

东阿阿胶（000423.sz）草根调研： 需求稳定，旺季销量有望平稳上升

核心观点

王传晓 执业证书编号：S1100113050008
分析师 8621-68416988-209
wangchuanxiao@cczq.com

王艳茹 执业证书编号：S1100114090004
联系人 8621-68416988-235
wangyanru@cczq.com

❖ **结论：**（1）东阿阿胶终端销量降幅小于预期，总体盈利情况良好，实际需求仍然旺盛。促销力度增加是三季度销量稳定的核心动力，有效缓冲了提价导致的销量下降趋势，并在即将到来的秋冬进补需求的带动下，四季度销量预计有望平稳上升；（2）终端对阿胶块下一次涨价的预期较高，平均约 20%，而对阿胶浆涨价预期在 10%左右，阿胶衍生品更低；（3）渠道商年底回款增加，公司现金流情况将有所改善；（4）渠道库存尚未消化，提价时点将决定销量走势，量价齐升还需要时间。

❖ **公司发展趋势：**补血药品或保健品自用及送礼的刚性需求稳定，随着多元产品的开发、处方适应症的扩展、品牌认可度的提高、以及促销力度的加大，公司将继续维持平稳上升的发展趋势。

❖ **与市场的预期差：**东阿阿胶上一次提价并未导致消费者大量流失和终端销量大幅下滑，同时，阿胶浆及衍生品的销量正在逐步提升，厂家仍保持一定的控货措施待渠道库存逐步消化；市场终端对阿胶块仍存在较高的涨价预期，并有一定的接受度。

❖ **近期催化因素：**秋冬进补旺季；涨价时点；医保目录调整及其他中医药政策带来的积极影响。

❖ **风险提示：**厂家提价速度过快导致的供大于求和消费者流失；行业竞争加剧；产品质量提升不及预期；宏观经济经济下滑风险。

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

敬请参阅尾页声明及投资评级说明

目 录

调研结论.....	3
调研数据与信息.....	4
阿胶块三季度终端销量同比降幅不大，涨价预期偏乐观.....	4
阿胶浆及衍生品三季度销量同比有增无减，涨价预期不高.....	7
三季度平均盈利情况同比有所下降，实际消费需求仍旺盛.....	9
品牌推广和营销策略对销量下降起到重要缓冲作用.....	10
渠道商年底回款增加，对厂家激励政策基本满意.....	11
提价时点将决定销量走势，量价齐升还需要时间.....	12
风险提示.....	13

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16次,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战略,加之今年五月股东及管理层陆续增持,都释放出公司发展的积极信号。本次调研通过与终端市场进行沟通获取第一手信息,以期了解市场真实的景气度,寻找预期差,发现催化剂,判断公司的发展趋势和投资价值。

调研对象: 共21位,包括药店、直营店、专卖店相关负责人16位,三甲医院药剂科负责人3位,经销商3位,地域覆盖山东、北京、上海和广州4个主要地区。调研品类包括阿胶块、阿胶浆、桃花姬等衍生品。

调研结论

1、阿胶块三季度终端销量同比降幅不大,涨价预期仍较高,四季度销量预期乐观。 由于受宏观经济影响和涨价后部分消费者的流失,阿胶块三季度终端平均销量同比去年有所下降,但降幅不大,主要因为终端刚性需求稳定(自用+送礼)、品牌认可度较高、以及促销力度的加大(Q3核心因素)等缓冲了提价导致的销量下降趋势,并在即将到来的秋冬进补需求的带动下,Q4销量预计有望平稳上升。而市场对阿胶块涨价的预期仍保持在均值20%的较高水平,主要源于对原材料稀缺导致成本增加的认同,及对中药保护品种提价大环境影响的预期。

2、阿胶浆三季度销量同比有增无减,涨价预期不高。 阿胶浆为双跨品种,三季度终端平均销量同比去年有所增加,幅度不大,主要来自阿胶块涨价后的顾客转化、促销力度加大、广告效应带动、适用科室扩展等因素。而涨价预期低于阿胶块,平均在10%左右,主要因其医保乙类药品及复方制剂的属性。

3、阿胶衍生品(桃花姬为主)三季度终端平均销量同比有所增加,涨价预期更低。 主要也来自阿胶块涨价后的顾客转化、促销力度加大、广告效应带动等,但销售终端未全面铺开,尚存拓展空间。因其保健食品属性,阿胶含量更低,价格相对较为稳定。

