

东阿阿胶(000423.SZ)

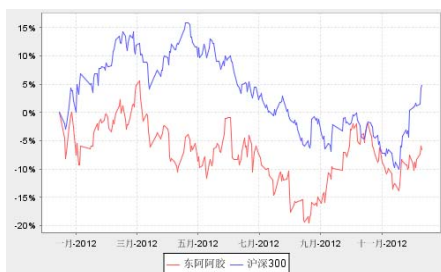
促销显成效，全年有望实现快速增长

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 48.11-50.59
 分析师 胡德军 分析师 生物医药小组
 S0740511070005
 021-20315083
 hudj@r.qlzq.com.cn
 2012年12月30日

基本状况

总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	654.02
市价(元)	40.09
市值(百万元)	26219.72
流通市值(百万元)	26219.72

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,463.7	2,758.8	3,043.1	3,658.0	4,247.7
营业收入增速	17.88%	11.98%	10.30%	20.21%	16.12%
净利润增长率	48.72%	47.05%	25.50%	23.18%	18.88%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.31	1.64	2.02	2.41
前次预测每股收益(元)	0.89	1.31	1.54	1.87	2.21
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	57.40	32.81	24.57	19.95	16.78
PEG	1.18	0.70	0.96	0.86	0.89
每股净资产(元)	4.19	5.24	6.58	8.30	10.41
每股现金流量	0.97	1.09	1.80	2.12	2.49
净资产收益率	21.22%	25.01%	24.98%	24.38%	23.12%
市净率	12.18	8.20	6.14	4.86	3.88
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

备注: 市场预测取 聚源一致预

- 我们认为目前市场低估了东阿在销售终端的品牌力、产品力以及今年年初以来在促销上所做的努力；作为一个拥有高端品牌和具备稀缺资源的龙头公司，东阿阿胶未来强势的市场地位不可动摇；
- 从品牌力上，我们坚持我们前期的看法，目前阿胶行业在品牌力上基本已经形成高、中和低端三极市场，新进入者在对东阿形成威胁之前首先必须跨过低端和中端两块市场，目前东阿无论在产品宣传力和渠道掌控力上都更胜一筹，属于高端产品，品牌力无疑更强；而在中端市场逐渐形成以福胶、同仁堂和九芝堂为主的产品群，但整体上品牌力依然逊于东阿，基本立足于补血市场，尚未介入到美容和滋补领域，预计未来中端市场增长主要源于渠道扩张和抢占更多低端市场份额；
- 在产品力上，尽管有同仁堂和福胶的快速追赶，但从目前终端市场的认可度上，东阿的产品力依然遥遥领先；据健康网零售研究系统对全国五千余家零售药店抽样数据统计显示，2012年11月抽样零售药店统计总销售额14.62亿元。其中补血养血类销售总额为320.91万元。山东东阿阿胶排在榜首之位（销售额261.88万元），占81.61%销售份额，占半壁江山；
- 在价格上，东阿依然拥有强势话语权；虽然2012年同仁堂日前对旗下具有自主定价权的阿胶块产品全面提价20%，零售价格从570元/500g提至690元/500g，同时上调两成的还有阿胶块出厂价。但与东阿阿胶、福胶相应的零售价825元/500g和720元/500g相比仍低135元和30元。我们认为目前在价格上已经形成了四个梯度，东阿为第一梯度，福胶和同仁堂为第二梯度，太极、佛慈等为第三梯度，其他没有品牌的产品为第四梯度，从价格维护力度上我们依然看好阿胶在高端市场的逐步放量，特别是随着生活快节奏步伐的加速，便捷性已经成为制约行业成长的阻力之一，我们看好桃花姬、阿胶原粉等新产品在未来市场的放量增长，而东阿强大的品牌力和产品力将是其未来抢占市场份额的重要保障；

