

东阿阿胶(000423.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **48.11-50.59**

分析师

分析师

胡德军

S0740511070005

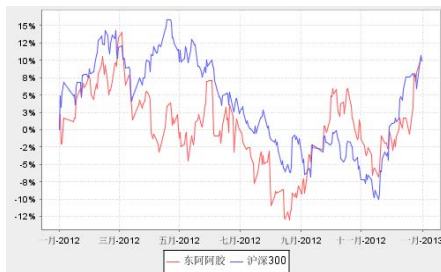
021-20315083

hudj@r.qlzq.com.cn

2013年1月17日

验证我们的判断
基本状况

总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	654.02
市价(元)	43.81
市值(百万元)	28652.68
流通市值(百万元)	28652.68

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)	2,463.7	2,758.8	3,043.1	3,658.0	4,247.7
营业收入增速	17.88%	11.98%	10.30%	20.21%	16.12%
净利润增长率	48.72%	47.05%	25.50%	23.18%	18.88%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.31	1.64	2.02	2.41
前次预测每股收益(元)	0.89	1.31	1.64	2.02	2.41
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	24.57	19.95	16.78
PEG	1.18	0.70	0.96	0.86	0.89
每股净资产(元)	4.19	5.24	6.58	8.30	10.41
每股现金流量	0.97	1.09	1.80	2.12	2.49
净资产收益率	21.22%	25.01%	24.98%	24.38%	23.12%
市净率	12.18	8.20	6.14	4.86	3.88
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

- 我们在 2012 年 12 月 30 日和 1 月 10 日连续发布两篇报告《促销显成效, 全年有望实现快速增长》和《值得期待的 2013 年》, 提示市场阿胶股价低估, 目前公司股价走势再次验证我们之前的判断;
- 我们想再次提醒投资者, 东阿是一个可以引导消费的公司, 从小众到大众, 从补血到滋补, 从阿胶块到阿胶糕, 从阿胶粉到小分子阿胶, 消费群体正不断放大, 公司正一步步将阿胶理念植入到中国的大街小巷, 成为一个众人皆知的消费品;
- 同时我们认为阿胶作为一个类消费品, 除了品牌和可及性, 便利性也是重要因素之一, 从目前阿胶产品的发展轨迹来看, 我们认为桃花姬、阿胶粉以及小分子阿胶都将成为未来公司消费的主力品种, 而阿胶块将继续延续小幅快跑的提价策略, 让阿胶系列产品逐渐的阶梯化, 系列化, 多元化;
- 从目前阿胶在终端的销售分析, 我们预计公司 2013 年阿胶系列终端销量增长有望达到 30%, 扣除部分渠道存货因素, 整体销量增长有望达到 25%左右; 考虑今年的提价因素, 预计 2012 年阿胶系列整体销售额增长有望达到 30%左右;
- 我们继续看好东阿阿胶 2013 年量价齐升带来的业绩表现, 短期不调整盈利预测, 预计公司 2012-2014 年净利润分别为 10.75 亿元、13.24 亿元和 15.73 亿元, 同比分别增长 25.5%、23.2%和 18.9%, 对应 EPS 分别为 1.64 元、2.02 元和 2.41 元, 继续给予“买入”评级, 短期目标价 48.11-50.59 元。
- 风险提示: 1、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; 2、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; 3、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; 3、销售费用大幅增长带来的盈利下降的风险;

