

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@cjis.cn

东阿阿胶

000423

推荐

持续优化营销策略, 业绩有望保持稳快增长

公司 12 年实现归属于母公司净利润约 10.40 亿, 同比增长 21.5%, 对应 EPS1.59 元, 分配方案为拟每 10 股派 7 元。

投资要点:

- **12 年业绩增长符合市场预期。**公司 1-12 月实现营收 30.56 亿, 同比增长 10.77%。剔除商业子公司影响, 公司 12 年营收同比增长 22.28%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润 9.38 亿, 对应 EPS1.43 元, 同比增长 15.89%。业绩稳健增长的主要原因是阿胶及系列产品增长所致。销售和管理费用率分别增加 3.21 和 2.56 个百分点, 经营现金流延续较好状况;
- **第 4 季度费用率同比增加较多。**第 4 季度营收为 11.95 亿, 同比增长约 33%, 销售费用率同比增加 1 个百分点至 34.34%, 主要是加大了促销活动力度。管理费用率同比提升 8.45 个百分点至 15.41% 主要研发费用增加较多所致;
- **预计阿胶块和复方阿胶浆今年将实现价量齐升。**阿胶及系列产品 12 年营收约 28.25 亿, 同比增长约 23.4%, 毛利率略微有所增加。各区域来看, 华南地区去年表现最为突出, 收入大幅增长 71.61% 至 4.84 亿。华东、华北、西南等地区也实现了较好增长。具体产品来看:
 - 阿胶块方面, 去年 4 季度以来公司开展的赠品/免费熬胶送辅料活动较好的消化了市场库存, 并将部分原来流失的消费者重新吸引锁定。我们预计阿胶块全年销量为 1700 吨, 同比增长约 20%。今年初公司小幅提价估计是考虑到终端需求恢复进度同时经济复苏的预期, 预计 13 年销量将进一步回升;
 - 复方阿胶浆去年增速约 15%, 在医保药店、县乡等基层放量及提价效应驱动下, 我们预计 13 年收入增速将超过 25%;
 - 12 年桃花姬阿胶糕、水晶枣等保健食品销售收入约 2.3 亿, 实现净利润约 0.20 亿。今后将继续加强电视购物等新渠道, 促使销售快速上量;
- **推荐评级。**我们认为, 公司在品牌、上下游渠道、定价能力方面行业竞争优势突出, 个别新竞争者的出现不会在高端市场构成多少威胁。预计公司 13-15 年 EPS 分别为 2.01、2.45 元和 2.97 元, 同比分别增长 27%、22% 和 21%, 维持推荐的投资评级。
- **风险提示:** 驴皮资源紧缺。

6-12 个月目标价:

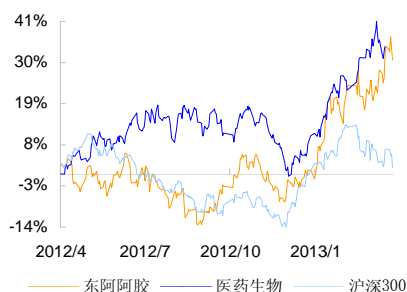
当前股价: 52.10 元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2236.62
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	653
流通市值(亿)	340
EPS	1.59
每股净资产(元)	6.49
资产负债率	19.05%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	11.32	30.74	34.11
医药生物	2.68	25.86	15.35
沪深 300 指数	-3.84	0.61	8.81