- 同时我们认为目前市场可能低估了公司今年以来所做营销改革的努力，其中两个方面尤其需要我们引起关注；1、甄嬛传的持续热播，尽管网络对阿胶植入的大面积广告评价不一，但不可否认的是电视剧的强势在一定程度上将对阿胶的曝光度产生巨大影响，我们认为其影响的不仅仅是东阿阿胶，可能对整个阿胶行业都起到了正面作用；2、公司 2012 年促销力度大增，四季度开始熬胶活动，前三季度现场促销，部分地区买 500g 送 125g，如果按照这种方式我们推测东阿阿胶实际销售价格为 660 元/斤，相比于同仁堂的 690 元/斤以及福胶的 720 元/斤分别低了 30 元和 60 元，同时阿胶目前在开展了很多现场熬胶活动，包括赠送部分辅料，虽然这将在一定程度上增加销售费用，但市场占有得到了快速回升，我们看好阿胶四季度的销售；
- 我们看好阿胶在 2012 年销售情况，上调 2012 年盈利预测，预计公司 2012-2014 年净利润分别为 10.75 亿元、13.24 亿元和 15.73 亿元，同比分别增长 25.5%、23.2%和 18.9%，对应 EPS 分别为 1.64 元、2.02 元和 2.41 元，对应前次盈利预测分别上调 6.7%、8.2%和 8.9%，我们坚持认为公司是一个极具品牌力和产品衍生能力的领袖型公司，目前价格低估，继续给予“买入”评级，目标价为 48.11-50.59 元。
- 风险提示：1、阿胶块提价后带来的销售量下滑的风险，包括资源缺乏带来的驴皮供应不足，提价后消费支付能力不足以及竞争对手的降价带来的产品销量不畅等；2、国家药品价格政策以及医改可能带来的不可预测的调整风险；3、食品安全风险，包括阿胶假冒产品可能对公司产品带来的负面影响等；3、销售费用大幅增长带来的盈利下降的风险；

图表 1：全国补血养血厂家销售前 10 位排行

排序	生产厂家	销售额（万元）	市场份
1	山东东阿阿胶股份有限公司	261.88	81.61%
2	广东长兴科技保健品有限公司	14.37	4.48%
3	顺德康富来保健品有限公司	8.11	2.53%
4	广东康富来药业有限公司	7.08	2.21%
5	南昌健民营养补品厂	5.64	1.76%
6	新疆华世丹药业有限公司	4.74	1.48%
7	广州市龙力贸易发展有限公司	3.76	1.17%
8	博辉生物药业（深圳）有限公司	1.41	0.44%
9	山东福胶集团济南东方保健品有限公司	1.36	0.42%
10	浙江康恩贝中药有限公司	1.12	0.35%

来源：健康网，齐鲁证券研究所（全国五千余家零售药店抽样数据）

图表 2: 公司产品分类预测表

项 目	2009	2010	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
阿胶及系列							
销售收入	1,262.00	1,801.51	2,289.41	1,000.12	2,952.50	3,537.94	4,121.60
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	0.77%	28.96%	19.83%	16.50%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	70.79%	73.25%	73.30%	72.71%
销售成本	417.22	580.63	667.82	292.14	789.74	944.53	1,124.95
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	4.76%	18.26%	19.60%	19.10%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	707.98	2,162.76	2,593.41	2,996.65
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	-0.78%	33.37%	19.91%	15.55%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	87.34%	97.02%	96.72%	97.03%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	76.56%	94.87%	95.49%	95.89%
医疗器械							
销售收入	75.47	78.36	89.22	53.00	93.68	98.37	103.28
增长率 (YOY)	53.39%	3.83%	13.86%	24.30%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	52.50%	49.41%	41.42%	34.58%	46.91%	43.93%	43.03%
销售成本	35.85	39.64	52.27	34.67	49.73	55.16	58.84
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	40.03%	-4.85%	10.91%	6.68%
毛利	39.62	38.72	36.95	18.33	43.95	43.21	44.44
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	2.50%	18.93%	-1.68%	2.86%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	4.63%	3.08%	2.69%	2.43%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	1.98%	1.93%	1.59%	1.42%
药用辅料							
销售收入	53.15	58.21	56.80	32.46	59.64	62.62	65.75
增长率 (YOY)	-2.60%	9.52%	-2.42%	20.62%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.07%	13.94%	18.94%	22.31%	17.05%	16.92%	17.86%
销售成本	40.89	50.10	46.04	25.22	49.47	52.02	54.01
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	14.27%	7.45%	5.16%	3.82%
毛利	12.26	8.11	10.76	7.24	10.17	10.60	11.74
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	49.59%	-5.48%	4.22%	10.80%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	2.83%	1.96%	1.71%	1.55%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.78%	0.45%	0.39%	0.38%
销售收入 (百万元)							
销售收入	797.64	755.05	577.49	172.78	249.40	274.34	288.06
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	-38.36%	-56.81%	10.00%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	45.05%	23.25%	23.25%	23.25%
销售成本	621.60	517.55	448.73	94.94	191.42	210.56	221.09
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	-29.53%	-57.34%	10.00%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	77.84	57.99	63.78	66.97
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	-46.53%	-54.97%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	15.09%	8.20%	7.50%	6.78%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	8.42%	2.54%	2.35%	2.14%
内部抵消							
销售收入	-216.08	-237.91	-309.00	-113.21	-312.09	-315.21	-330.97
增长率 (YOY)	0.73%	10.10%	29.88%	36.20%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利率	-1.25%	-0.92%	-1.55%	-100.17%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
销售成本	-218.78	-240.09	-313.79	-226.61	-316.93	-320.10	-336.10
增长率 (YOY)	-2.77%	9.74%	30.70%	142.50%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利	2.70	2.18	4.79	113.40	4.84	4.89	5.13
增长率 (YOY)	-74.29%	-19.26%	119.70%	997.79%	1.00%	1.00%	5.00%
占总销售额比重	-10.96%	-9.69%	-11.43%	-9.89%	-10.26%	-8.62%	-7.79%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	12.26%	0.21%	0.18%	0.16%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	1145.15	3043.14	3658.06	4247.72
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	220.36	763.43	942.17	1122.78
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	924.79	2279.70	2715.89	3124.94
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	80.76%	74.91%	74.24%	73.57%