图表 1: 公司产品分类预测表

项 目	2009	2010	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
阿胶及系列							
销售收入	1,262.00	1,801.51	2,289.41	1,000.12	2,952.50	3,537.94	4,121.60
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	0.77%	28.96%	19.83%	16.50%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	70.79%	73.25%	73.30%	72.71%
销售成本	417.22	580.63	667.82	292.14	789.74	944.53	1,124.95
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	4.76%	18.26%	19.60%	19.10%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	707.98	2,162.76	2,593.41	2,996.65
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	-0.78%	33.37%	19.91%	15.55%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	87.34%	97.02%	96.72%	97.03%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	76.56%	94.87%	95.49%	95.89%
医疗器械							
销售收入	75.47	78.36	89.22	53.00	93.68	98.37	103.28
增长率 (YOY)	53.39%	3.83%	13.86%	24.30%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	52.50%	49.41%	41.42%	34.58%	46.91%	43.93%	43.03%
销售成本	35.85	39.64	52.27	34.67	49.73	55.16	58.84
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	40.03%	-4.85%	10.91%	6.68%
毛利	39.62	38.72	36.95	18.33	43.95	43.21	44.44
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	2.50%	18.93%	-1.68%	2.86%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	4.63%	3.08%	2.69%	2.43%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	1.98%	1.93%	1.59%	1.42%
药用辅料							
销售收入	53.15	58.21	56.80	32.46	59.64	62.62	65.75
增长率 (YOY)	-2.60%	9.52%	-2.42%	20.62%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.07%	13.94%	18.94%	22.31%	17.05%	16.92%	17.86%
销售成本	40.89	50.10	46.04	25.22	49.47	52.02	54.01
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	14.27%	7.45%	5.16%	3.82%
毛利	12.26	8.11	10.76	7.24	10.17	10.60	11.74
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	49.59%	-5.48%	4.22%	10.80%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	2.83%	1.96%	1.71%	1.55%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.78%	0.45%	0.39%	0.38%
销售收入 (百万元)							
销售收入	797.64	755.05	577.49	172.78	249.40	274.34	288.06
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	-38.36%	-56.81%	10.00%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	45.05%	23.25%	23.25%	23.25%
销售成本	621.60	517.55	448.73	94.94	191.42	210.56	221.09
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	-29.53%	-57.34%	10.00%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	77.84	57.99	63.78	66.97
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	-46.53%	-54.97%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	15.09%	8.20%	7.50%	6.78%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	8.42%	2.54%	2.35%	2.14%
内部抵消							
销售收入	-216.08	-237.91	-309.00	-113.21	-312.09	-315.21	-330.97
增长率 (YOY)	0.73%	10.10%	29.88%	36.20%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利率	-1.25%	-0.92%	-1.55%	-100.17%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
销售成本	-218.78	-240.09	-313.79	-226.61	-316.93	-320.10	-336.10
增长率 (YOY)	-2.77%	9.74%	30.70%	142.50%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利	2.70	2.18	4.79	113.40	4.84	4.89	5.13
增长率 (YOY)	-74.29%	-19.26%	119.70%	997.79%	1.00%	1.00%	5.00%
占总销售额比重	-10.96%	-9.69%	-11.43%	-9.89%	-10.26%	-8.62%	-7.79%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	12.26%	0.21%	0.18%	0.16%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	1145.15	3043.14	3658.06	4247.72
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	220.36	763.43	942.17	1122.78
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	924.79	2279.70	2715.89	3124.94
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	80.76%	74.91%	74.24%	73.57%

