

东阿阿胶（000423）季报点评

第三季度扣非后净利润提升明显，盈利能力逐渐增强

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

联系人：刘阳

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年11月01日

www.lxzq.com.cn

事件：

2013年前三季度，公司实现营业收入28.52亿元，同比增长53.24%；营业成本10.56亿元，同比增长99.6%；实际归属于母公司的净利润8.61亿元，同比增长16.47%；归属母公司所有者净资产46.49亿元，同比增长9.48%；基本每股收益1.32元。

点评：

1、控股广东益建健康产业有限公司，毛利率下降，收入贡献增加。华东地区和以“广东”为核心的华南地区是阿胶产品的主要终端消费地区，近几年公司的阿胶系列产品在华东和华南两个区域的销售占比达到60-70%，2013年上半年华南区域销售额达到30.3%。2013年1月，公司通过非同一控制企业合并收购广东益建健康产业有限公司11%的股权，进而取得了广东益建51%的股权，实现控股。

广东益建主要负责药材产品的销售业务，今年前三季度广东益建营业收入贡献较大，占公司总收入的18%-20%左右，这是公司前三季度公司营业收入同比增长53.24%的主要原因。由于广东益建属于医药商业企业，毛利率较低只有5%-7%左右，这是公司综合毛利率下降8.6个百分点至62.98%、净利润增速大幅落后于收入增速的主要原因。虽然利润增速下降，但布局广东可以提高公司产品在华南地区的销售实力，有利于保障净利润额度的增加。

2、费用率下降抵消毛利率下降影响，扣非后净利润增长明显。公司前三季度得益于财务费用率和销售费用率下降，综合费用率下降0.51个百分点；同时计提坏账准备减少使得资产减值损失同比减少73%，部分抵消了毛利率下降对公司产生的影响。公司前三季度扣除非经常性损益后的净利润同比增长25.77%，其中第三季度扣非后净利润同比增长32.17%，表明第三季度公司盈利能力提升明显。

3、阿胶产品提价抵消驴皮涨价带来的影响。随着国内阿胶产能增长、驴皮用量增加，养驴成本上升等一系列因素影响，国内驴皮价格已从2009年20元/千克上涨至2012年的超过80元/



联讯证券

千克，特别是今年以来驴皮价格涨幅过大，目前已达160-170元/千克左右。驴皮占阿胶生产成本35-40%左右，原材料价格上涨给制胶企业带来了成本压力。东阿阿胶目前的存货规模不断扩大，且成本核算采用的是移动加权平均法，驴皮价格的波动会在不同年份间有一定的平滑，预计公司驴皮加权价格同比提升70%左右。面对成本压力，公司于今年1月和7月将出厂价分别上调6%和25%，相对于2012年底，阿胶块今年上半年的出厂价同比提升6%、下半年的出厂价同比上调32.5%，售价上调抵消了成本上涨带来的不利影响。

由于目前进入阿胶产品生产的企业越来越多、竞争逐渐激烈，预计未来公司大幅涨价的可能性较低，而是会偏向于类似成本加成的方式，依照驴皮等原料价格的上升情况而适当调整价格。公司目前有自己的养殖基地同时也从国外进口需求量15%左右的驴皮，在一定程度上可以进一步平滑原料价格，使原料价格涨幅处于业内较低水平，保障了毛利率维持在较好的水平。即使提价在一定程度上会流失一部分客户、使得销量有所下降，但公司产品历史悠久、口碑较好，特别是熬胶活动在一定程度上也提升了客户粘性，最终销售收入会保持平稳增长。

4、旺季来临，阿胶及其系列产品增长可期。冬季是阿胶产品的需求旺季，随着提价影响逐步消化，公司阿胶产品在冬季有望保持较好的销售增长。同时公司通过改良包装、增加营销渠道等方法，使得桃花姬为代表的阿胶系列产品销售增长明显，未来增长依然可期。

5、盈利预测。预计公司2013-2015年净利润增速分别为15.5%、22.1%和20.1%，EPS分别为1.84、2.24和2.69元，目前股价对应PE分别为23、19和16倍。公司未来业绩增长平稳，维持“增持”评级。

6、风险提示：1) 阿胶产品竞争激烈风险；2) 驴皮等原材料价格急剧上涨风险。

图表1 盈利预测表

单位：百万元	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
营业收入	2758.8	3056.1	4634.3	5684.8	6694.0
增速%	12.0%	10.8%	51.6%	22.7%	17.8%
营业成本	933.4	805.3	1633.0	2000.2	2351.7
毛利率%	66.2%	73.6%	64.8%	64.8%	64.9%
销售费用	610.3	774.0	1135.4	1385.9	1613.3
管理费用	231.0	333.9	477.3	568.5	629.2
财务费用	-21.5	-21.5	-60.2	-45.5	-40.2
营业利润	1030.5	1233.0	1431.3	1745.9	2095.1
利润总额	1036.3	1244.6	1440.9	1756.2	2105.2
归属于母公司的净利润	856.2	1040.2	1201.6	1466.7	1761.9
增速%	47.1%	21.5%	15.5%	22.1%	20.1%
基本每股收益（元）	1.31	1.59	1.84	2.24	2.69

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。