

强烈推荐-A (维持)

东阿阿胶 000423.SZ

目标估值: 40.00 元

当前股价: 35.25 元

2010 年 5 月 25 日

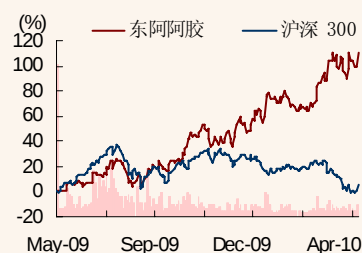
阿胶块提价5%，维持40元目标价

基础数据

上证综指	2673
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	53269
总市值(亿元)	231
流通市值(亿元)	188
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	17.8%
主要股东	华润东阿阿胶
主要股东持股比例	23.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	41	109
相对表现	13	60	104



相关报告

- 1、东阿阿胶—阿胶系列量价齐升，上调目标价至40元 2010/4/28
- 2、东阿阿胶—2010年1季报预增百分之100至150 2010/4/7
- 3、东阿阿胶—最新调研&投资者交流会纪要——未来5年阿胶系列产品销售将突破40亿 2009/9/21

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

我们从经销商了解到：5月24日，阿胶块出厂价上调5%，主要原因是渠道及公司库存趋紧。同时，我们走访深圳地区的多家连锁药店只经营东阿阿胶的阿胶产品，且产品陈列位置显眼。我们认为公司的阿胶产品在高端连锁药店的“独家”地位利于培养客户忠诚度。维持40元目标价，建议长线投资者介入。

- 阿胶块出厂价上调5%至542元/公斤：我们从经销商了解到，阿胶块出厂价上调5%，年初至今累计提价约38%。此次提价主要原因：1、阿胶最高零售价高于目前的终端零售价，本身具有提价空间；2、1月初大幅提价时处于销售旺季，通过聚集高端消费人群，目前渠道存货及公司库存趋紧。目前阿胶块各地零售终端价在720-760元/公斤，与最高零售价相比仍有空间。
- 聚焦高端市场策略十分成功：我们走访了深圳地区多家一致药店、海王星辰连锁药店，发现这些OTC药店只经销东阿阿胶的阿胶产品，且阿胶系列产品（阿胶块、阿胶浆、阿胶原粉、固元膏、阿胶补血颗粒等）均陈列在显眼位置。公司阿胶块自09年底撤出县级以下市场，聚焦高端市场。目前，城市高端的连锁药店只销售东阿阿胶产品，为公司区隔其他竞争对手产品提供了天然壁垒，利于培养客户对东阿阿胶品牌的忠诚度，也为阿胶块的长远提价战略奠定基础。
- 增加销售费用投入以拉动终端消费：阿胶块提价是公司的长远战略，公司10年将投入更多费用，通过广告、建立消费者档案、养颜养生馆等多种手段，拉动阿胶块终端需求。此外，公司在阿胶浆及保健品上也将投入更多费用以确保终端需求的持续增长。1季度是产品消费相对旺季，公司费用投入较少，我们判断2季度开始费用投入将有所增加。
- 暂维持业绩预测及“强烈推荐-A”评级：维持预计2010-2012年净利润同比增长44%、42%、40%，EPS 0.87元/1.23元/1.72元。公司是我们长线看好的资源性战略品种，阿胶“药品、保健品”双重属性决定了其具有受众广、提价空间大的特点，其天生就是一个大品种。预计中报仍将保持快速增长，给予2010年45倍预测PE，维持“强烈推荐-A”评级及40元目标价，建议长线投资者介入。主要风险是国家回收流动性，高端人群消费萎缩导致阿胶块销量回落。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1686	2079	2640	3327	4159
同比增长	22%	23%	27%	26%	25%
营业利润(百万元)	343	471	673	975	1364
同比增长	15%	37%	43%	45%	40%
净利润(百万元)	287	392	566	803	1124
同比增长	39%	37%	44%	42%	40%
每股收益(元)	0.44	0.60	0.87	1.23	1.72
PE	80.3	58.8	40.7	28.7	20.5
PB	13.1	9.6	8.5	6.8	5.2

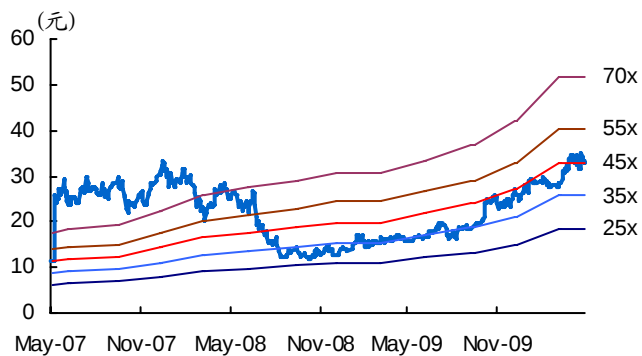
资料来源：招商证券研究（EPS为摊薄后数据）

表 1: 阿胶块历次提价

元/公斤	2009 年 4 月 1 日	2009 年 9 月 7 日	2010 年 1 月 16 日	2010 年 1 月 28 日	2010 年 5 月 24 日
出厂价	358	393	432	516	542
提价幅度	10%	10%	10%	20%	5%
终端零售价		504		680	720-760
最高零售价	504	504	504	806	806

