期或复发期的患者贫血发生率为 48%，新近诊断的患者贫血发生率为 35%，处于缓中的患者贫血发生率为 31%。同时化疗疗程与贫血发生率和贫血程度有明显关系，根据针对超过 1000 名肿瘤患者的调查，显示化疗 1 个月后贫血发生率开始稳步增长，接受化疗 10 至 12 个月的病人发生中 (Hb8~10.0 g/ dl) 或重度 (Hb < 8.0 g/ dl) 贫血者在 50%以上。目前临床治疗癌症贫血的主要药物是促红细胞生成素等西药，我

们认为公司将复方阿胶浆作为一个治疗贫血的辅助用药将有望在医院肿瘤科室得到突破，公司目前已经开展科普和学术讲座，向中国抗癌协会每年捐赠 1000 万等措施来提高医生和患者的认知度，我们预计未来复方阿胶浆将保持 30%左右的增长速度。

3.3 阿胶保健品

阿胶保健品包括桃花姬阿胶糕，阿胶原粉和水晶枣等，2010 年销售额是 2-3 亿元，由于产量不高，毛利率大约在 45%左右。阿胶保健品市场空间巨大，我们预计未来将保持 50%左右的高增长。

表 2：阿胶保健品的三大单品

产品	特点
桃花姬阿胶糕	产品的潜力消费群以女性为主，桃花姬含有胶原蛋白，人体必需的 7 种氨基酸以及多种矿物质和微量元素，长期服用具有润肤养颜，延缓衰老等作用，产品食用也十分方便。
阿胶原粉	考虑到现代人生活的快节奏，阿胶原粉是以阿胶原液为原料，采用国内先进技术精制而成的方便型产品。用热牛奶即可冲溶。
阿胶枣	产品是由阿胶，红枣等为主要原料制成的保健食品，有阿胶和红枣的复合香味及气味，具有免疫调节等保健功能。

资料来源：公司网站，恒泰证券研发中心

目前公司阿胶保健产品通过商超渠道的销售额不足 10%，考虑产品的特点，我们认为借助东阿阿胶的良好品牌效应，大力积极开发商超销售渠道将会是维持高增长的关键。

4. 盈利预测

我们预计公司2011-2012年的每股收益分别为1.27,1.57元，对应目前的股价PE分别是32,26倍。东阿阿胶拥有着不可复制的资源优势，在阿胶行业内也基本没有真正的对手，而公司未来也致力将阿胶打造成我国“滋补第一品牌”。我们认为东阿阿胶具有中，长期的投资价值，建议关注。

表 3：东阿阿胶主营业务收入和毛利率预测(单位:亿元)

年份	2010	2011	2012	2013
主营业务收入	24.64	28.18	34.32	41.72
YoY	18.52%	15.37%	21.79%	21.56%
毛利率	54.99%	58.94%	59.60%	62.83%
阿胶产品收入	18.02	23.06	29.19	37.67
YoY	20.32%	27.97%	26.58%	29.05%
毛利率	67.77%	69.54%	70.15%	72.34%
阿胶块收入	9.34	11.68	14.59	18.24
YoY	25%	25%	25%	25%
毛利率	75%	78%	80%	82%
阿胶浆收入	6.58	8.23	9.87	12.34
YoY	25%	25%	25%	25%
毛利率	60%	60%	60%	60%
阿胶保健品收入	2.10	3.15	4.73	7.09
YoY	50%	50%	50%	50%
毛利率	42%	45%	45%	50%
其他收入	6.62	5.12	5.13	4.05
毛利率	17.65%	19.65%	18.34%	18.24%

资料来源：公司财报，制表：恒泰证券研发中心

表 4：盈利预测表（单位：百万元）

年份	2009	2010	2011	2012	2013
一、营业总收入	2079.11	2463.78	2817.69	3432.05	4172.28
二、营业总成本	1614.50	1806.73	1864.58	2244.42	2499.26
营业成本	1062.30	1108.87	1156.84	1386.50	1550.95
营业税金及附加	17.89	23.29	25.37	31.05	39.66
销售费用	377.51	481.51	492.54	602.11	698.65
管理费用	173.71	207.26	212.56	224.76	237.65
财务费用	(16.46)	(20.86)	(22.73)	(26.12)	(27.65)
三、其他经营收益	6.21	39.92	42.54	42.19	41.75
投资净收益	6.21	39.92	42.54	42.19	41.75
四、营业利润	470.82	696.97	995.65	1229.82	1714.77
加：营业外收入	5.13	5.71	5.14	5.06	5.20
减：营业外支出	2.53	1.63	1.82	1.90	2.05
五、利润总额	473.42	701.05	998.97	1232.98	1717.92
减：所得税	66.36	106.93	155.43	195.42	230.98
六、净利润	407.06	594.12	843.54	1037.56	1486.94
归属于母公司所有者的净利润	392.12	582.22	832.54	1025.85	1415.07

资料来源：公司财报 制表：恒泰证券研发中心

5. 风险提示

阿胶块提价后，流失部分购买人群，让竞争对手抢占市场份额；涨价后对于媒体公关的影响

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：漆皓丞

联系电话：021-68405202

电子邮件：qihaocheng@cnht.com.cn