

证券研究报告—动态报告/公司快评
医药保健
制药与生物
东阿阿胶（000423）
重大事件快评
推荐

（维持评级）

2012 年 01 月 05 日

块与浆共同提价，12 年高增长可期

证券分析师： 贺平鸽

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

联系人： 胡博新

0755-82133263

hubx@guosen.com.cn

事项：

公司公告：自公告之日起调整复方阿胶浆零售价，上调幅度不超过 30%，具体将视各地区备案情况确定，出厂价将相应调整；阿胶出厂价上调 10%，零售价不变；副总经理程继忠先生辞职。

评论：

■ 销量恢复为阿胶块提价奠定基础，提价幅度符合预期

公司此次提高出厂价格主要是基于当前销售量的恢复以及终端价格逐步执行到位。从 11 年前三季度的销售情况来看，确认收入的销量已经在 900 吨左右，Q4 销量持续恢复，预计 11 年全年销售量将在 1600 吨左右，约为 10 年销量的 90%。实际上，公司从 10 月份已经开始对发货速度进行控制，终端销售量预计更为乐观。由于低价的库存逐步消耗，上海等主要城市的药店价格都已超过 1200 元/kg，北京地区药店价格已经接近 1500 元/kg。公司此次小幅提升出厂价，将进一步推动终端价格的执行到位。

表 1：阿胶块历次出厂价调整

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
出厂价（公斤/元，含税）	132	158	196	275	324	392	596	954	1049
涨幅		20%	24%	40%	18%	21%	52%	60%	10%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司此次提价幅度为 10%，与我们的预期幅度基本一致。如果终端价格能够在 12 年 4 季度旺季的时候执行到位，公司可能会进一步调整终端价格。在驴皮资源日趋缺，下游消费需求不断升级的背景下，阿胶提价实施价值回归是必然的策略。而对比冬虫夏草等滋补品种，阿胶的提价幅度仍远远落后，未来阿胶块价格提升依然有很大的空间。

销量方面，公司从 10 月份就开始控货，预计渠道和终端累积的库存有限，而且 1 月份正值春节销售旺季，提价预计对 12 年的销售影响有限。我们预计 12 年销量将逐步恢复至 10 年的水平。

■ 阿胶浆零售价调整，出厂价调整待定

11 月 21 日山东省物价局发布了复方阿胶浆最高零售价调整通知，提价幅度约为 30%。公司此次调整零售价的幅度与山东省物价局基本一致。考虑到复方阿胶浆已纳入国家医保乙类目录，其他省份提价需要进一步备案。从 05 年调价的情况来看，浙江、重庆、福建等省份均参考了山东省价格制定最高零售价。如果主要省份最高零售价能够调整，公司出厂价将相应调整。复方阿胶浆价格提升也将缓解公司成本上升压力。05-10 年间复方阿胶浆的主要五味药材（阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂）价格均有所上涨，其中党参就上升了 588%。

表 2: 历次复方阿胶浆价格调整情况

规格	单位	最新最高零售价	山东省基药价格	05 年最高零售价	00 年最高零售价
20ml	支	3.9	3	3	2.38
200ml	盒(瓶)	32.9	28	23	
250ml	盒(瓶)	40.5	33	29	22
20ml (无糖型)	支	4.3	3.33		
200ml (无糖型)	盒(瓶)	36.3	29		
250ml (无糖型)	盒(瓶)	44.6			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 渠道整理基本完成，程总离职不影响公司长远发展

程总于 09 年初进入公司，主要帮助公司解决销售渠道问题，包括：1) 整理经销商队伍，对一级经销商严格筛选，保留信誉较高的经销商；2) 控制发货，严防串货，促进终端价格到位。经过近 2 年的渠道整理，各级经销商体系已经基本理顺，各种串货基本得到遏制。在 10~11 年公司大幅提价的过程中，各级渠道保持基本稳定，也得益于程总渠道整理的功劳。阿胶的价值回归策略在程总上任之前就已经确立，而程总对策略的执行只是起到加速推动作用，因此其离职不会对公司长远发展带来很大影响。公司渠道也已经基本梳理完毕，后续逐步执行提价预计不会受到渠道管理所制约。分管药店和医院的销售经理均未发生变化，预计程总离职也不会带来销售队伍的太大变动。从程总以往所服务过的公司葵花药业和步长药业的发展趋势来看，其离去并没有带来太大的波动。

