

东阿阿胶(000423)

——走在价值回归的路上

推荐

上调评级

健康护理/化学制药

2009 年 9 月 25 日

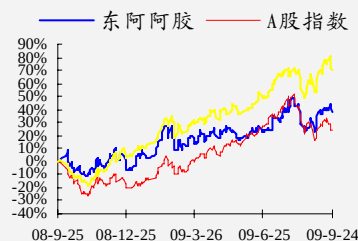
投资要点:

- 东阿阿胶经过多年的发展, 已经过了卖产品和卖品牌的阶段, 目前公司已经把阿胶定位为一种稀缺的资源, 继续走阿胶价值回归的道路;
- 驴皮资源依然紧缺, 公司目前掌握国内 80% 的驴皮资源, 具有极强的垄断能力, 为公司产品的提价打下良好的基础;
- 从 2007 年起, 公司的产品价格提高了 1 倍多, 也逐步得到了市场的认可, 公司对提价已经有了较多的经验, 保证未来提价的可行性, 提价对公司业绩的提升极为显著;
- 公司目前也在进行营销方面的改革, 外聘销售副总经理, 对整个营销体系进行新的梳理, 一方面提高对经销商渠道的可控性, 另一方面也加强内部的管理, 提高销售人员的积极性;
- 从外部引入人才的同时, 公司也加强了内部管理, 体现在销售费用和管理费用率的下降, 费用的下降有利于业绩释放;
- 在 3-5 年内, 通过阿胶产品的价值回归, 公司能够保持较好的发展态势, 并积累大量的现金储备, 未来公司的发展可能需要走上并购的道路, 开拓新的产品或领域;
- 调高公司 2009-2011 年盈利预测到 0.58 元、0.76 元和 1.00 元, 调高公司评级到推荐, 6 个月目标价 22.8 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	168,596	22.05	28,704	39.47	0.55		35.64	
2009E	194,400	19.36	37,900	32.09	0.58		33.67	
2010E	233,600	20.12	49,500	30.50	0.76		25.70	
2011E	278,100	19.06	65,500	32.30	1.00		19.53	

走势图



市场数据

2009-9-24

收盘价:	19.53 元
52 周最高价:	21.48 元
52 周最低价:	12.42 元
平均持仓成本:	19.56 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	65,402
流通 A 股 (万股):	65,402
每股收益 (元):	0.24
每股净资产 (元):	2.23
每股经营现金流 (元):	0.31
市净率:	8.76

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

近期，我们调研了东阿阿胶，对公司的经营情况进行了了解。东阿阿胶经历了卖产品、卖品牌的阶段，目前已经进入了卖资源的阶段。以前，公司主要是卖产品，通过提高生产效率，扩大生产规模来满足市场对东阿阿胶的巨大需求，增长主要靠量的增长。进入 21 世纪以后，公司开始注意发挥公司的品牌影响力，通过东阿阿胶的品牌形象来使自身区别于其他的阿胶品牌，并通过品牌影响力来带动相关产品的销售。2007 年以后，公司意识到由于驴皮资源的稀缺性，公司通过掌握国内大部分的驴皮资源，在事实上已经形成了对驴皮产业链的垄断，阿胶不过是驴皮的产出物，掌握了驴皮资源和终端的需求，公司有能力通过提高产品的价格来表达驴皮资源的稀缺性。因此，引领阿胶价值的回归就成为未来公司工作的重心，其业绩的增长也将主要来自于产品价格的提升。

1. 驴皮资源依然偏紧

我国毛驴的保有量只有 800 万头，每年的出栏数在 130 万头左右，其中东阿阿胶每年能够获得 100 万张左右的驴皮，对驴皮资源有绝对的控制力。2006 年以来公司开展的养驴基地的工作进展并不顺利，但靠养驴基地无法满足公司对驴皮的需求，而且以前和地方政府合作的模式被证明不成功，目前公司的养驴基地主要的工作是收购周边地区的驴皮，并给周边地区提供驴种等资源。利用这种方式，每年能为公司收购 30 万张左右的驴皮。另外公司每年能够进口 10 万张驴皮，另外 60% 的驴皮还是需要以传统方式收购。

由于驴的生长期长，饲养难度大，作为畜力和食用的价值都不高，因此驴皮资源的紧缺性将一直存在。

2. 产品价格提升助推业绩

2007 年以来，公司对阿胶的价格进行了 5 次提价，平均每年提高 20-30%，500g 的阿胶的价格从 2007 年初的 98 元提高到目前的 196 元，提高了 100%，而终端的销售价格从 120 元提高到 291 元，提高了 140%。