4、三季度平均盈利情况同比有所下降,但实际消费需求仍旺盛。 终端三季度实际盈利水平同比有所下降,但降幅不大,主要由于阿胶块销售比例的降低,随着Q4阿胶块销量的提升,提价影响将进一步消化。需求方面,消费人群和用途以个人自用居多,表明终端实际消费需求仍然旺盛,进货量的持平和增加也显示了终端对产品销售的信心。

5、品牌推广和营销策略对销量下降起到重要缓冲作用。 根据调研信息,东阿阿胶

主要销售渠道为药店、直营店、医院和电商。厂家对不同品类采取错位供应策略，避免了不同类型终端的相互竞争，并满足了各类消费者的需求，在提高消费门槛的同时，提高了市场覆盖广度，保持了总体销量水平。而加大促销力度的良好效果也已在三季度销量中得到验证。同时，品牌推广活动的持续，对东阿保持竞争优势起到了非常重要的作用。

6、渠道商年底回款增加，对厂家激励政策基本满意。据调研信息显示，年底为主要结款时间，厂家现金流情况也将有所改善。同时，渠道商对厂家的销售激励政策也基本满意。

7、提价时点将决定销量走势，量价齐升还需要时间。通过调研，我们判断涨价对市场的影响周期为：发出涨价信号—厂家控货—终端销量不变—渠道库存降低—厂家提价—Q3Q4旺季缓冲提价影响—厂家销量增加—量价齐升—顺利进入下一个提价周期直至达到公司目标价格。满足该周期顺利完成的两个必要条件为：**1、刚性需求不变或增加**，以便保证终端销量不变或增加；**2、渠道库存降低**，直到供不应求便可进入提价步骤。据调研信息显示，目前终端总体销量处于同比持平水平，短期内不用担心需求的骤降；但渠道和终端库存却处于较高水平，市场上并不缺货，因此厂家仍在保持控货策略，涨价时机尚未成熟。

调研数据与信息

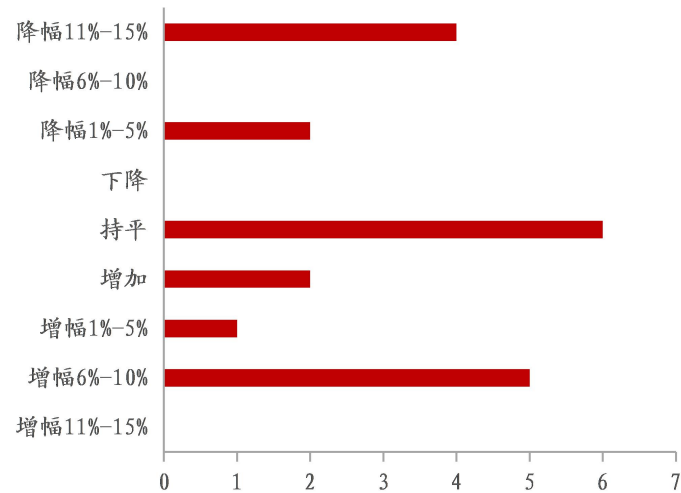
阿胶块三季度终端销量同比降幅不大，四季度销量预期乐观，涨价预期较高

阿胶块三季度终端平均销量同比去年有所下降，但降幅不大。主要原因：1、受宏观经济环境影响，三公消费减少；2、涨价后改买东阿其他低价产品与改买其他低价品牌阿胶块的情况相当，说明东阿品牌消费者有部分流失；3、由于自用刚性需求稳定、节假日送礼对保健品的需求提升（9月中秋节）、对品牌质量的认可度较高，以及促销力度的增加（核心动力）缓冲了销量下降趋势，故总销量下降并不显著。

调研数据：

阿胶块三季度销量同比变化：均值为降幅 0.7%

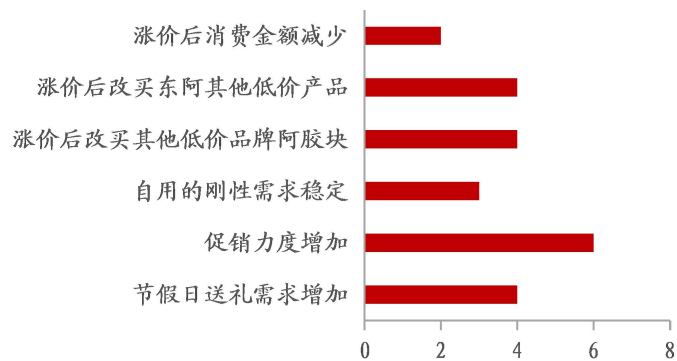
图 1：阿胶块三季度销量同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

