

东阿阿胶(000423.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **51.2-52.3**

分析师

分析师

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315083

hudj@r.qizq.com.cn

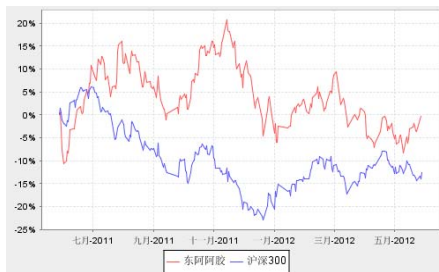
2012年6月13日

渠道清理逐见成效, 下半年销量恢复可期

基本状况

总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	654.02
市价(元)	41.30
市值(百万元)	27011.09
流通市值(百万元)	27011.09

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,463.78	2,758.85	3,364.05	4,050.58	4,696.69
营业收入增速	17.88%	11.98%	21.94%	20.41%	15.95%
净利润增长率	48.72%	47.05%	33.93%	25.39%	17.14%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.31	1.75	2.20	2.58
前次预测每股收益(元)	0.89	1.31	1.75	2.20	2.58
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	57.40	32.81	23.96	19.11	16.31
PEG	1.18	0.70	0.71	0.75	0.95
每股净资产(元)	4.19	5.24	6.69	8.59	10.86
每股现金流量	0.97	1.09	1.92	2.30	2.67
净资产收益率	21.22%	25.01%	26.21%	25.60%	23.71%
市净率	12.18	8.20	6.28	4.89	3.87
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

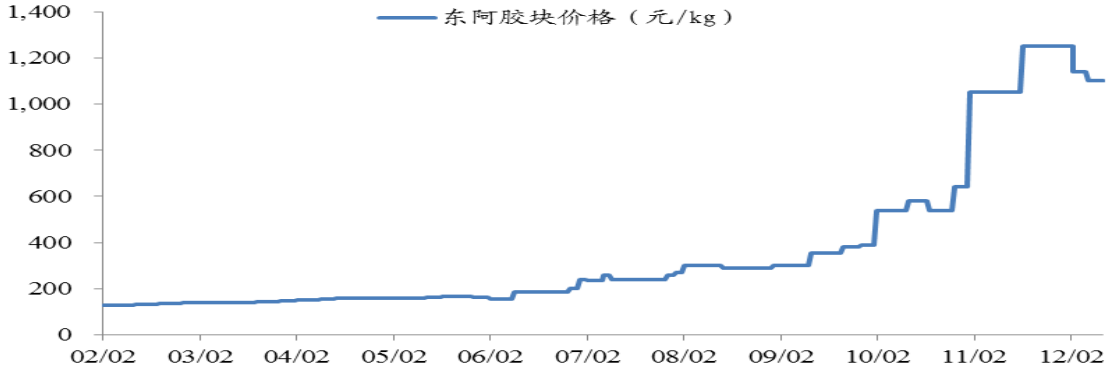
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 阿胶在经历了4和5月份的渠道清理后,我们近期对阿胶 OTC 终端进行了跟踪,情况表明渠道存货明显好转,药店进货积极性提高,预计8月份后阿胶销量回升是大概率事件;
- 渠道存货一直是困扰公司终端销售的重要问题,公司在今年年初的提价之后,逐渐在二季度淡季时期对渠道进行清理,一方面通过控制发货来逐渐消耗市场存货,保证下半年渠道畅通;另一方面通过和部分大型连锁药店直接签订协议的方式压缩渠道,逐步增强对渠道的掌控能力,目前和很多地区也药店合作进入实质性阶段,整体趋势良好;
- 同时我们观察到部分药店里,阿胶的竞争品种在部分柜台逐渐退出,价格也没有一季度坚挺;我们分析原因为:1、明胶事件导致目前市场对低端产品质量的不信任度增强,终端销售遇到前所未有的挑战,市场在向一线品牌回归;2、低端产品品牌宣传力度有限,OTC 终端在淡季容易出现滞销情况;3、部分地区二线产品提价步骤不太一致,导致终端串货严重,产品陷入恶性竞争后药店盈利空间被大幅压缩,因此终端逐渐转向品牌类和价格控制强的高端产品;
- 我们判断8月份后阿胶销量恢复的概率较大;1、传统的旺季来临,消费群体扩大带动销量增长;2、品牌宣传得当,今年公司聘请了甄子丹作为广告代言人,力推复方阿胶浆,再加上甄嬛传的热播效应,东阿品牌力不断增强;3、渠道控制加强,串货有望得到进一步控制,有利于渠道掌控;
- 预计公司2012-14年公司营业收入分别为33.64亿元、40.51亿元和46.79亿元,实现净利润分别为11.47亿元、14.38亿元和16.84亿元,同比分别增长33.93%、25.39%和17.14%,对应公司每股收益分别为1.75元、2.20元和2.58元。公司合理价值区间为51.2—52.3元/股,继续给予“买入”评级;