表一、500g 阿胶历次提价比例表

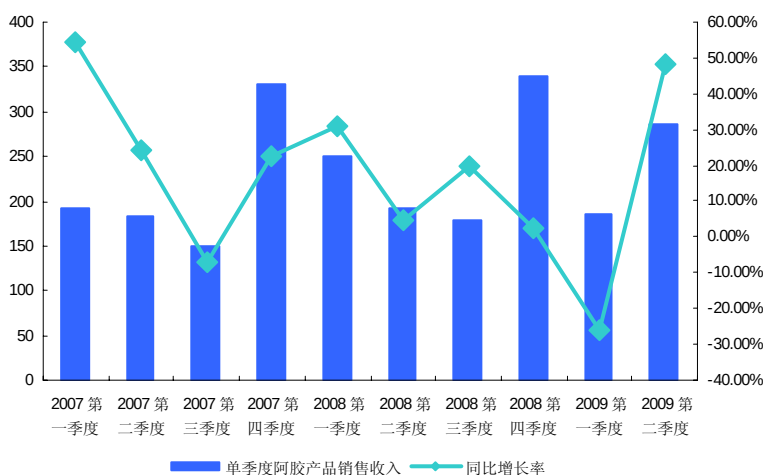
	出厂价	比例
2007 年以前	98	
2007.01.01	127.5	30.10%
2007.11.01	137.7	8.00%
2008.01.01	160	16.19%
2009.04.01	178.8	11.75%
2009.09.01	196.6	9.96%

数据来源：东北证券研究所整理

提价有效的提高了公司的业绩，从历史数据上来看，每一次提价后的一个季度，销售量都有较大幅度的提高，一方面是在提价前公司都采取控制发货的措施，另一方面，价格的提高有效的增加了销售额。

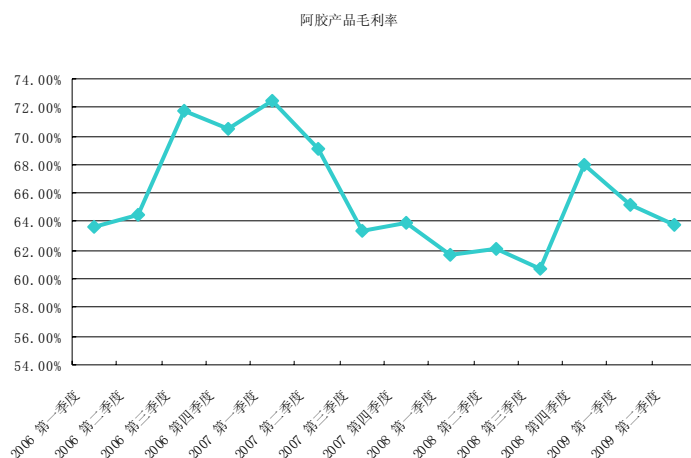
价格的提高不但能够增加销售额，而且能够提高产品的毛利率水平，在 2007 年初大幅提价 30% 以后，2007 年第一季度毛利率比 2006 年同期提高了近 9 个百分点，其他时期毛利率提升没有这么显著，但是也有有效的抵御了原材料价格上涨对产品毛利率的侵蚀。

图一、2007 年以后阿胶产品单季度销售额变动图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图二、阿胶产品单季度毛利率变动图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

驴皮资源依然稀缺，所以公司在今后 3-5 年间还有继续提高价格的空间，成为公司业绩增长的主要动力。

3. 营销系统改革为产品提价铺路

公司的营销系统改革也在同步进行，一方面树立阿胶产品高端保健产品的市场形象，减轻产品提价对消费者消费倾向的影响，另一方面对渠道进行控制，减少在提价前和提价后经销商囤货、串货等对整个价格体系的冲击。

由于公司以前的销售团队基本上以本地人为主，延用原有的销售网络，因此近些年在营销体制改革方面的成果不大，公司也希望能够从外部引入销售人才，把总经理从管理销售的琐事中解放出来，进行更多的战略方面的规划。因此，从 2008 年下半年开始，公司就积极的开展引进人才的工作，并在 2009 年 4 月招聘常总成为公司的副总经理，主管销售工作，并在医院销售和保健品销售等方面也引入外部的销售总监。

常总上任以后，主要进行了几个方面的改革，首先强调对销售终端的控制力，加强了对终端产品价格的检查，并把对价格的管理纳入对经销商和公司销售人员考核的重要内容；其次，对各个地区的办事处放权，增加办事处在人员招聘，费用使用上的灵活性，提高办事处人员的积极性；最后对经销商队伍进行梳理，对经销商

的贡献度进行审核，精简了经销商的队伍。

从外部引入人才，符合东阿阿胶目前的战略需要，不但可以给公司注入新鲜的血液，而且可以起到鲶鱼作用，激活公司固有的体制。固然，这种管理体制的变革也多少会引起内部人和外来人之间的文化冲突，需要公司管理层采取适当的措施进行化解。