来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 公司财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	2,090	2,464	2,759	3,151	3,820	4,506	货币资金	1,982	1,133	1,503	2,624	3,776	5,095
增长率	23.97%	17.9%	12.0%	14.2%	21.2%	18.0%	应收账款	180	205	133	215	253	302
营业成本	-1,069	-1,109	-933	-868	-1,098	-1,371	存货	204	194	311	196	256	325
% 销售收入	51.2%	45.0%	33.8%	27.5%	28.7%	30.4%	其他流动资产	89	970	1,334	1,304	1,320	1,339
毛利	1,021	1,355	1,825	2,284	2,722	3,135	流动资产	2,455	2,502	3,281	4,340	5,605	7,060
% 销售收入	48.8%	55.0%	66.2%	72.5%	71.3%	69.6%	% 总资产	78.3%	69.5%	77.6%	81.4%	84.5%	87.0%
营业税金及附加	-18	-23	-31	-34	-42	-49	长期投资	124	427	162	162	162	162
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	393	484	582	621	650	680
营业费用	-379	-482	-610	-788	-879	-1,036	% 总资产	12.5%	13.5%	13.8%	11.7%	9.8%	8.4%
% 销售收入	18.1%	19.5%	22.1%	25.0%	23.0%	23.0%	无形资产	129	131	151	155	161	166
管理费用	-177	-207	-231	-264	-321	-378	非流动资产	680	1,096	946	989	1,024	1,059
% 销售收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	% 总资产	21.7%	30.5%	22.4%	18.6%	15.5%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	447	643	953	1,198	1,481	1,671	资产总计	3,135	3,598	4,226	5,328	6,630	8,119
% 销售收入	21.4%	26.1%	34.5%	38.0%	38.8%	37.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	16	21	21	20	25	26	应付款项	455	550	474	513	633	779
% 销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	167	169	211	384	431	481
资产减值损失	0	-7	-1	-1	-1	-1	流动负债	622	719	685	897	1,064	1,260
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期应付款	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	57	57	57	57	其他长期负债	45	62	66	66	66	66
% 税前利润	1.3%	5.7%	5.5%	4.5%	3.7%	3.3%	负债	667	780	751	963	1,130	1,326
营业利润	470	697	1,031	1,275	1,562	1,754	普通股股东权益	2,398	2,743	3,424	4,300	5,419	6,698
营业利润率	22.5%	28.3%	37.4%	40.5%	40.9%	38.9%	少数股东权益	70	74	51	65	80	95
营业外收支	3	4	6	5	5	5	负债股东权益合计	3,135	3,598	4,226	5,328	6,630	8,119
税前利润	473	701	1,036	1,280	1,567	1,759	比率分析						
利润率	22.6%	28.5%	37.6%	40.6%	41.0%	39.0%	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
所得税	-66	-107	-166	-193	-237	-269	每股指标						
所得税率	14.0%	15.3%	16.0%	15.1%	15.1%	15.3%	每股收益 (元)	0.599	0.890	1.309	1.639	2.011	2.255
净利润	406	594	870	1,086	1,330	1,489	每股净资产 (元)	3.667	4.195	5.235	6.574	8.286	10.241
少数股东损益	15	12	14	14	15	15	每股经营现金净流 (元)	1.242	0.972	1.085	1.809	2.114	2.375
归属于母公司的净利润	392	582	856	1,072	1,315	1,475	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	18.7%	23.6%	31.0%	34.0%	34.4%	32.7%	回报率						
							净资产收益率	16.32%	21.22%	25.01%	24.94%	24.27%	22.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.49%	16.18%	20.26%	20.12%	19.84%	18.16%
净利润	406	594	870	1,086	1,330	1,489	投入资本收益率	106.15%	43.31%	44.10%	64.28%	80.34%	91.94%
少数股东损益	0	0	0	14	15	15	增长率						
非现金支出	44	55	49	57	61	67	营业总收入增长率	23.97%	17.88%	11.98%	14.23%	21.21%	17.97%
非经营收益	-23	-60	-45	-62	-62	-62	EBIT 增长率	34.28%	43.74%	48.21%	25.78%	23.56%	12.87%
营运资金变动	384	47	-165	102	54	59	净利润增长率	36.39%	48.72%	47.05%	25.24%	22.67%	12.12%
经营活动现金净流	812	636	710	1,197	1,398	1,568	总资产增长率	65.60%	14.76%	17.47%	26.08%	24.42%	22.46%
资本开支	120	136	217	95	92	97	资产管理能力						
投资	-19	-1,149	-27	0	0	0	应收账款周转天数	20.5	18.7	12.2	14.4	13.7	13.9
其他	5	26	57	57	57	57	存货周转天数	67.3	65.4	98.7	82.4	85.0	86.4
投资活动现金净流	-135	-1,259	-186	-38	-35	-39	应付账款周转天数	43.7	58.1	59.7	49.9	52.9	55.2
股权募资	724	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	58.8	55.7	57.6	55.0	45.7	38.6
债权募资	0	0	50	0	0	0	偿债能力						
其他	-127	-217	-204	-23	-196	-196	净负债/股东权益	-80.31%	-40.22%	-43.24%	-60.12%	-68.67%	-75.01%
筹资活动现金净流	597	-217	-154	-23	-196	-196	EBIT 利息保障倍数	-27.4	-30.8	-44.4	-59.1	-59.3	-64.2
现金净流量	1,274	-840	369	1,136	1,167	1,333	资产负债率	21.28%	21.69%	17.78%	18.08%	17.05%	16.34%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1: 财务预测简表

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	2,748.10	3,404.73	4,163.72
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	20.04%	23.89%	22.29%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	69.17%	69.47%	68.84%
销售成本	417.22	580.63	667.82	847.29	1,039.44	1,297.55
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	26.87%	22.68%	24.83%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	1,900.81	2,365.29	2,866.16
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	17.22%	24.44%	21.18%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	96.81%	96.59%	97.06%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	94.20%	95.08%	95.72%
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%	43.93%	43.03%
销售成本	35.85	39.64	52.27	49.73	55.16	58.84
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	-4.85%	10.91%	6.68%
毛利	39.62	38.72	36.95	43.95	43.21	44.44
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	18.93%	-1.68%	2.86%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	3.30%	2.79%	2.41%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	2.18%	1.74%	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%	16.92%	17.86%
销售成本	40.89	50.10	46.04	49.47	52.02	54.01
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	7.45%	5.16%	3.82%
毛利	12.26	8.11	10.76	10.17	10.60	11.74
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	-5.48%	4.22%	10.80%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	2.10%	1.78%	1.53%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.50%	0.43%	0.39%
销售收入 (百万元)						
销售收入	797.64	755.05	577.49	249.40	274.34	288.06
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	-56.81%	10.00%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	23.25%	23.25%	23.25%
销售成本	621.60	517.55	448.73	191.42	210.56	221.09
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	-57.34%	10.00%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	57.99	63.78	66.97
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	-54.97%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	8.79%	7.78%	6.71%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	2.87%	2.56%	2.24%
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%	-10.99%	-8.94%	-7.72%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	0.24%	0.20%	0.17%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	2838.74	3524.85	4289.84
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	820.98	1037.08	1295.39
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	2017.76	2487.77	2994.45
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	71.08%	70.58%	69.80%

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。