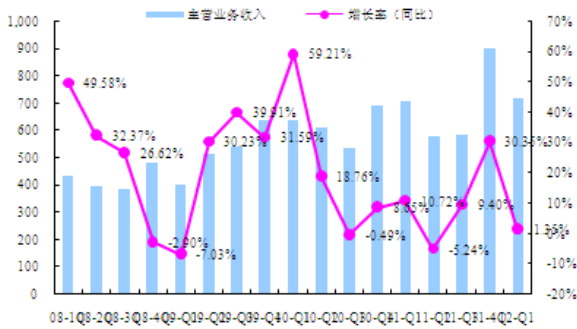
- 风险提示：阿胶块提价后带来的销售量下滑的风险，包括资源缺乏带来的驴皮供应不足，提价后消费支付能力不足以及竞争对手的降价带来的产品销量不畅等；国家药品价格政策以及医改可能带来的不可预测的调整风险；食品安全风险，包括阿胶假冒产品可能对公司产品带来的负面影响等；

图表 1：阿胶块药材市场走势图



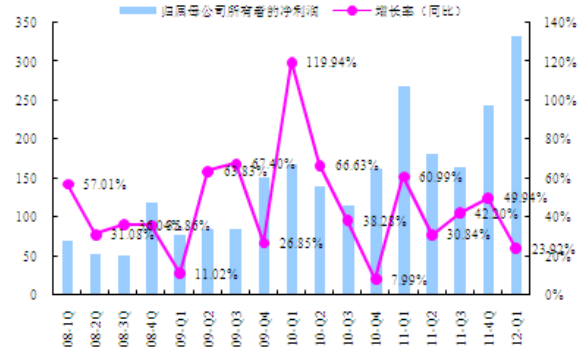
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司一季度营收同比分析



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：公司一季度净利润同比分析



来源：齐鲁证券研究所

附表 1: 公司销售收入盈利预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
阿胶及系列						
销售收入	1,262.00	1,801.51	2,289.41	2,905.11	3,543.75	4,164.51
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	26.89%	21.98%	17.52%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	71.28%	71.21%	70.36%
销售成本	417.22	580.63	667.82	834.41	1,020.16	1,234.41
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	24.95%	22.26%	21.00%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	2,070.70	2,523.59	2,930.10
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	27.70%	21.87%	16.11%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	86.36%	87.49%	88.67%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	91.32%	92.40%	93.08%
医疗器械						
销售收入	75.47	78.36	89.22	93.68	98.37	103.28
增长率 (YOY)	53.39%	3.83%	13.86%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	52.50%	49.41%	41.42%	46.91%	45.80%	45.10%
销售成本	35.85	39.64	52.27	49.73	53.32	56.71
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	-4.85%	7.21%	6.36%
毛利	39.62	38.72	36.95	43.95	45.05	46.58
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	18.93%	2.50%	3.39%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	2.78%	2.43%	2.20%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	1.94%	1.65%	1.48%
药用辅料						
销售收入	53.15	58.21	56.80	59.64	62.62	65.75
增长率 (YOY)	-2.60%	9.52%	-2.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.07%	13.94%	18.94%	17.05%	15.85%	16.75%
销售成本	40.89	50.10	46.04	49.47	52.70	54.74
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	7.45%	6.52%	3.87%
毛利	12.26	8.11	10.76	10.17	9.92	11.02
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	-5.48%	-2.41%	11.01%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	1.77%	1.55%	1.40%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.45%	0.36%	0.35%
其它						
销售收入	797.64	755.05	577.49	617.70	661.06	694.11
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	6.96%	7.02%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	22.31%	22.33%	22.33%
销售成本	621.60	517.55	448.73	479.87	513.43	539.10
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	6.94%	6.99%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	137.83	147.62	155.01
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	7.05%	7.10%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	18.36%	16.32%	14.78%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	6.08%	5.41%	4.92%
内部抵消						
销售收入	-216.08	-237.91	-309.00	-312.09	-315.21	-330.97
增长率 (YOY)	0.73%	10.10%	29.88%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利率	-1.25%	-0.92%	-1.55%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
销售成本	-218.78	-240.09	-313.79	-316.93	-320.10	-336.10
增长率 (YOY)	-2.77%	9.74%	30.70%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利	2.70	2.18	4.79	4.84	4.89	5.13
增长率 (YOY)	-74.29%	-19.26%	119.70%	1.00%	1.00%	5.00%
占总销售额比重	-10.96%	-9.69%	-11.43%	-9.28%	-7.78%	-7.05%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	0.21%	0.18%	0.16%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	3364.05	4050.58	4696.69
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	1096.55	1319.51	1548.86
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	2267.49	2731.07	3147.83
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	67.40%	67.42%	67.02%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1: 财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	2,090	2,464	2,759	3,364	4,051	4,697
增长率	23.97%	17.9%	12.0%	21.9%	20.4%	16.0%
营业成本	-1,069	-1,109	-933	-1,097	-1,320	-1,549
% 销售收入	51.2%	45.0%	33.8%	32.6%	32.6%	33.0%
毛利	1,021	1,355	1,825	2,267	2,731	3,148
% 销售收入	48.8%	55.0%	66.2%	67.4%	67.4%	67.0%
营业税金及附加	-18	-23	-31	-36	-44	-51
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-379	-482	-610	-663	-721	-785
% 销售收入	18.1%	19.5%	22.1%	19.7%	17.8%	16.7%
管理费用	-177	-207	-231	-282	-340	-394
% 销售收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	447	643	953	1,286	1,625	1,918
% 销售收入	21.4%	26.1%	34.5%	38.2%	40.1%	40.8%
财务费用	16	21	21	20	25	27
% 销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	-7	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	57	57	57	57
% 税前利润	1.3%	5.7%	5.5%	4.2%	3.4%	2.9%
营业利润	470	697	1,031	1,363	1,706	2,001
营业利润率	22.5%	28.3%	37.4%	40.5%	42.1%	42.6%
营业外收支	3	4	6	5	5	5
税前利润	473	701	1,036	1,367	1,711	2,006
利润率	22.6%	28.5%	37.6%	40.6%	42.2%	42.7%
所得税	-66	-107	-166	-207	-259	-307
所得税率	14.0%	15.3%	16.0%	15.1%	15.1%	15.3%
净利润	406	594	870	1,161	1,453	1,699
少数股东损益	15	12	14	14	15	15
归属于母公司的净利润	392	582	856	1,147	1,438	1,684
净利润率	18.7%	23.6%	31.0%	34.1%	35.5%	35.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	406	594	870	1,161	1,453	1,699
少数股东损益	0	0	0	14	15	15
非现金支出	44	55	49	57	61	67
非经营收益	-23	-60	-45	-62	-62	-62
营运资金变动	384	47	-165	100	50	41
经营活动现金净流	812	636	710	1,269	1,516	1,759
资本开支	120	136	217	95	92	97
投资	-19	-1,149	-27	0	0	0
其他	5	26	57	57	57	57
投资活动现金净流	-135	-1,259	-186	-38	-35	-39
股权募资	724	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	50	0	0	0
其他	-127	-217	-204	-23	-196	-196
筹资活动现金净流	597	-217	-154	-23	-196	-196
现金净流量	1,274	-840	369	1,208	1,285	1,523