■ 看好公司独特资源与品牌，维持公司“推荐”评级，一年期目标价 54-60 元

随着阿胶块终端价格逐步执行到位，出厂价和终端价的价差将逐步扩大，我们预计 12 年出厂价格还会继续调整，同时如果复方阿胶浆价格能顺利提价，则 12-13 年增速将加快。在阿胶块与阿胶浆共同提价的基础上，12 年业绩有望继续延续高速增长趋势，因此我们上调公司 12-13EPS 为 1.80 (+0.1) 和 2.31 (+0.27) 元，对应市盈率为 23X 和 18X。公司拥有独特资源与品牌，围绕阿胶进行产品价值回归与产品多方向延伸，战略定位清晰，维持“推荐”评级，一年期目标价 54-60 元 (12PE30-33x)。

表 3: 公司分产品预测 (单位: 百万)

	2006	2007	2008	2009	2010 A	2011E	2012E	2013E
阿胶及系列								
收入	701.0	953.6	1051.2	1262.0	1616.1	2118.9	2601.0	3227.1
收入增长率		36.0%	10.2%	20.1%	28.1%	31.1%	22.8%	24.1%
毛利率	68.4%	67.2%	64.63%	66.9%	69.7%	75.1%	75.9%	77.5%
毛利	480	641	679	845	1126	1592	1973	2500
毛利增长率		33.67%	5.95%	24.36%	33.32%	41.36%	23.95%	26.69%
1. 阿胶块	313	464	512	581	815	1174	1485	1879
增长率		48%	10%	13%	40%	44%	27%	27%
出厂均价 (元/kg)	157	221	277	306	453	815	938	1031
增长率		41%	25%	10%	48%	80%	15%	10%
销量 (吨)	2000	2100	1850	1900	1800	1440	1584	1822
毛利率	63.2%	67.9%	69.2%	70.1%	73.7%	82%	83%	85%
2. 复方阿胶浆	320	400	430	559	671	805	966	1178
增长率		25%	8%	30%	20%	20%	20%	22%
毛利率	73.7%	73.3%	68.0%	67.1%	67%	67%	67%	68%
3. 其他产品	67.6	89.9	108.9	122.2	130.0	140.0	150.0	170.0
毛利率	68%	37%	30%	52%	58%	60%	60%	60%
药用辅料								
收入	44.7	47.2	54.6	53.2	58.0	60.9	63.9	67.1
增长率		5.5%	15.7%	-2.6%	9.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	19.0%	21.6%	19.7%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
保健食品								
收入	52.2	77.6	81.8	100.0	200.0	300.1	420.1	588.1
增长率		48.7%	5.4%	22.2%	100.0%	50.0%	40.0%	40.0%
毛利率	50.9%	51.3%	49.2%	45.8%	46.0%	50.6%	55.7%	58.4%
医疗器械								
收入	30.3	39.1	49.2	75.5	78.0	85.8	94.4	198.2
增长率		29.1%	25.7%	53.4%	3.4%	10.0%	10.0%	110.0%
毛利率	41.2%	42.1%	46.8%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%
内部抵消								
收入	(153)	(226)	(215)	(216)	(237)	(254)	(269)	(282)
增长率		48.1%	-5.1%	0.7%	9.7%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	-1.3%	10.5%	-4.9%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
医药商业								
收入	263.2	368.8	481.6	648.6	537.0	590.7	649.8	714.7
增长率		40.1%	30.6%	34.7%	-17.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	4.5%	3.7%	4.1%	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
其他								
收入	130.5	114.2	169.6	149.1	217.0	238.7	262.6	288.8
增长率		-12.5%	48.6%	-12.1%	45.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	43.1%	29.4%	30.5%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
主营业务收入合计	1069.4	1374.5	1673.5	2072.2	2469.1	3141.5	3823.0	4801.9
增长率		28.5%	21.7%	23.8%	19.2%	27.2%	21.7%	25.6%
毛利率	55.8%	53.2%	49.9%	48.9%	54.9%	60.3%	62.0%	64.0%
营业成本/营业收入	44.2%	46.8%	50.1%	51.1%	45.1%	39.7%	38.0%	36.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1133	2140	2802	3709
应收款项	205	259	315	384
存货净额	194	247	287	331
其他流动资产	970	487	593	721
流动资产合计	2502	3133	3997	5145
固定资产	484	582	699	805
无形资产及其他	128	123	118	113
投资性房地产	410	410	410	410
长期股权投资	74	34	34	34
资产总计	3598	4282	5258	6507
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	194	190	220	255
其他流动负债	525	572	659	777
流动负债合计	719	762	879	1031
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	62	82	102	122
长期负债合计	62	82	102	122
负债合计	780	843	981	1153
少数股东权益	74	86	103	125
股东权益	2743	3353	4175	5230
负债和股东权益总计	3598	4282	5258	6507