相关报告

东阿阿胶 - 下半年业绩增速可望加快
2012-04-24
东阿阿胶 - 未来阿胶块和浆有望价升量增
2012-03-08

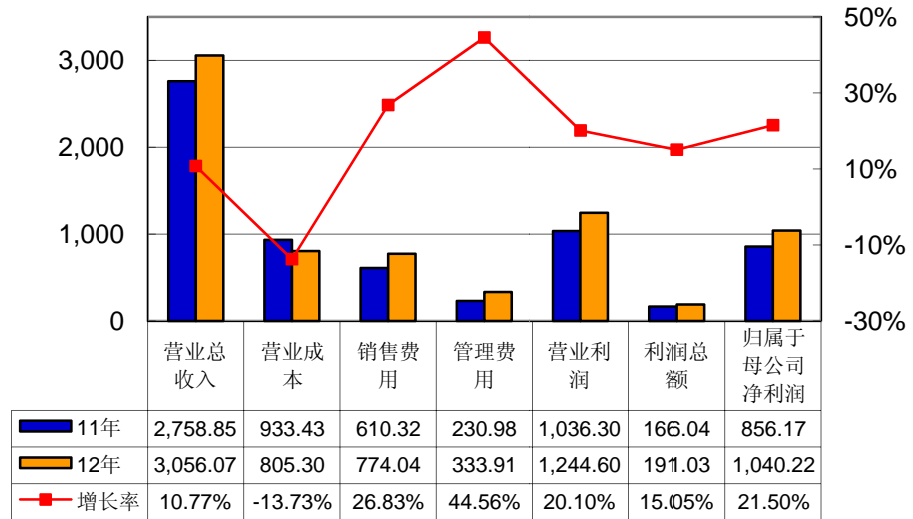
2015E

5143
16%
1940
21%
75.4%
22.4%
2.97
17.56
3.94
13

一、主要财务数据的解读

东阿阿胶 1-12 月实现营收 30.56 亿，同比增长 10.77%；实现归属于上市公司股东净利润 10.40 亿，对应 EPS1.59 元，同比增长 21.5%。

图 1：东阿阿胶 12 年主要盈利性指标变化情况（单位：百万）



数据来源：公司 12 年报 中投证券研究总部

从分项指标来看：

剔除商业子公司影响，公司 12 年营业收入同比增长 22.28%，营业成本增长 16.18%，主要系阿胶及系列产品稳增长所致；

销售费用增长快于营收，主要是加强了市场推广及广告投入。管理费用增速较快系研发投入增加；

利润总额和归属于母公司净利润增长基本同步于医药工业增速；

除了表中所列数据外，东阿阿胶 12 年经营现金流净额同比增长 20.9%，达到 8.58 亿，显示销售回款状况良好；

从季度数据来看，12 年 4 季度营收环比大幅增长，主要是公司下半年以来对阿胶块采取了较大力度的促销活动，销售费用率也有明显上升。管理费用率提升较多主要是对阿胶及系列产品研发投入增加较多。

表 1: 东阿阿胶季度盈利性数据 (单位: 百万)