阿胶块三季度销量同比变化的原因：

图 2：阿胶块三季度销量同比变化的原因



资料来源：调研信息，川财证券研究所

调研信息摘录：

经销商：“目前主要销售渠道是直营店、药店（铁盒装，OTC）、医院专供（纸盒装，药引子），前两者占比最大，电商销量一般”；

经销商：“前两年销量较好，都要排队拿货，今年销量没有去年好，但也还可以”；

电商：“三公消费减少，以前阿胶片阿胶膏较多用于三公消费，但现在这部分的销量大大减小，促销活动及网购人群的增加等基本能够弥补线下三公消费减少”；

电商：“保健品中阿胶销量排名前三，送烟酒的量在下降”；

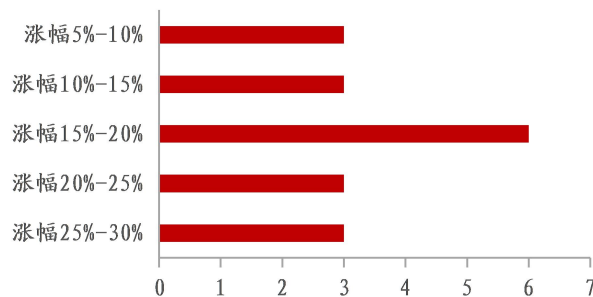
药店：“用得起的人还是会继续用，本身用量就不大，一天只能吃 3-9g”。

阿胶块下一次提价的预期均值在 20%左右，仍保持较高水平。据调研，自去年 11 月出厂价上调了 15%之后，终端售价调整幅度多在 16%-25%之间，均高于出厂价涨幅；涨价执行周期较长，从 2015 年 11 月到 2016 年 4 月陆续执行到位，率先执行到位的是电商和直营店，医院和药店流程多过程慢。根据调研信息，预计下一次出厂价涨价时间最早会在 11 月，终端执行周期 4-5 个月，终端平均认为涨幅在 20%左右，即 250g 包装提价约为 200 元左右，500g 包装提价约为 400 元左右。大家对涨价预期的主要原因为：1、原材料稀缺，成本增加，出胶率尚有待提高；2、受中药保护品种调价大环境影响，会同步市场行情。

调研数据:

阿胶块下一次提价幅度预期：均值为涨幅 18%-24%

图 3：阿胶块下一次提价幅度预期



资料来源：调研信息，川财证券研究所

调研信息摘录:

经销商：“11月之后就执行了涨价，我们先要把库存消化掉，再进货，一般厂家会提前 2 个月通知”；

医院：“厂家去年 11 月涨价后，配送公司清库存、医保局备案、医院调整价格、退换货做好，这些都走完到了今年 2 月份才真正执行”；

经销商：“规律是每年八月十五之后就执行涨价，一天一个价，一直到 11 月份正式对外公告”；

药店：“涨价可以接受，原材料成本增加，很多驴皮靠进口，国外驴小，出胶率低，国内驴大，出胶率虽高，但 3-5 年才能成驴”；

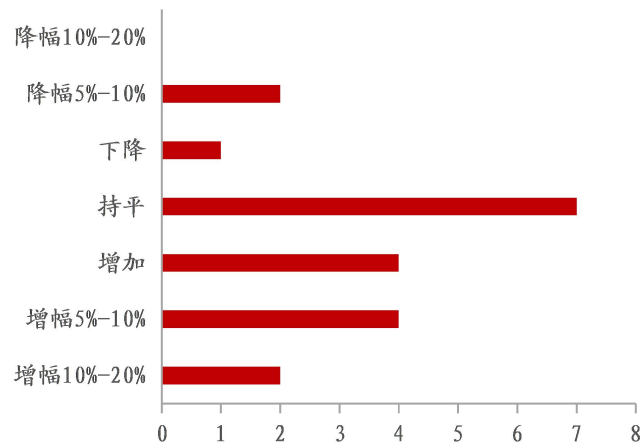
电商：“东阿阿胶属于高档保健品类，价格的提升可以保证品质”。

阿胶块四季度销量预期大多比较乐观，平均增幅约在 1.8%-3.5%。在有较高涨价预期的情况下，对四季度的销量预期仍较乐观。主要原因：1、秋冬进补的刚性需求增加，属于常规的旺季；2、促销力度将继续维持或者增加；3、四季度送礼减少，十一送礼不如中秋节多，明年一季度（春节期间）将达到最多；总体而言，前期的涨价和四季度送礼减少的影响要小于秋冬进补和促销增加的带动。

