

营销改革促阿胶价值回归

东阿阿胶 (000423)

评级: 增持 (首次)

股价: 37.95 元 目标价: 44.0 元

调研报告

2010年6月7日 星期一

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

| | |
|----------|----------|
| 6个月目标价位 | 44.0 |
| 升值潜力 (%) | 15.9 |
| 目标价确定日期: | 2009.6.6 |

重要数据

| | |
|----------|--------|
| 总股本(亿股) | 6.54 |
| 流通股本(亿股) | 5.33 |
| 总市值(亿元) | 248.20 |
| 流通市值(亿元) | 202.16 |

市场表现

| | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|-----|----------|----------|
| 1个月 | 12.54 | 22.48 |
| 3个月 | 35.54 | 51.07 |
| 6个月 | 65.00 | 88.02 |

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 公司的中长期发展战略是聚焦阿胶主业，以阿胶主业为基础，上游向养驴产业延伸，下游向健康产业发展，通过阿胶文化营销，做大阿胶系列产品，实现阿胶的价值回归。
- 针对影响阿胶行业最重要的驴皮资源问题，公司一方面自建 13 个养驴基地，掌控上游资源，另一方面通过提价平抑产品毛利。
- 我们认为公司的投资逻辑主要是近几年的增长具有较高的确定性，这一确定性来源于产品持续的提“价”能力及公司控制营销放“量”两方面。这个提价空间来自于两块：一个是 806 元的指导价与 740 元的零售价之间的价差，这个价差直接反映阿胶块的供求格局，是实现阿胶块价值回归的微观基础；另一个是 740 元的零售价及 542 元的出厂价之间的价差，这个价钱体现了公司对渠道的掌控能力，是公司“控制营销”改革的成果。
- 我们给予公司 2010-2012 年盈利预测 EPS 分别为 0.90 元、1.18 元和 1.54 元，我们认为公司长期确定的成长能力能够支撑较高的估值，因此给予公司未来 6 个月目标价 44.0 元及“增持”评级。

表 1: 财务数据及估值

| 盈利预测及重要数据 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(万元) | 168,596 | 207,911 | 270,775 | 339,175 | 426,072 |
| 增长率 | 22.05% | 23.32% | 30.24% | 25.26% | 25.62% |
| 营业利润(万元) | 34,299 | 47,082 | 71,551 | 94,313 | 123,035 |
| 增长率 | 14.60% | 37.27% | 51.97% | 31.81% | 30.45% |
| 净利润(万元) | 28704 | 39212 | 58561 | 77190 | 100698 |
| 增长率 | 39.47% | 36.61% | 49.34% | 31.81% | 30.45% |
| 每股净资产(元) | 2.68 | 3.65 | 4.55 | 5.73 | 7.27 |
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.60 | 0.90 | 1.18 | 1.54 |

资料来源: 东海证券研究所

1、公司基本情况

1.1 公司基本情况

东阿阿胶地处我国的“阿胶之乡”山东阿胶县，前身为山东东阿阿胶厂，1952年建厂，1993年改制为股份制企业，1996年上市，生产经营阿胶系列、保健食品、药用辅料、医疗器械、生物医药等产品。其中最核心的产品是拥有两千多年历史的阿胶系列产品，公司的阿胶年产量、出口量分别占全国的75%和90%以上，在阿胶产业上拥有显著的品牌优势、产权优势和技术优势，是阿胶行业的领军企业。

从公司近年的发展历程来看，04-06年期间完成了股改及管理层新老更替等重大事宜；07-09年通过对营销体制的调整创新，促进阿胶产品价值回归。目前公司的营销改革颇见成效，公司阿胶主业步入发展的快车道。在华润集团整合旗下医药资产的大背景下，公司也将成为华润发展传统中药的重要平台。