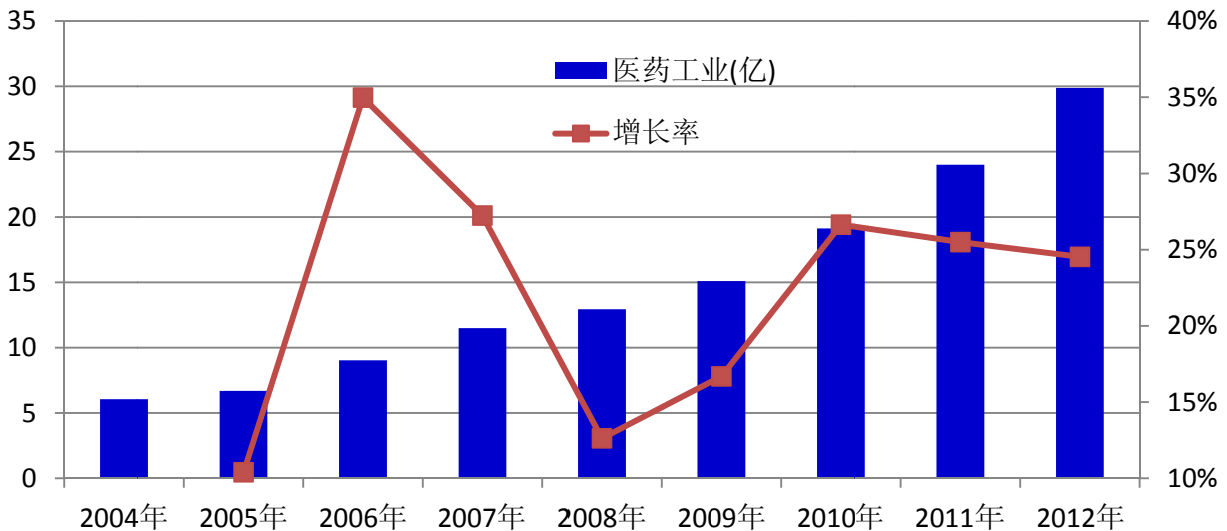
财务指标	11 年 3Q	11 年 4Q	12 年 1Q	12 年 2Q	12 年 3Q	12 年 4Q	4Q 环比
营业收入	582.92	895.93	713.83	434.90	712.10	1,195.24	67.85%
营业成本	198.03	263.25	176.33	147.50	205.09	276.37	34.76%
营业费用	121.21	299.52	114.09	88.10	161.44	410.40	154.21%
管理费用	63.01	62.32	44.60	57.72	47.38	184.21	288.78%
财务费用	-6.28	-5.50	-2.74	-7.28	-4.22	-7.25	71.64%
营业利润	205.93	290.03	397.61	165.74	328.40	341.28	3.92%
利润总额	207.06	293.99	397.66	165.81	336.39	344.74	2.48%
所得税	39.77	46.65	61.14	29.58	60.57	39.74	-34.38%
归属于母公司净利润	163.41	243.23	333.17	132.79	272.86	301.39	10.45%
EPS	0.250	0.372	0.509	0.203	0.417	0.461	10.45%
毛利率	66.03%	70.62%	75.30%	66.08%	71.20%	76.88%	5.68%
营业费用率	20.79%	33.43%	15.98%	20.26%	22.67%	34.34%	11.66%
管理费用率	10.81%	6.96%	6.25%	13.27%	6.65%	15.41%	8.76%
实际所得税率	19.21%	15.87%	15.37%	17.84%	18.01%	11.53%	-6.48%

资料来源: 东阿阿胶 11-12 年报表 中投证券研究总部

二、核心业务增长状况

医药工业方面, 12 年实现销售收入约 29.88 亿, 其中阿胶及系列产品营收为 28.25 亿, 同比增长 23.40%, 毛利率提升 0.21% 至 71.04%;

图 2: 东阿阿胶历年医药工业增长情况



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

各区域来看, 华南地区去年表现最为突出, 销售收入大幅增长 71.61% 至 4.84 亿。华东、华北、西南等地区也实现了较好增长。

具体产品来看, 阿胶块方面, 去年 4 季度以来, 公司开展的赠品/免费熬胶送

辅料活动较好的消化了市场库存,并将部分原来流失的消费者重新吸引锁定。我们估计阿胶块全年销量为 1700 吨,同比增长约 20%。今年初公司小幅提价估计是考虑到终端需求恢复进度同时经济复苏的预期,预计 13 年销量有望进一步回升;

复方阿胶浆去年增速约 15%,在医保药店、县乡等基层放量及提价效应驱动下,我们预计 13 年收入增速将超过 25%;

12 年桃花姬阿胶糕、水晶枣等保健食品销售收入约 2.3 亿,实现净利润约 0.20 亿。今后将继续加强电视购物等新渠道,促使销售快速上量。

三、前景预期和盈利预测

我们认为,公司在品牌、上下游渠道、定价能力方面行业竞争优势突出,个别新竞争者的出现不会在高端市场构成多少威胁,阿胶块和复方阿胶浆今年将实现价量齐升的较好局面。

预计公司 13-15 年 EPS 分别为 2.01、2.45 元和 2.97,同比分别增长 27%、22% 和 21%,维持推荐的投资评级。

表 2: 东阿阿胶主营业务预测 (单位: 百万)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入					
阿胶及系列	2047.01	2453.90	2959.81	3523.24	4065.48
保健食品	256.00	226.00	316.40	442.96	575.85
其它产品	400.91	370.00	407.00	447.70	492.47
其它业务收入	54.93	8.20	8.61	9.04	9.49
合计	2758.85	3058.10	3691.82	4422.94	5143.29
毛利率					
阿胶及系列	72.66%	78.33%	79.88%	81.07%	81.62%
保健食品	48.51%	50.42%	50.42%	50.42%	50.42%
其它产品	47.73%	57.57%	55.64%	54.83%	54.01%
其它业务收入	41.12%	41.46%	41.46%	41.46%	41.46%
合计	66.17%	73.66%	74.59%	75.26%	75.41%