调研数据：

阿胶块四季度销量预期：均值为增幅 1.8%-3.5%

图 4：阿胶块四季度销量预期



资料来源：调研信息，川财证券研究所

阿胶浆及衍生品三季度销量同比有增无减，涨价预期不高

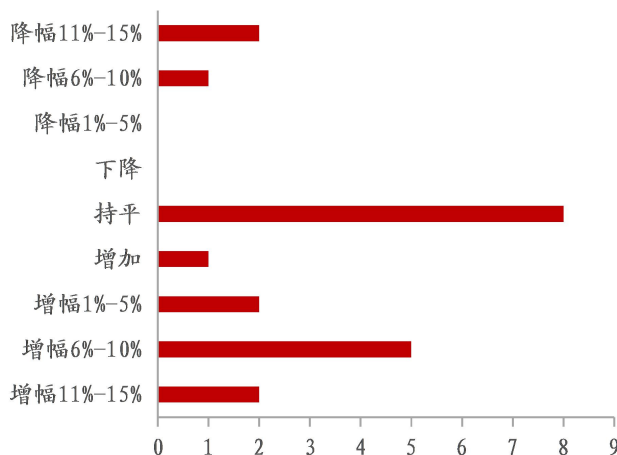
阿胶浆为双跨品种，三季度终端平均销量同比去年有所增加，幅度不大。主要原因：1、阿胶块涨价后顾客转而购买单价较低的阿胶浆；2、OTC 市场促销力度增加；3、秋冬进补的刚性需求及广告效应，导致医院处方量相应增加；4、属于补血辅助用药，尚未增加可报销的扩展功能，但未来存在扩展适用科室的可能性；5、受某些地区医保卡单笔消费金额限制，提价后购买量下降。

阿胶浆涨价预期低于阿胶块，平均在 10%左右。主要原因：1、阿胶浆包装即将更新，成本增加；2、阿胶浆中阿胶含量较低，涨价幅度相对较低；3、阿胶浆为医保乙类药品，需经招标议价，虽然用量不大，但提价的可能性也相对降低；4、调价过频繁容易导致医院寻找替代品。

调研数据:

阿胶浆三季度销量同比变化: 均值为增幅 1.4%-2.7%

图 5: 阿胶浆三季度销量同比变化



资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

调研信息摘录:

药店: “阿胶块涨价后顾客转而购买阿胶浆, 阿胶浆价格上涨对销量影响不大”;

药店: “对于终端连锁的销售支持力度要比之前大”;

医院: “广告多, 产品知名度增加, 病人主动要求开东阿的导致自然销量增加”;

医院: “患者数量同比持平, 只进行处方调剂使用, 尚未增加可报销的扩展功能”;

药店: “阿胶浆受医保卡单笔消费金额限制, 销量下降(之前能买两盒现买一盒)”;

直营店: “估计要涨价的, 厂家在换包装中, 现在的包装容易碎”;

医院: “临床效果医生还是认可的, 但医院不喜欢价格波动太大, 退换货很麻烦, 最好是 2-3 年调一次价格, 否则很容易被替代, 如黄芪等其他类补血药”;

医院: “药价放开后, 抬价高的以中成药居多, 如活血补血、生脉等, 涨价原因主要是原材料、人力和物力成上升, 因用量不大, 对医院采购量的影响不大, 销量排名靠前的会做重点控量”;

医院: “新版医保目录调整, 阿胶浆属于辅助用药, 管控严格, 适应症拓展到全部贫血较难, 但使用科室有可能增加, 目前以妇科和中医内科为主”。

阿胶衍生品(桃花姬为主)三季度终端平均销量同比去年有所增加, 幅度不大。

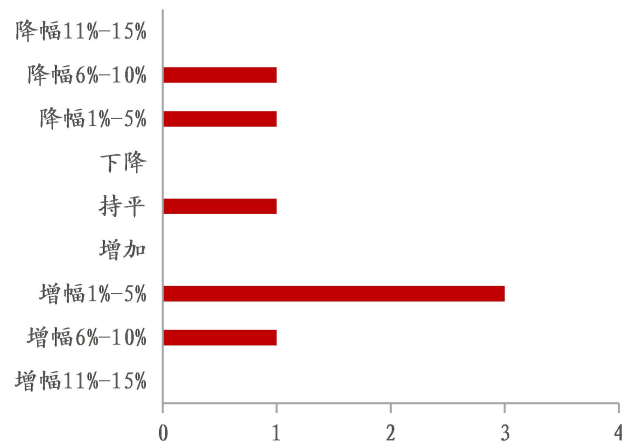
主要原因: 1、阿胶块和阿胶浆涨价后顾客转而购买单价更低的桃花姬等衍生品;