1.2 公司发展战略

公司的中长期发展战略是聚焦阿胶主业，以阿胶主业为基础，上游向养驴产业延伸，下游向健康产业发展，通过阿胶文化营销，做大阿胶系列产品，实现阿胶的价值回归。

2、阿胶行业情况

2.1 阿胶产品概况

阿胶是用驴皮经煎煮浓缩制成的固体胶，原产于山东“东阿”，始载于《神农本草经》，列为上品，距今已经有2000多年的历史。阿胶具有补血止血、滋阴润燥的功效，并延伸至美容养颜、清脂养神等补益功效，与人参、鹿茸并列“滋补三宝”。

2.2 阿胶的市场前景广阔

随着人们保健意识的加强及购买能力的提高，补血产品的市场空间逐年扩大，目前除了阿胶，其他的同类产品还包括红桃K生血剂、血尔、太太口服液、朴血、朵而、美缘春等。

同其他竞争产品相比，阿胶具有悠久的历史，作为传统的补血良药为广大消费者所熟知，客户基础较好。

另外，与其他产品多为健字号产品不同，阿胶企业的拳头产品均为药准字产品，相对在疗效及质量检控上更有保障，因此消费者接受度也更高。

2.3 驴皮供应是影响阿胶行业发展的最大因素之一

驴皮是阿胶的主要原料，近年由于我国农业机械化程度的提高及驴的经济效益较低等因素，我国的驴存栏量逐年降低，已经由早几年的上千万头减少到约 700 万头，未来预计还将继续减少，因此驴皮的供应成了制约发展阿胶行业发展的一个主要因素。

目前，以东阿阿胶为代表的企业一直在推进商品驴的养殖产业，通过挖掘驴的经济价值培养农户的饲养热情，从而解决驴皮的供应瓶颈。

3、公司阿胶业务情况

公司阿胶系列产品多达数十种，产品类型囊括中成药、保健品及食品。其中传统中药拥有胶剂、合剂、颗粒剂、膏剂、糖浆剂、胶囊剂等各类剂量的产品，包括公司最大的两大拳头产品阿胶块（胶剂）及复方阿胶浆（合剂），另外还有阿胶补血颗粒、阿胶膏等细分产品。其他还有阿胶枣、桃花姬阿胶糕等健食字号小产品。

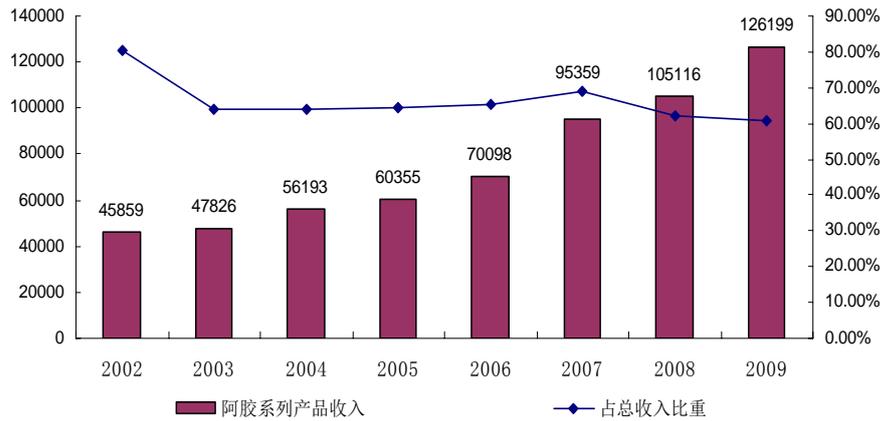
图 1：公司主要产品



资料来源：公司网站，东海证券研究所

2009 年公司阿胶系列产品收入达到 12.62 亿元，占公司收入比的 60.91%，预计其中阿胶块的收入约 6.5 亿元，阿胶浆的收入约 5.5 亿元。2009 年阿胶系列产品的毛利率为 66.94%，毛利总额占公司总毛利的 83.43%，阿胶浆的毛利率要高于阿胶块。