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.89	1.33	1.80	2.30
每股红利	0.33	0.40	0.54	0.69
每股净资产	4.19	5.13	6.38	8.00
ROIC	22%	32%	41%	50%
ROE	21%	26%	28%	29%
毛利率	55%	60%	62%	64%
EBIT Margin	26%	33%	36%	38%
EBITDA Margin	28%	34%	38%	40%
收入增长	19%	28%	22%	22%
净利润增长率	48%	50%	35%	28%
资产负债率	24%	22%	21%	20%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	46.1	30.8	22.8	17.8
P/B	9.8	8.0	6.4	5.1
EV/EBITDA	40.0	25.6	19.2	15.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	3152	3836	4669
营业成本	1109	1252	1457	1682
营业税金及附加	23	28	35	42
销售费用	482	583	675	822
管理费用	207	261	285	346
财务费用	(21)	(15)	(22)	(29)
投资收益	40	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(7)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	697	1045	1410	1809
营业外净收支	4	0	0	0
利润总额	701	1045	1410	1809
所得税费用	107	157	211	271
少数股东损益	12	18	24	31
归属于母公司净利润	582	870	1174	1507

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	582	870	1174	1507
资产减值准备	7	3	2	2
折旧摊销	48	52	64	76
公允价值变动损失	7	2	2	2
财务费用	(21)	(15)	(22)	(29)
营运资本变动	(1136)	441	(63)	(67)
其它	0	10	15	20
经营活动现金流	(492)	1378	1195	1539
资本开支	(137)	(150)	(180)	(180)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(93)	(110)	(180)	(180)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(214)	(261)	(352)	(452)
其它融资现金流	173	0	0	0
融资活动现金流	(255)	(261)	(352)	(452)
现金净变动	(841)	1007	662	907
货币资金的期初余额	1974	1133	2140	2802
货币资金的期末余额	1133	2140	2802	3709
企业自由现金流	(681)	1216	998	1339
权益自由现金流	(508)	1229	1017	1364

相关研究报告:

《东阿阿胶-000423-阿胶浆最高零售价调整为出厂价提高打开空间》——
2011-11-29

《东阿阿胶-000423-阿胶块销售逐月恢复，期待 4 季度旺季到来》——
2011-10-24

《东阿阿胶-000423-阿胶价值回归，提价驱动业绩》——2011-08-16

《东阿阿胶-000423-调整基本到位，11 年仍值得期待》——2011-04-12

《东阿阿胶-000423-2010 年中报点评：阿胶提价效应使业绩强劲增长》——
2010-08-31

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。

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行