

## 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)

2014年01月15日

# 稳步提价，估值吸引

证券分析师：胡博新

0755-82133263

hubx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512060001

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

## 事项：

公告：出于可持续发展的需求，以及对行业上下游良性发展规律的尊重，公司决定自1月14日起，上调阿胶出厂价19%，零售价做相应的调整。

**国信观点：**近年来公司渠道掌控能力、品牌塑造及终端服务意识不断提升，使得阿胶块在屡次提价后均成功保障了销量稳定，此次提价19%后预计也不会带来销量的大幅波动。在此基础上，公司依靠“阿胶块价格及品牌提升+衍生品销售放量”策略，足以支撑年均业绩20%以上的稳定成长。我们维持前期盈利预测，13~15年EPS1.99/2.4/2.83元，业绩存在向上弹性。当前股价对应市盈率13-15年19x/16x/13x，经过长期调整，目前估值吸引，中长线投资价值仍然突出，维持“推荐”评级。

## 评论：

### ■ 阿胶块稳步提价，加大营销投入保障销量稳定

提价幅度和进度均符合市场预期。阿胶块此次提价19%，幅度在20%以内，符合市场预期。提价时机选择与最近三年提价时点基本一致，都定在1月初，主要考虑春节前后终端销量大，消费者易于接受新的价格。

表 1：历年东阿阿胶阿胶块提价情况（单位：元/kg）

提价时间	04	05	06M5	07M1	07M11	08M1	09M4	09M9	10M1	10M5	10M10	11M1	12M1	13M1	13M7	14M1
出厂价	132	158	196	255	275	324	359.4	392	516	542	596	954	1049	1112	1390	1655
提价幅度		20%	24%	30%	8%	18%	11%	9%	32%	5%	10%	60%	10%	6%	25%	19%
最高零售价	200	228	300	360	360	360	360	504	806	806	806	1500	1650	1749	2186	2602

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

**终端维护投入加大，确保提价后销量稳定。**13年公司连续两次提价，累计提价幅度达32%。公司通过加大终端投入以稳定销量，免费熬胶服务从7月起已经启动，较12年提前2个月，13年熬胶量达200~300吨。在终端需求拉动下，预计13年全年销量在1700~1800吨之间，和12年基本持平，如果12月不控货，销量还会有所增长。从华南等地区批发数据来看，13年前3季度销量保持了30%的快速增长，阿胶块的动销良好，为14年持续提价奠定良好市场基础。此次提价19%，公司终端营销投入也会相应加大，保障销量稳定。

**渠道库存健康，此次提价有望较快速执行到位。**为保障渠道库存健康以实施提价，从13年12月起公司已开始控货，经过1个多月控货，渠道库存较为健康。经销商有一定的提价预期，但不像10和11年做大量的库存应对大幅提价。此次提价后，新价格预计1~2个月逐步执行到位。

**稳步提价支撑业绩成长。**由于上游驴皮资源的紧缺，公司坚持走价值回归的策略。我们预计未来1~2年，阿胶块仍会保持每年20%~30%的稳步提价幅度。销量方面，借助终端营销的维护保持稳定。在阿胶块销量稳定基础上，每年稳步提价足以支撑公司业绩20%左右的稳定成长。

### ■ 更看好衍生品潜力，桃花姬 14 年有望继续放量

复方阿胶浆销量有望恢复。复方阿胶浆因为 13 年提价，各地方价格备案进度不一，部分 OTC 渠道利益受损，13 年销量受到一定影响。随着终端价格调整到位，以及医院渠道拉动，预计 14 年销量会有恢复性增长。

桃花姬有望继续放量。13 年公司推出符合快销市场的小包装桃花姬阿胶糕，并在山东，北京等试点推广。目前北京超市反应良好，快销比例大幅提升。14 年桃花姬试点城市还会进一步扩大，上海和广州有望从今年开始，15 年有望向全国推广，未来销售规模有望达到 5-10 亿元。