表 2：阿胶系列产品收入情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

表 3: 阿胶系列产品毛利情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

4、公司价值分析

4.1 阿胶血脉正统，倡导价值回归

对阿胶有记载的古代典籍颇多，梁代大医学家陶弘景曾记述：“阿胶，出东阿故名阿胶，以阿县城北井水作煮者为真”。东阿阿胶地处阿胶之乡，并采用东阿县当地的地下水熬制阿胶，公司总经理秦玉峰先生则是东阿阿胶的第八代传人，知晓古方制作阿胶的 50 多道工序，因此东阿阿胶可以说是血脉最为正统的阿胶产品。

阿胶自古就是与人参、鹿茸齐名的滋补上品，过去只对皇宫进贡或为达官权贵专享，2000 多年的历史传承的不仅是产品价值，更是阿胶文化价值。而目前市面上其他粗制滥造的阿胶产品大量流入低端农村市场，令阿胶的真实价值被破坏。因此公司以倡导阿胶价值回归为使命，通过营销阿胶文化，

促使阿胶重回滋补上品的价值体系。在阿胶价值回归的进程中，公司的品牌优势也得以逐步加强。

4.2 掌控驴皮资源，享有行业定价权

公司作为阿胶产业的龙头企业，积极发展上下游一体化的工作对公司的长远发展很有意义。由于畜牧驴存栏量的持续减少以及进口驴皮的高成本，公司早就着手建立自己的养驴基地，通过发展商品驴产业，达到掌控驴皮资源的目标。

目前公司已经投资 2 亿元在云南大理、内蒙赤峰、甘肃庆阳、新疆岳普湖等地区建立了 13 个养驴基地，同时带动基地周边农民养殖商品驴。以收购整驴的交易模式，一方面获得了阿胶上游的驴皮资源，一方面开拓了下游驴肉产业。预计目前公司养驴基地提供的驴皮资源已经占比达到 30%。

公司每年使用驴皮约 100 万张，占全国驴皮资源的 70% 以上，对上游原料的掌控保障了公司在阿胶产业上的定价能力。即使驴皮价格保持上升态势，公司仍能通过产品提价向下游转嫁。

4.3 产品分类进行定位，营销改革成效显著

产品分类定位

公司的主要产品中，阿胶块中阿胶含量为 100%，而复方阿胶浆及其他保健产品所含的阿胶含量则在 30% 以内。相比而言，复方阿胶浆及阿胶保健品所需驴皮资源少，又能满足广大人群的保健需求，是公司发展健康产业的重要载体。而阿胶块是公司的核心产品，主要针对高端客户，承载着阿胶价值回归的使命。

表 4: 公司产品分类情况

| 产品 | 目标 |
|-----------|----------------------------|
| 阿胶块 | 定位于滋补上品, 通过培养高端消费者促进阿胶价值回归 |
| 阿胶浆及其它保健品 | 面对医院及细分保健市场, 通过营销实现产品放量 |

资料来源：公司资料、东海证券研究所

营销多管齐下，改革成效显著

06 年公司以秦玉峰总经理为代表的新领导班子上任以来，便开始进行营销改革，09 年 4 月又引进了从事 20 多年医药营销管理、“控制营销”理论的创始人程继忠先生担任公司营销副总。公司以阿胶价值回归为目标，采取阿胶块提价保利、阿胶浆营销放量、保健品重要补充的控制营销策略。几年来对渠道及终端进行控制清理，保障了产品价格，搭建了较完善的营销体系，实现了阿胶系列产品价格及销量的提升。

文化营销

两千多年的历史赋予阿胶的不仅是产品疗效的检验，更是阿胶文化的传承。公司文化营销的宗旨是通过宣传与阿胶相关的历史文化知识，引领阿胶块重回滋补上品的价值体系，进而广泛传播公司对人类健康管理的理念。

渠道管理

09年开始程继忠副总带领公司对渠道及终端做减法，淘汰了90%的商业渠道，减少经销商层级，并对经销商进行价格管控，有效地控制了渠道窜货行为，理顺了阿胶产品价格。同时控制发货，降低渠道内积压的库存，为阿胶块的提价做好了准备工作。

