

**动态报告/公司快评**

医疗保健

**东阿阿胶 (000423)**
**推荐**

中药

2010 年一季度业绩预增快评

(维持)

2010 年 4 月 7 日

# 提价与营销改善促首季业绩大超预期

分析师: 贺平鸽 hep@guosen.com.cn 0755-82133396

分析师: 丁丹 dingdan@guosen.com.cn 0755-82139908

## 事项:

东阿阿胶发布 10 年一季度业绩预增公告: 预计净利润约 15,431.64 万元-19,289.55 万元, 同比增长 100-150%, 每股收益 0.23-0.29 元。

## 评论:

### ■ 2010 年 1 季度业绩大幅超预期

虽然去年 1 季度公司因控制营销 (阿胶块基本没有对外发货), 以及因宏观经济变化致阶段性消费低迷期, 而造成业绩基数低, 但今年 1 季度业绩增幅仍超乎市场预期。年初阿胶块连续 2 次提价幅度达 35%, 显示去年下半年以来的营销改革卓有成效, 渠道控制力显著提升、终端消费强劲。我们预计 1 季度实际增长 120%, 净利润约 1.67 亿元, EPS0.26 元。

### ■ 营销战略清晰, 渠道控制力显著提升

经过近年的营销摸索, 以及职业经理人的加盟, 东阿阿胶的营销战略层次清晰: 1) 阿胶块由于产量受限, 定位于中高端市场, 实施价值回归工程, 即控量保价-提价; 2) 复方阿胶浆已在 09 年提价一步到位, 未来无提价空间 (除非发改委提高其最高零售价), 则致力于做大销量——全面普及; 3) 保健品 09 年首次扭亏为盈, 未来保健品的销售占比有望较快速提升。

公司的营销执行力也显著提升, 表现在对渠道的控制更强势、维护更精细, 比如: 阿胶块目前实施定向销售策略, 即医药公司现款现货拿货后, 由公司指定它分销到何处、以什么价格分销。由此对终端的销售反馈也能及时掌握, 从而有利于公司进一步实施价格回归战略, 或许以后不必再担心过去曾屡次出现的渠道和价格体系“一涨就乱”的情况。

### ■ 营销能力提升为实施阿胶块价值回归工程打开了空间

阿胶块的价格核定归省物价局管理, 某种程度上可以认为, 定价权实际掌握在公司自己手中——只要营销畅通有序, 消费者有能力接受, 价格并无上限。我们看到, 经过近年连年提价和今年年初再 2 次提价, 目前出厂价已达 512 元/公斤, 接近此前核定的零售价; 与此同时, 经公司申请、山东省物价局核准, 将零售价提高 60%, 达到 806 元/公斤目前出厂价和零售价两者相差 57%, 为未来 2~3 年提高出厂又留下了空间。

### ■ 09 年下半年以来消费转旺, 业绩持续走强

保守预计 09 年全年净利润 3.85 亿元, 同比增长 34%。其中 1~4 季度分别取得净利润 76、83、83、143 百万元 (4

季度为传统旺季)，同比分别增长-0.1%、50%、59%、21%（08 前 3 季度、09 年前 3 季度所得税率分别为 33%、15%）。

2010 年首季达到 1.67 亿元，创历年 1 季度新高。除了上述所说的营销改善，终端消费转旺也是重要原因，秋冬以致全年保健养身的以阿胶为主原料的固元膏、膏方等十分流行。涨价趋势确立后，消费者也有了“存货”心理，甚至一些经销商的囤货可能也在所难免。共同因素造就成了 1 季度业绩增幅超乎预期，之后 3 个季度增幅将趋平稳，但向好趋势明朗。

#### ■ 提高业绩预测，维持“推荐”评级，目标价 35~40 元

截止 09 年 3 季度，公司资产负债率 16%，账面现金高达 16.8 亿元。东阿阿胶具有“品牌消费+轻资产+优异现金流”特征，09 年营销定位清晰、以及 10 年初阿胶块最高零售价获得大幅提高，奠定了未来 2~3 年持续稳健增长的基础。由于阿胶块的收入和利润占比较大，阿胶块的增速决定了公司业绩增速，当然如果复方阿胶浆、或者阿胶类保健品在走过 09 年盈亏平衡之后增长超乎预期，也存在整体业绩超预期的可能。我们预计 09-11 年业绩增幅为 34%、35%、27%，EPS 提高至 0.59、0.79、1.01，提高幅度分别为 3.5%、8.2%、10%。建议中长期持有，一年期目标价 35~40（相当于 11PE35~40x）。

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

#### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

#### 免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。