2、促销力度与阿胶块同步增加；3、保质期短，短期销量较大；4、属于保健食品，销售终端主要在电商和直营店，药店几乎没有销售，大型商超也鲜见，尚存拓展空间。其阿胶含量更少，涨价幅度预期更低。价格相对稳定，且终端以跑量为主。

调研数据:

阿胶衍生品（桃花姬为主）三季度销量同比变化：均值为增幅 0.3%-1.7%

图 6：阿胶衍生品（桃花姬为主）三季度销量同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

调研信息摘录:

经销商：“桃花姬都主要是跑量，还有平抛的，主要靠块赚钱”；

直营店：“衍生品卖的最好，主要问题是保质期短，阿胶块保质期长”。

三季度平均盈利情况同比有所下降，实际消费需求仍旺盛

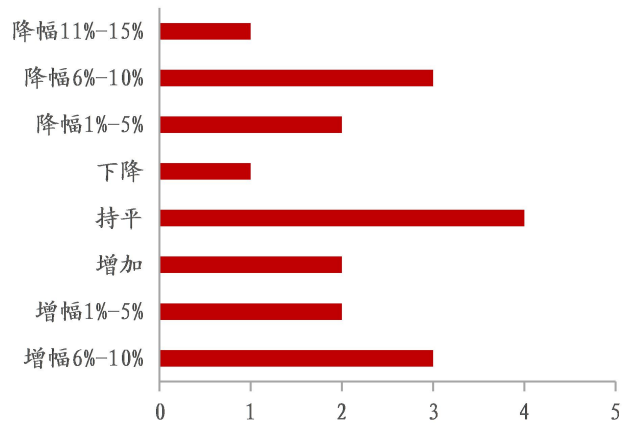
三季度平均盈利水平同比有所下降，但降幅不大，提价影响正在消化。据调研数据，三季度实际盈利水平多数保持持平，平均水平有所下降，主要因为利润率较高的阿胶块销量占比降低，而利润率较低的阿胶浆和衍生品占比提高。随着四季度阿胶块销量提升，总体盈利水平将有所改善。

消费人群和用途以个人自用居多，表明终端实际消费需求仍然旺盛。阿胶块 250g 规格的销量最好，消费人群以个人居多其次是大客户，消费用途以自用居多其次是送礼；阿胶浆 48 支/盒无糖型销量最好，消费人群以个人、老年人、自费居多，消费用途以自用居多其次是送礼；处方科室主要为妇科、中医内科，有些覆盖了消化内科、血液科、心内科、呼吸内科、老年病科，有扩展的可能性；桃花姬各规格销量较均衡，以年轻人自用为主，其次为送礼。

调研数据:

三季度总体盈利情况同比变化: 均值为降幅 0.6%-0.8%

图 7: 三季度总体盈利情况同比变化



资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

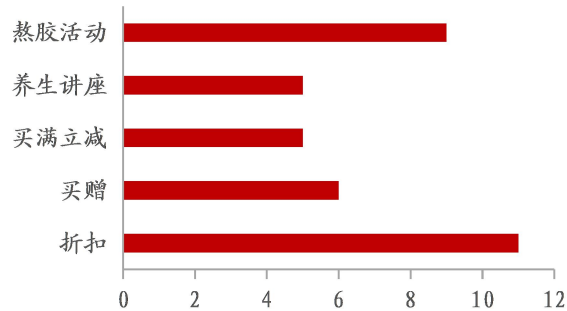
品牌推广和营销策略对销量下降起到重要缓冲作用

促销力度增加是三季度销量稳定的核心动力。虽然东阿品牌影响力很大, 但竞争也并非没有, 据调研, 阿胶块的主要竞争品牌为福牌>同仁堂>国胶堂>太极>济水, 其他补血类药品主要竞争产品为福牌阿胶补血口服液(山东福牌)、养血饮口服液(吉林敖东)、坤康牌当归补血丸(河南金马药业)、气血和胶囊(陕西摩美得)、六味补血颗粒(湖南敬和堂)。因此, 加大终端推广和促销力度将成为保持销量的有效方式。调研数据显示, 促销力度增加是三季度销量稳定的核心动力, 其中又以折扣为主要方式, 折扣力度包括九折、八八折、八五折、八折, 以及会员价, 其次是买赠、买满立减等。但总体而言, 因其定位高端, 促销力度仍小于福牌等竞品, 但因其品牌推广力度最大, 对保持竞争优势起到了非常重要的作用。