来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 公司财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	2,090	2,464	2,759	3,151	3,820	4,506	货币资金	1,982	1,133	1,503	2,624	3,776	5,095
增长率	23.97%	17.9%	12.0%	14.2%	21.2%	18.0%	应收账款	180	205	133	215	253	302
营业成本	-1,069	-1,109	-933	-868	-1,098	-1,371	存货	204	194	311	196	256	325
% 销售收入	51.2%	45.0%	33.8%	27.5%	28.7%	30.4%	其他流动资产	89	970	1,334	1,304	1,320	1,339
毛利	1,021	1,355	1,825	2,284	2,722	3,135	流动资产	2,455	2,502	3,281	4,340	5,605	7,060
% 销售收入	48.8%	55.0%	66.2%	72.5%	71.3%	69.6%	% 总资产	78.3%	69.5%	77.6%	81.4%	84.5%	87.0%
营业税金及附加	-18	-23	-31	-34	-42	-49	长期投资	124	427	162	162	162	162
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	393	484	582	621	650	680
营业费用	-379	-482	-610	-788	-879	-1,036	% 总资产	12.5%	13.5%	13.8%	11.7%	9.8%	8.4%
% 销售收入	18.1%	19.5%	22.1%	25.0%	23.0%	23.0%	无形资产	129	131	151	155	161	166
管理费用	-177	-207	-231	-264	-321	-378	非流动资产	680	1,096	946	989	1,024	1,059
% 销售收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	% 总资产	21.7%	30.5%	22.4%	18.6%	15.5%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	447	643	953	1,198	1,481	1,671	资产总计	3,135	3,598	4,226	5,328	6,630	8,119
% 销售收入	21.4%	26.1%	34.5%	38.0%	38.8%	37.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	16	21	21	20	25	26	应付账款	455	550	474	513	633	779
% 销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	167	169	211	384	431	481
资产减值损失	0	-7	-1	-1	-1	-1	流动负债	622	719	685	897	1,064	1,260
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期应付款	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	57	57	57	57	其他长期负债	45	62	66	66	66	66
% 税前利润	1.3%	5.7%	5.5%	4.5%	3.7%	3.3%	负债	667	780	751	963	1,130	1,326
营业利润	470	697	1,031	1,275	1,562	1,754	普通股股东权益	2,398	2,743	3,424	4,300	5,419	6,698
营业利润率	22.5%	28.3%	37.4%	40.5%	40.9%	38.9%	少数股东权益	70	74	51	65	80	95
营业外收支	3	4	6	5	5	5	负债股东权益合计	3,135	3,598	4,226	5,328	6,630	8,119
税前利润	473	701	1,036	1,280	1,567	1,759	比率分析						
利润率	22.6%	28.5%	37.6%	40.6%	41.0%	39.0%	每股指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-66	-107	-166	-193	-237	-269	每股收益 (元)	0.599	0.890	1.309	1.639	2.011	2.255
所得税率	14.0%	15.3%	16.0%	15.1%	15.1%	15.3%	每股净资产 (元)	3.667	4.195	5.235	6.574	8.286	10.241
净利润	406	594	870	1,086	1,330	1,489	每股经营现金净流 (元)	1.242	0.972	1.085	1.809	2.114	2.375
少数股东损益	15	12	14	14	15	15	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300
归属于母公司的净利润	392	582	856	1,072	1,315	1,475	回报率						
净利率	18.7%	23.6%	31.0%	34.0%	34.4%	32.7%	净资产收益率	16.32%	21.22%	25.01%	24.94%	24.27%	22.02%
							总资产收益率	12.49%	16.18%	20.26%	20.12%	19.84%	18.16%
							投入资本收益率	106.15%	43.31%	44.10%	64.28%	80.34%	91.94%
							增长率						
							营业总收入增长率	23.97%	17.88%	11.98%	14.23%	21.21%	17.97%
							EBIT 增长率	34.28%	43.74%	48.21%	25.78%	23.56%	12.87%
							净利润增长率	36.39%	48.72%	47.05%	25.24%	22.67%	12.12%
							总资产增长率	65.60%	14.76%	17.47%	26.08%	24.42%	22.46%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	20.5	18.7	12.2	14.4	13.7	13.9
							存货周转天数	67.3	65.4	98.7	82.4	85.0	86.4
							应付账款周转天数	43.7	58.1	59.7	49.9	52.9	55.2
							固定资产周转天数	58.8	55.7	57.6	55.0	45.7	38.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-80.31%	-40.22%	-43.24%	-60.12%	-68.67%	-75.01%
							EBIT 利息保障倍数	-27.4	-30.8	-44.4	-59.1	-59.3	-64.2
							资产负债率	21.28%	21.69%	17.78%	18.08%	17.05%	16.34%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1: 财务预测简表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
阿胶及系列						
销售收入	1,262.00	1,801.51	2,289.41	2,748.10	3,404.73	4,163.72