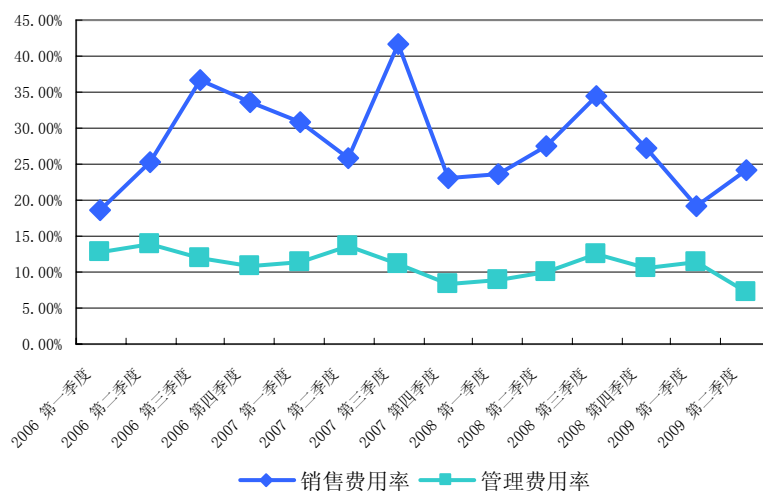
目前公司已经形成了三个销售体系，传统的零售终端依然是公司的主要渠道，通过 1000 多销售人员控制 20000 多家销售终端，工作的重点是维持公司制定的统一价格，销售的产品主要是阿胶块和 20ml 复方阿胶浆；医院部目前有 100 多人，主要是针对农村市场，主推 200ml 的复方阿胶浆；专营店目前已经开始 17 家，主要分布在华东和华南等阿胶消费量较大的地区，一方面提供个性化的服务，开展会员制来维护老客户，另一方面也是公司高端产品九朝贡胶的主要销售渠道。

未来公司要加强在医院渠道和专营店方面的开发力度，实现公司对终端的控制力，最终实现公司对阿胶价格和相关利益的控制能力。

4. 管理效率提升降低费用率

在引入外部管理人员的同时，公司也加强了内部的管理，体现为销售费用率和管理费用率的双双下降。公司的费用还有进一步下降的空间，从管理上也能实现利润的增长。

图三、母公司的费用率不断下降



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

5. 长期发展还是要看公司未来的战略选择

虽然阿胶业务是一个金矿，但是如果公司想要真正的做大做强，长期看仅仅靠阿胶一项业务肯定难以为继。

公司的权证行权以后，目前公司有 15 亿元的现金，而公司的阿胶业务还能够不断的给公司带来新的现金流，因此，如何合理应用这些资金，就是公司管理层需要重点考虑的问题。

在阿胶业务上，公司已经不需要投入更多的资金，上游驴皮资源上，养驴基地的项目被证明无法大范围铺开，公司已经开始收缩这方面的投资。生产能力上，随着公司复方阿胶浆二号厂区建设完成投入使用，生产能力已经得到极大的提升，未来 3-5 年内不需要继续的扩产。下游的专营店建设上，公司目前也保持较为谨慎的态度，不会在短期内大范围的建设。

公司计划逐步退出医疗器械和药用辅料等业务，因此在这些方面也不会有太大的投入。

公司希望能够在阿胶产品或者相似产业上进行一些并购项目，但是目前没有明确的目标和时间表。

另外公司希望能把阿胶的文化产业做大，东阿县也在用地等方面给公司以支持，而且公司作为华润医药产业链上重要的一环，未来华润在医药产业上的发展计划对公司也会有较大的影响。

6. 调高盈利预测，调高评级

2009 年东阿阿胶 2 次上调产品价格，而且在内部费用控制上采取了强有力的措施，因此我们调高公司 2009 年每股收益到 0.58 元，预计 2010 年以后公司还会有调价措施，因此 2010 年每股收益到 0.76 元，预计 2011 年每股收益为 1.00 元。平均每年能够保持 30% 的业绩增长。

公司作为中药资源型企业，相对于同类型的云南百药和片仔癀等在一定程度上有所低估，因此上调公司的评级到推荐，6 个月的目标价格 22.8 元，相当于 2010 年 30 倍市盈率。

盈利预测表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	1381	1629	1944	2336	2781
营业总成本	1083	1285	1481	1736	1993
其中：营业成本	647	793	955	1151	1349
营业税金及附加	13	13	16	20	24
营业费用	307	351	380	420	470
管理费用	124	139	145	168	185
财务费用	(8)	(11)	(15)	(23)	(35)
资产减值损失	1	5	8	6	6
投资收益	2	4	6	8	10
营业利润	299	343	461	602	792
营业外收支净额	1	(2)	(3)	(4)	(4)
利润总额	300	341	458	598	788
所得税	89	45	69	90	118
净利润	211	296	389	508	670
属于母公司的净利润	206	287	379	495	655
少数股东损益	5	9	10	13	15
每股收益	0.3931	0.5481	0.5795	0.7562	1.0004

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209