终端推广

公司放弃了60%价值较小的终端维护，增加重点终端的促销活动，有重点地维系中高端客户，也加快了阿胶价格回归的进程。

表5: 公司终端推广方式

| 终端 | 推广方式 |
|-------|---------------------------------------|
| 医院 | 在二级以上医院进行学术营销，推动了复方阿胶浆等医院产品的放量 |
| OTC | 主要进入高端连锁药店，加强了东阿阿胶的品牌效应 |
| 基层市场 | 依靠产品进入新农合目录及基本药物目录地方补充目录的方式来带动销售 |
| 大型商超 | 利用华润万家等集团资源，促进各类阿胶保健品的销售 |
| 养颜养生馆 | 进入健康产业，以膏方为载体，增加阿胶在养颜养生上的附加值 |
| 中华医馆 | 拟在省会城市设立，以中医为主体，营销阿胶文化的同时，传播公司的健康管理理念 |

资料来源：公司资料、东海证券研究所

阿胶价值回归

经过多年的价值回归工程，阿胶块面向高端市场的定位已经为消费者所接受，目前的出厂价已经提升到542元/公斤，尤其是今年上半年的三次提价，累计提价幅度达到38.6%，为历年之最。

当前阿胶的年产量为2000吨，受制于驴皮资源未来产量难有快速提高，按照每人1公斤的年消费量计算，仅够200万人食用。而按照现有统计口径计算，阿胶的存量目标客户为500万人，并且随着人民保健意识的增强及消费升级，需求还会越来越大。公司的战略是让阿胶块重回人参、鹿茸等高端滋补品的行列，而当前的供求格局也是促成阿胶价值回归的重要基础。

目前阿胶块的服用价格为15元/天（按最高零售价806元计算），复方阿胶浆为8元/天，与人参、鹿茸等高端滋补品相比还很低，未来提升空间较大，并且价格提升将不会影响高端消费者的需求。我们认为未来阿胶价格继续提升的空间主要来源于两个“价差”：一个是806元的指导价与740元的零售价之间的价差，这个价差直接反映阿胶块的供求格局，是实现阿胶块价值回归的微观基础；另一个价差是740元左右的零售价及542元的出厂价之间的价差，这个价钱体现了公司对渠道的掌控能力，是公司“控制营销”改革的成果。

表 6: 阿胶块历年提价情况

| | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 出厂价 | 158 | 158 | 205 | 275 | 320 | 393 | 542 |
| 涨幅 | 20% | 0% | 30% | 34% | 16% | 23% | 38.60% |

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

5、公司盈利预测

我们对公司的盈利预测主要是基于以下几点假设:

(1) 2010-2011 年阿胶块系列出厂均价同比增长 40%、25%、25%，毛利率逐年上升；阿胶浆系列收入逐年增长 30%，毛利率保持不变。

(2) 2010-2012 年销售费用率 18%，管理费用率 8%，所得税率 15%。

我们认为公司的投资逻辑主要是近几年的增长具有较高的确定性，这一确定性来源于产品持续的提“价”能力及公司控制营销放“量”两方面。

我们给予公司 2010-2012 年盈利预测 EPS 分别为 0.90 元、1.18 元和 1.54 元，我们认为公司长期确定的成长能力能够支撑较高的估值，因此给予公司未来 6 个月目标价 44.0 元及“增持”评级。