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	20.04%	23.89%	22.29%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	69.17%	69.47%	68.84%
销售成本	417.22	580.63	667.82	847.29	1,039.44	1,297.55
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	26.87%	22.68%	24.83%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	1,900.81	2,365.29	2,866.16
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	17.22%	24.44%	21.18%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	96.81%	96.59%	97.06%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	94.20%	95.08%	95.72%
医疗器械						
销售收入	75.47	78.36	89.22	93.68	98.37	103.28
增长率 (YOY)	53.39%	3.83%	13.86%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	52.50%	49.41%	41.42%	46.91%	43.93%	43.03%
销售成本	35.85	39.64	52.27	49.73	55.16	58.84
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	-4.85%	10.91%	6.68%
毛利	39.62	38.72	36.95	43.95	43.21	44.44
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	18.93%	-1.68%	2.86%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	3.30%	2.79%	2.41%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	2.18%	1.74%	1.48%
药用辅料						
销售收入	53.15	58.21	56.80	59.64	62.62	65.75
增长率 (YOY)	-2.60%	9.52%	-2.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.07%	13.94%	18.94%	17.05%	16.92%	17.86%
销售成本	40.89	50.10	46.04	49.47	52.02	54.01
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	7.45%	5.16%	3.82%
毛利	12.26	8.11	10.76	10.17	10.60	11.74
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	-5.48%	4.22%	10.80%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	2.10%	1.78%	1.53%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.50%	0.43%	0.39%
销售收入 (百万元)						
销售收入	797.64	755.05	577.49	249.40	274.34	288.06
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	-56.81%	10.00%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	23.25%	23.25%	23.25%
销售成本	621.60	517.55	448.73	191.42	210.56	221.09
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	-57.34%	10.00%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	57.99	63.78	66.97
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	-54.97%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	8.79%	7.78%	6.71%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	2.87%	2.56%	2.24%
内部抵消						
销售收入	-216.08	-237.91	-309.00	-312.09	-315.21	-330.97
增长率 (YOY)	0.73%	10.10%	29.88%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利率	-1.25%	-0.92%	-1.55%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
销售成本	-218.78	-240.09	-313.79	-316.93	-320.10	-336.10
增长率 (YOY)	-2.77%	9.74%	30.70%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利	2.70	2.18	4.79	4.84	4.89	5.13
增长率 (YOY)	-74.29%	-19.26%	119.70%	1.00%	1.00%	5.00%
占总销售额比重	-10.96%	-9.69%	-11.43%	-10.99%	-8.94%	-7.72%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	0.24%	0.20%	0.17%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	2838.74	3524.85	4289.84
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	820.98	1037.08	1295.39
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	2017.76	2487.77	2994.45
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	71.08%	70.58%	69.80%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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各种金融服务。本公司及其本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“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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或修改。