### ■ 业绩增长稳定，估值偏低，维持中长线“推荐”评级

基于优良品质，东阿阿胶在终端市场具有一定的品牌忠诚度，提价后公司通过加大免费熬胶以及其它推广服务方式，抓住了高端消费人群。近年来公司渠道掌控能力、品牌塑造及服务意识不断提升，阿胶块屡次提价后成功保障了销量稳定，此次提价后预计也不会带来销量的大幅波动。在此基础上，公司依靠“阿胶块价格及品牌提升+衍生品的放量”策略，足以支撑年均业绩 20% 以上的稳定成长。我们维持前期盈利预测，13~15 年 EPS1.99/2.4/2.83 元。公司当前股价对应市盈率 19x/16x/13x，经过长期调整，目前估值安全，中长线投资价值仍然突出，维持 中长线“推荐”评级。

表 2: 东阿阿胶分产品收入预测

单位: 百万	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>阿胶及系列</b>										
收入	701.0	953.6	1051.2	1262.0	1616.1	2289.4	2825.0	3455.9	4336.0	5296.6
收入增长率		36.0%	10.2%	20.1%	28.1%	41.7%	23.4%	22.3%	25.5%	22.2%
毛利率	68.4%	67.2%	64.63%	66.9%	69.7%	75.2%	72.9%	72.9%	72.9%	71.7%
<b>1、阿胶块</b>	<b>313</b>	<b>464</b>	<b>512</b>	<b>581</b>	<b>815</b>	<b>1252</b>	<b>1597</b>	<b>2052</b>	<b>2627</b>	<b>3284</b>
增长率		48%	10%	13%	40%	54%	28%	29%	28%	25%
出厂均价 (元/kg)	157	221	277	306	453	815	897	1130	1446	1808
增长率		41%	25%	10%	48%	80%	10%	26%	28%	25%
销量 (吨)	2000	2100	1850	1900	1800	1535	1781	1816	1816	1816
<b>2、复方阿胶浆</b>	<b>320</b>	<b>400</b>	<b>430</b>	<b>559</b>	<b>671</b>	<b>805</b>	<b>966</b>	<b>1024</b>	<b>1177</b>	<b>1295</b>
增长率		25%	8%	30%	20%	20%	20%	6%	15%	10%
<b>3、保健食品等</b>	<b>67.6</b>	<b>89.9</b>	<b>108.9</b>	<b>122.2</b>	<b>130.0</b>	<b>232.9</b>	<b>262.1</b>	<b>379.6</b>	<b>531.4</b>	<b>717.4</b>
<b>药用辅料</b>										
收入	44.7	47.2	54.6	53.2	58.0	56.8	67.1	80.5	96.6	115.9
增长率		5.5%	15.7%	-2.6%	9.1%	-2.1%	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	19.0%	21.6%	19.7%	23.1%	23.1%	18.9%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
<b>医疗器械</b>										
收入	30.3	39.1	49.2	75.5	78.0	85.8	112.5	135.0	162.0	194.4
增长率		29.1%	25.7%	53.4%	3.4%	10.0%	31.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	41.2%	42.1%	46.8%	52.5%	52.5%	41.4%	36.3%	36.3%	36.3%	36.3%
<b>内部抵消</b>										
收入	(153)	(226)	(215)	(216)	(237)	(309)	(328)	(344)	(361)	(379)
增长率		48.1%	-5.1%	0.7%	9.7%	30.4%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-1.3%	10.5%	-4.9%	-1.2%	-1.2%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
<b>医药商业</b>										
收入	263.2	368.8	481.6	648.6	537.0	288.8				
增长率		40.1%	30.6%	34.7%	-17.2%	-46.2%				
毛利率	4.5%	3.7%	4.1%	4.2%	3.8%	7.6%				
<b>其他</b>										
收入	130.5	114.2	169.6	149.1	217.0	288.7	369.5	406.4	447.0	491.7
增长率		-12.5%	48.6%	-12.1%	45.6%	33.0%	28.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	43.1%	29.4%	30.5%	27.2%	27.2%	37.0%	44.8%	44.8%	44.8%	44.8%
<b>收入合计</b>	<b>1076.0</b>	<b>1381.4</b>	<b>1686.0</b>	<b>2072.1</b>	<b>2455.2</b>	<b>2758.8</b>	<b>3056.1</b>	<b>3746.0</b>	<b>4733.5</b>	<b>5773.5</b>
增长率		28.4%	22.1%	22.9%	18.5%	12.4%	10.8%	22.6%	26.4%	22.0%
毛利率	55.8%	53.2%	49.6%	48.9%	55.0%	66.2%	73.6%	73.6%	70.7%	69.7%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2688	3162	3949	4944
应收款项	352	308	389	475
存货净额	401	330	460	584
其他流动资产	729	1228	1551	1892
<b>流动资产合计</b>	<b>4169</b>	<b>5028</b>	<b>6350</b>	<b>7896</b>
固定资产	809	888	982	1063