附表：三大表预测

| 资产负债表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 56912 | 53982 | 197360 | 237878 | 311761 | 458633 |
| 应收款项 | 31257 | 38483 | 17999 | 29674 | 37170 | 46693 |
| 存货净额 | 15037 | 19092 | 20270 | 25860 | 31400 | 5135 |
| 其他流动资产 | 3189 | 4570 | 8879 | 5415 | 6784 | 6817 |
| 流动资产合计 | 106394 | 116126 | 244509 | 298827 | 387114 | 517278 |
| 固定资产 | 33178 | 34771 | 38800 | 45735 | 51712 | 56903 |
| 无形资产及其他 | 8488 | 8086 | 12487 | 12071 | 11655 | 11239 |
| 投资性房地产 | 1396 | 19101 | 4042 | 4042 | 4042 | 4042 |
| 长期股权投资 | 11234 | 11234 | 11833 | 11833 | 11833 | 11933 |
| 资产总计 | 160690 | 189318 | 311673 | 372509 | 466357 | 601395 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 400 | 102 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 8315 | 10237 | 16835 | 22412 | 27213 | 46216 |
| 其他流动负债 | 25717 | 33126 | 44456 | 38896 | 47777 | 59133 |
| 流动负债合计 | 34432 | 43465 | 61291 | 61308 | 74990 | 105349 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 870 | 4470 | 4470 | 4470 | 4570 |
| 长期负债合计 | 0 | 870 | 4470 | 4470 | 4470 | 4570 |
| 负债合计 | 34432 | 44335 | 65760 | 65777 | 79460 | 109918 |
| 少数股东权益 | 4007 | 4457 | 6960 | 9218 | 12193 | 16075 |
| 股东权益 | 122251 | 140527 | 238952 | 297514 | 374704 | 475402 |
| 负债和股东权益总计 | 160690 | 189318 | 311673 | 372509 | 466357 | 601395 |
| 利润表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入 | 138136 | 168596 | 207911 | 270775 | 339175 | 426072 |
| 营业成本 | 64679 | 84942 | 106230 | 129605 | 157666 | 193664 |
| 营业税金及附加 | 1262 | 1322 | 1789 | 1354 | 1696 | 2130 |
| 销售费用 | 30671 | 35130 | 37751 | 47386 | 59356 | 74563 |
| 管理费用 | 12452 | 13894 | 17371 | 21662 | 27134 | 34086 |
| 财务费用 | (823) | (1115) | (1646) | (783) | (989) | (1406) |
| 投资收益 | 151 | 363 | 621 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | 117 | 486 | (47) | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | (233) | (973) | 93 | (0) | 0 | (0) |
| 营业利润 | 29929 | 34299 | 47082 | 71551 | 94313 | 123035 |
| 营业外净收支 | 64 | (168) | 261 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 29993 | 34131 | 47342 | 71551 | 94313 | 123035 |
| 所得税费用 | 8936 | 4517 | 6636 | 10733 | 14147 | 18455 |
| 少数股东损益 | 477 | 910 | 1494 | 2258 | 2976 | 3882 |
| 归属于母公司净利润 | 20580 | 28704 | 39212 | 58561 | 77190 | 100698 |
| 现金流量表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 净利润 | 20580 | 28704 | 39212 | 58561 | 77190 | 100698 |
| 资产减值准备 | 630 | 370 | (533) | 47 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 3304 | 3428 | 4440 | 4172 | 5270 | 6649 |
| 公允价值变动损失 | (117) | (486) | 47 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 财务费用 | (823) | (1115) | (1646) | (783) | (989) | (1406) |
| 营运资本变动 | 406 | (19798) | 51049 | (13736) | (722) | 47167 |
| 其它 | (153) | 540 | 2027 | 2211 | 2976 | 3882 |
| 经营活动现金流 | 24651 | 12757 | 96242 | 51254 | 84714 | 158395 |
| 资本开支 | (8032) | (5330) | (7321) | (10737) | (10831) | (11423) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (8032) | (5330) | (7920) | (10737) | (10831) | (11523) |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (10475) | (8380) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它融资现金流 | 12963 | 6403 | 55057 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (7988) | (10358) | 55057 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净变动 | 8631 | (2930) | 143379 | 40517 | 73883 | 146872 |
| 货币资金的期初余额 | 48281 | 56912 | 53982 | 197360 | 237878 | 311761 |
| 货币资金的期末余额 | 56912 | 53982 | 197360 | 237878 | 311761 | 458633 |
| 企业自由现金流 | 0 | 11784 | 92540 | 39851 | 73042 | 145777 |
| 权益自由现金流 | 0 | 0 | 147596 | 40517 | 73883 | 146972 |

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

| | | |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line: | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious: | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

二、股票评级

| | | |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy: | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$ |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$ |
| 中性 | Neutral: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell: | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$ |

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122