调研数据:

促销手段及推广活动: 折扣是最主要的方式

图 8：促销手段及推广活动



资料来源：调研信息，川财证券研究所

调研信息摘录：

直营店：“旺季销货，淡季做服务，包括给大客户做养生讲座，社区熬胶活动等”；

直营店：“以前折扣力度九五折，现在八五折，涨价后折扣力度加大”；

医院：“广告多，产品知名度增加，病人主动要求开东阿的导致自然销量增加”；

药店：“售价 85 折，其他促销如买赠（小规格产品），但价格不会再降了”。

渠道商年底回款增加，对厂家激励政策基本满意

据调研信息显示，年底为终端对经销商和经销商对厂家的主要结款时间，公司 8 月公告也表示每年年初对销售客户进行授信，期限一年，年末授信将统一回收，届时厂家现金流情况将有所改善。同时，渠道商对厂家的销售激励政策基本满意，认为能够对他们的利润有一定的保证。

调研信息摘录：

经销商：“先付厂家 20-30%，剩余年底结款”；

经销商：“长期客户拿第二批货的时候付第一批货的钱，回款周期在 2-3 个月，年底或半年一结的是医院和药房，或二三线城市，越落后的地区周期越长，结的快点数可以多让利一些”；

直营店：“完成销量目标的情况下有年终奖金”；

经销商：“华东地区大的经销商不多，返点力度相对大一些”；

电商：“返点较高，厂家不用做线上销售工作，天猫等的进驻费用、宣传费用、固有渠道资源都是在我们这”。

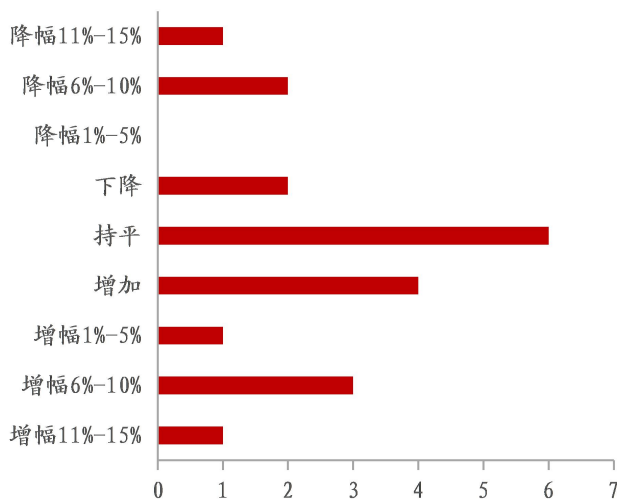
提价时点将决定销量走势，量价齐升还需要时间

通过调研，我们判断涨价对市场的影响周期为：发出涨价信号—厂家控货—终端销量不变—渠道库存降低—厂家提价—厂家销量增加—Q3Q4 旺季缓冲提价影响—量价齐升—顺利进入下一个提价周期直至达到公司目标价格。满足该周期顺利完成的两个必要条件为：1、**刚性需求不变或增加**，以便保证终端销量不变或增加；2、**渠道库存降低**，直到供不应求便可进入提价步骤。上述调研信息显示，目前终端总体销量处于同比持平水平，短期内不用担心需求的骤降；但渠道和终端库存却处于较高水平，市场上并不缺货，因此厂家仍在保持控货策略，涨价时机尚未成熟。

调研数据:

库存情况三季度同比变化：均值为增幅 0.5%-0.9%

图 9：库存情况三季度同比变化



资料来源：调研信息，川财证券研究所

调研信息摘录:

经销商：“阿胶块市场不缺货，因有涨价预期，每年都有大经销商和个人囤货和炒作现象”；

医院：“经销商给我们交完首营资料，会在资料中注明从哪家医药公司去采购，一般开 2-3 家，不会独家，上海主要是国药、上药、九州通”；

医院：“7-8 月一个月进一次货，9-12 月份量会增加，一个月进两次，主要是补血需求和中医内科的膏方增加”。

风险提示

- 1、厂家提价速度过快导致的供大于求和消费者流失;
- 2、行业竞争加剧;
- 3、产品质量提升不及预期;
- 4、宏观经济下滑风险。

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%。

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