无形资产及其他	152	146	140	133
投资性房地产	77	77	77	77
长期股权投资	119	119	119	119
<b>资产总计</b>	<b>5326</b>	<b>6258</b>	<b>7666</b>	<b>9287</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	171	167	232	295
其他流动负债	762	768	992	1229
<b>流动负债合计</b>	<b>933</b>	<b>934</b>	<b>1225</b>	<b>1524</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	82	87	92	97
<b>长期负债合计</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>92</b>	<b>97</b>
<b>负债合计</b>	<b>1014</b>	<b>1021</b>	<b>1317</b>	<b>1621</b>
少数股东权益	65	78	94	113
股东权益	4247	5159	6256	7553
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5326</b>	<b>6258</b>	<b>7666</b>	<b>9287</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.59	1.99	2.40	2.83
每股红利	0.33	0.60	0.72	0.85
每股净资产	6.49	7.89	9.57	11.55
ROIC	26%	32%	41%	45%
ROE	24%	25%	25%	25%
毛利率	74%	74%	71%	70%
EBIT Margin	36%	38%	37%	36%
EBITDA Margin	38%	40%	39%	38%
收入增长	11%	23%	26%	22%
净利润增长率	21%	25%	20%	18%
资产负债率	20%	18%	18%	19%
息率	1%	2%	2%	2%
P/E	23.6	18.9	15.7	13.3
P/B	5.8	4.8	3.9	3.3
EV/EBITDA	22.1	17.1	14.2	12.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>3056</b>	<b>3746</b>	<b>4734</b>	<b>5774</b>
营业成本	805	991	1385	1751
营业税金及附加	42	52	62	75
销售费用	774	899	1122	1357
管理费用	334	381	432	526
财务费用	(22)	(26)	(32)	(40)
投资收益	116	100	100	100
资产减值及公允价值变动	(6)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1233	1547	1863	2203
营业外净收支	12	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>1245</b>	<b>1552</b>	<b>1868</b>	<b>2208</b>
所得税费用	191	233	280	331
少数股东损益	13	17	20	24
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1040</b>	<b>1303</b>	<b>1568</b>	<b>1854</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>1040</b>	<b>1303</b>	<b>1568</b>	<b>1854</b>
资产减值准备	5	3	1	1
折旧摊销	55	71	90	102
公允价值变动损失	6	2	2	2
财务费用	(22)	(26)	(32)	(40)
营运资本变动	248	(374)	(238)	(245)
其它	6	10	15	18
<b>经营活动现金流</b>	<b>1359</b>	<b>1015</b>	<b>1437</b>	<b>1732</b>
资本开支	(271)	(150)	(180)	(180)
其它投资现金流	365	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>(150)</b>	<b>(180)</b>	<b>(180)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(217)	(391)	(470)	(556)
其它融资现金流	194	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(241)</b>	<b>(391)</b>	<b>(470)</b>	<b>(556)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1185</b>	<b>474</b>	<b>787</b>	<b>996</b>
货币资金的期初余额	1503	2688	3162	3949
货币资金的期末余额	2688	3162	3949	4944
企业自由现金流	964	757	1144	1433
权益自由现金流	1158	779	1172	1467

## 相关研究报告:

- 《东阿阿胶-000423-2013年三季报点评: 大幅提价后, 销量继续稳增》 —— 2013-10-21
- 《东阿阿胶-000423-2013年半年报点评: 销售投入增加, 阿胶块销量稳增》 —— 2013-08-19
- 《东阿阿胶-000423-重大事件快评: 阿胶提价进程加快, 业绩成长更为确定》 —— 2013-07-15
- 《东阿阿胶-000423-调研跟踪报告: 中长期成长趋势不变》 —— 2013-06-18
- 《东阿阿胶-000423-2013年1季报点评: 短期控货调整, 增速略有放缓》 —— 2013-04-26

## 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

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

## 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