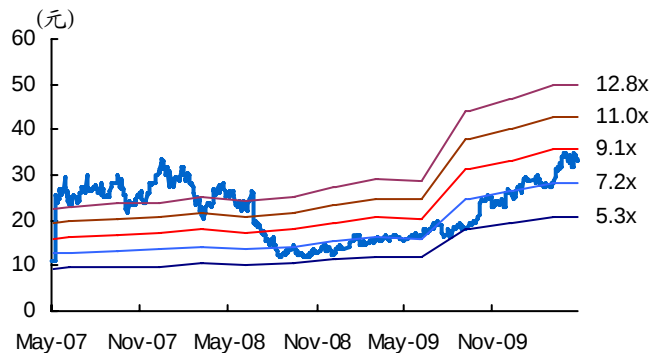
资料来源: 招商证券研究

图 1: 东阿阿胶历史 PE Band



资料来源: 招商证券研究

图 2: 东阿阿胶历史 PB Band



资料来源: 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1161	2445	2680	3443	4535
现金	540	1974	2109	2757	3722
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	240	41	53	67	83
应收款项	111	123	123	156	194
其它应收款	34	0	50	63	79
存货	191	203	278	323	368
其他	46	105	67	78	88
非流动资产	732	672	631	606	583
长期股权投资	112	118	118	118	118
固定资产	321	348	332	319	306
无形资产	81	125	112	101	91
其他	218	81	68	68	68
资产总计	1893	3117	3311	4050	5118
流动负债	435	613	458	498	538
短期借款	1	0	1	1	1
应付账款	96	159	140	162	185
预收账款	93	88	105	122	139
其他	244	365	212	213	214
长期负债	9	45	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	45	39	39	39
负债合计	443	658	497	537	577
股本	524	654	654	654	654
资本公积金	123	690	690	690	690
留存收益	758	1046	1383	2055	3048
少数股东权益	45	70	88	113	149
母公司所有者权益	1405	2390	2727	3399	4392
负债及权益合计	1893	3117	3311	4050	5118

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	297	813	342	752	1074
净利润			566	803	1124
折旧摊销			30	28	26
财务费用			(30)	(25)	(20)
投资收益			(5)	(5)	(5)
营运资金变动			(257)	(77)	(90)
其它			38	28	39
投资活动现金流	(67)	(134)	(8)	(3)	(3)
资本支出			(3)	(3)	(3)
其他投资			(5)	0	0
筹资活动现金流	(110)	597	(199)	(101)	(106)
借款变动			1	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(229)	(131)	(131)
其他			29	30	25
现金净增加额	120	1275	135	648	965

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1686	2079	2640	3327	4159
营业成本	849	1062	1237	1437	1634
营业税金及附加	13	18	21	27	33
营业费用	351	378	528	649	811
管理费用	139	174	217	269	341
财务费用	(11)	(16)	(30)	(25)	(20)
资产减值损失	5	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	5	5	5
营业利润	343	471	673	975	1364
营业外收入	2	5	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	341	473	673	975	1364
所得税	45	66	89	146	205
净利润	296	407	584	829	1159
少数股东损益	9	15	18	26	36
母公司所有者净利润	287	392	566	803	1124
EPS (元)	0.44	0.60	0.87	1.23	1.72

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	22%	23%	27%	26%	25%
营业利润	15%	37%	43%	45%	40%
净利润	39%	37%	44%	42%	40%
获利能力					
毛利率	49.6%	48.9%	53.2%	56.8%	60.7%
净利率	17.0%	18.9%	21.4%	24.1%	27.0%
ROE	16.4%	16.4%	20.8%	23.6%	25.6%
ROIC	19.8%	15.9%	19.8%	23.0%	25.2%
偿债能力					
资产负债率	23.4%	21.1%	15.0%	13.3%	11.3%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	4.0	5.9	6.9	8.4
速动比率	2.2	3.7	5.2	6.3	7.7
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.0	5.4	5.1	4.8	4.7
应收帐款周转率	18.6	17.7	21.4	23.8	23.8
应付帐款周转率	9.6	8.3	8.3	9.5	9.4
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.60	0.87	1.23	1.72
每股经营现金	0.57	1.24	0.52	1.15	1.64
每股净资产	2.68	3.65	4.17	5.20	6.71
每股股利	0.18	0.35	0.35	0.20	0.20
估值比率					
PE	80.3	58.8	40.7	28.7	20.5
PB	13.1	9.6	8.5	6.8	5.2
EV/EBITDA	99.7	72.8	49.1	33.8	24.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。