数据来源: 公司历年年报 中投证券研究总部

表 3: 阿胶块 2004 年以来价格上涨情况 (单位: 元/Kg)

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
出厂价	158	158	205	275	320	393	596	954	1049	1110
涨幅	20%	0	30%	34%	16%	23%	52%	60%	10%	6%

数据来源: 公司公告 中投证券研究总部 注: 2013 年截止到 3 月 31 日

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4169	4718	6140	7915
现金	2688	4029	5258	6810
应收账款	104	131	132	170
其他应收款	196	96	140	207
预付账款	86	74	100	117
存货	401	315	426	516
其他流动资产	696	72	85	96
非流动资产	1156	1856	1979	1982
长期投资	119	95	102	105
固定资产	522	749	911	982
无形资产	152	152	153	153
其他非流动资产	363	860	813	742
资产总计	5326	6574	8120	9897
流动负债	933	843	997	1025
短期借款	0	0	0	0
应付账款	171	156	207	225
其他流动负债	762	687	790	800
非流动负债	82	84	83	83
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	82	84	83	83
负债合计	1014	927	1080	1108
少数股东权益	65	85	108	136
股本	654	654	654	654
资本公积	689	689	689	689
留存收益	2904	4220	5589	7310
归属母公司股东权益	4247	5563	6932	8653
负债和股东权益	5326	6574	8120	9897

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	858	2057	1555	1760
净利润	1054	1336	1629	1968
折旧摊销	64	68	92	111
财务费用	-22	-34	-46	-60
投资损失	-116	-45	-81	-63
营运资金变动	-139	714	-44	-199
其他经营现金流	16	17	4	3
投资活动现金流	545	-736	-136	-49
资本支出	281	300	200	100
长期投资	704	473	7	3
其他投资现金流	1531	37	71	54
筹资活动现金流	-218	20	-190	-159
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-21	0	0	0
其他筹资现金流	-197	20	-190	-159
现金净增加额	1185	1341	1229	1552

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3056	3692	4423	5143
营业成本	805	938	1094	1265
营业税金及附加	42	37	40	41
营业费用	774	886	1084	1183
管理费用	334	325	420	463
财务费用	-22	-34	-46	-60
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	116	45	81	63
营业利润	1233	1585	1912	2315
营业外收入	17	5	11	8
营业外支出	5	8	7	7
利润总额	1245	1581	1916	2315
所得税	191	245	287	347
净利润	1054	1336	1629	1968
少数股东损益	13	20	23	28
归属母公司净利润	1040	1316	1606	1940
EBITDA	1276	1619	1958	2365
EPS (元)	1.59	2.01	2.45	2.97

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.8%	20.8%	19.8%	16.3%
营业利润	19.6%	28.5%	20.7%	21.1%
归属于母公司净利润	21.5%	26.5%	22.0%	20.8%
获利能力				
毛利率	73.6%	74.6%	75.3%	75.4%
净利率	34.0%	35.7%	36.3%	37.7%
ROE	24.5%	23.7%	23.2%	22.4%
ROIC	66.8%	125.5%	132.3	137.9%
偿债能力				
资产负债率	19.0%	14.1%	13.3%	11.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.47	5.60	6.16	7.72
速动比率	4.04	5.22	5.73	7.22
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.62	0.60	0.57
应收账款周转率	36	30	32	32
应付账款周转率	5.69	5.74	6.03	5.86
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.01	2.45	2.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	3.15	2.38	2.69
每股净资产(最新摊薄)	6.49	8.51	10.60	13.23
估值比率				
P/E	32.76	25.89	21.22	17.56
P/B	8.02	6.13	4.92	3.94
EV/EBITDA	25	19	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，10 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434