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,982	1,133	1,503	2,697	3,967	5,476
应收账款	180	205	133	230	269	315
存货	204	194	311	247	307	367
其他流动资产	89	970	1,334	1,318	1,333	1,350
流动资产	2,455	2,502	3,281	4,492	5,877	7,507
% 总资产	78.3%	69.5%	77.6%	82.0%	85.2%	87.6%
长期投资	124	427	162	162	162	162
固定资产	393	484	582	621	650	680
% 总资产	12.5%	13.5%	13.8%	11.3%	9.4%	7.9%
无形资产	129	131	151	155	161	166
非流动资产	680	1,096	946	989	1,024	1,059
% 总资产	21.7%	30.5%	22.4%	18.0%	14.8%	12.4%
资产总计	3,135	3,598	4,226	5,481	6,901	8,566
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	455	550	474	570	685	801
其他流动负债	167	169	211	405	454	500
流动负债	622	719	685	975	1,139	1,302
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	62	66	66	66	66
负债	667	780	751	1,041	1,205	1,368
普通股股东权益	2,398	2,743	3,424	4,374	5,616	7,104
少数股东权益	70	74	51	65	80	95
负债股东权益合计	3,135	3,598	4,226	5,481	6,901	8,566

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.599	0.890	1.309	1.753	2.198	2.575
每股净资产 (元)	3.667	4.195	5.235	6.688	8.587	10.862
每股经营现金净流 (元)	1.242	0.972	1.085	1.919	2.295	2.667
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	16.32%	21.22%	25.01%	26.21%	25.60%	23.71%
总资产收益率	12.49%	16.18%	20.26%	20.92%	20.83%	19.66%
投入资本收益率	106.15%	43.31%	44.10%	68.91%	87.81%	103.82%
增长率						
营业总收入增长率	23.97%	17.88%	11.98%	21.94%	20.41%	15.95%
EBIT增长率	34.28%	43.74%	48.21%	35.01%	26.32%	18.03%
净利润增长率	36.39%	48.72%	47.05%	33.93%	25.39%	17.14%
总资产增长率	65.60%	14.76%	17.47%	29.68%	25.91%	24.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.5	18.7	12.2	14.4	13.7	13.9
存货周转天数	67.3	65.4	98.7	82.4	85.0	86.4
应付账款周转天数	43.7	58.1	59.7	49.9	52.9	55.2
固定资产周转天数	58.8	55.7	57.6	51.5	43.1	37.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.31%	-40.22%	-43.24%	-60.75%	-69.65%	-76.07%
EBIT利息保障倍数	-27.4	-30.8	-44.4	-64.5	-64.9	-71.6
资产负债率	21.28%	21.69%	17.78%	19.00%	17.46%	15.97%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。