



买入

57% ↑

目标价格: 人民币 60.00

原目标价格: 人民币 56.00

000423.CH

股价: 人民币: 38.18

目标价格基础: 25 倍左右 2014 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 阿胶块“提价→成长”的逻辑确立;
- 来如阿胶浆销量恢复增长, 公司业绩增速将会回升, 估值也有进一步提升空间。

主要催化剂/事件

- 阿胶提价后销量不受影响;
- 阿胶浆提价后销量回升。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对				
相对新华富时 A50 指数				

发行股数(百万)	654
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	19,192
3 个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
华润东阿阿胶有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 1 月 14 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

东阿阿胶

阿胶块如期提价, 成长性得到证实

东阿阿胶 2014 年 1 月 14 日公告, 即日起上调阿胶出厂价 19%, 零售价也作出相应调整。公司的提价印证了我们之前的判断, 同时在时间节点和幅度方面略有超预期。我们认为公司对阿胶块的提价说明了两个问题, 一是阿胶块 2013 年的销量符合预期, 二是公司认为阿胶块在价值回归的背景下仍有提价空间。至此, 我们认为阿胶块由提价而来的成长性已经得到验证, 未来的增长预期可以更为明朗。同时, 阿胶浆和保健食品 2014 年的销售情况也将有所好转, 公司长期成长性的逻辑更为通顺。我们小幅上调公司 2013-2015 年的每股收益预测至 1.915、2.384、2.983 元, 上调目标价至 60.00 元, 相当于 25 倍左右 2014 年市盈率, 仍维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- 阿胶块“提价→成长”的逻辑确立: 经历了 2013 年的两次提价以及高端消费品不景气的外部环境后, 公司的阿胶块销量并未受到影响, 我们估计终端消化的速度甚至有小幅提升。事实证明阿胶块提价→成长的逻辑确立。
- 阿胶浆放量仍需等待: 我们估计阿胶浆全年的销售量有明显下滑, 尽管其原因较为复杂, 但是我们认为这种情况在 2014 年并不会重演, 预计 2014 年阿胶浆销量将会止跌。
- 公司估值仍有提升空间: 我们认为公司成长逻辑已经非常清晰, 未来如阿胶浆的销量恢复超预期, 公司估值仍有提升空间。

评级面临的主要风险

- 复方阿胶浆销量恢复速度慢于预期。
- 驴皮价格上涨超预期。

估值

- 我们小幅上调公司 2013-2015 年的每股收益预测至 1.915、2.384、2.983 元, 上调目标价至 60.00 元, 相当于 25 倍左右 2014 年市盈率, 仍维持买入评级不变。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,759	3,056	4,196	5,054	6,202
变动(%)	12	11	37	20	23
净利润(人民币 百万)	856	1,040	1,252	1,559	1,951
全面摊薄每股收益(人民币)	1.309	1.590	1.915	2.384	2.983
变动(%)	47	21	20	24	25
先前预测每股收益(人民币)			1.883	2.313	2.968
调整幅度(%)			2	3	1
全面摊薄市盈率(倍)	29.2	24.0	19.9	16.0	12.8
每股现金流量(人民币)	1.085	1.312	1.865	2.347	2.969
价格/每股现金流量(倍)	35.2	29.1	20.5	16.3	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.4	19.2	14.9	11.3	8.4
每股股息(人民币)	0.300	0.700	0.766	0.954	1.193
股息率(%)	0.8	1.8	2.0	2.5	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

阿胶块如期提价，成长性得到证实

东阿阿胶 2014 年 1 月 14 日公告，即日起上调阿胶出厂价 19%，零售价也作出相应调整。

公司的提价如期而至，一方面印证了我们之前认为阿胶提价可持续的观点，一方面也证实了公司最主要业务——阿胶块的成长逻辑。

我们的判断并不是基于对所谓居民消费能力的空想式猜测，而是综合考虑了 OTC 行业的运行规律以及阿胶产品竞争格局后得出的理性判断。提价是否可持续与臆想中所谓的“天花板”关系不大，毕竟在健康消费升级的过程中，“天花板”其实是在不断提升的。判断提价可持续的最重要因素实际在于提价后行业的竞争格局是否会向着有利于公司的方向发展，这取决于产品地位（或定位）、渠道利益、消费者承受力三大因素。

产品地位：无论如何，事实证明在阿胶块领域东阿阿胶仍然是行业的领导品牌。尽管该行业仍有少数具备一定竞争力的公司，希望通过历史渊源或品牌的综合实力挑战东阿阿胶的领导地位，但是在产品价格、竞争策略的主动性等方面，东阿阿胶无疑做得更为成功。

渠道利益：在既定的行业竞争格局下，东阿阿胶的地位决定了其售价的溢价。简而言之，售价最高，同时给渠道和终端的利润也最为丰厚。尽管竞争者试图通过异常的定价给予渠道更高的毛利率，但如果没有消费者的认可，高毛利率根本无法转化为高毛利，这种尝试终究会以失败而告终。事实亦是如此。

消费者承受力：一方面，健康需求、消费升级、通货膨胀三大因素正不断提升着消费者的承受力；另一方面，阿胶块的服用顺应性差，口味也较差，我们认为日服用金额小幅提升对消费者承受力的考验充其量只能排到第三位。

综合考虑三大因素，我们认为：首先，阿胶块的产品力没有受到打击，反而有所增强；其次，消费者的承受力未收到明显挑战，最保守的估计也仅仅是少量消费者缓慢流失；但是，渠道利益将使得新客户的开发工作大超预期，消费者要门被推荐公司的产品，要么根本买不到别的品牌产品。提价，最终加强了产品的优势地位。

图表 1. 阿胶块提价历史情况

时间	出厂价	提升幅度	最高零售限价 (零售指导价)	提升幅度
2006 年 5 月	196	19	300	0
2007 年 1 月	255	30	360	20
2007 年 11 月	275	8	360	0
2008 年 1 月	324	18	360	0
2009 年 4 月	358	10	360	0
2009 年 9 月	393	10	504	40
2010 年 1 月	432	10	504	0
2010 年 1 月	516	19	504	0
2010 年 5 月	540	5	802	59
2010 年 10 月	596	10	802	0
2011 年 1 月	956	60	1,500	87
2012 年 1 月	1,050	10	1,500	0
2012 年 2 月	1,050	0	1,650	10
2013 年 1 月	1,110	6	1,750	6
2013 年 7 月	1,390	25	2,190	25
2014 年 1 月	1,650	19	2,600	19

资料来源：中银国际研究

图表 2.不同品牌阿胶价格对比

(500g)	东阿阿胶	同仁堂	福胶
1号药网	800*	528	558
开心人	1,098	495	518
金象网	998	509	612
好药师	1,098	548	-

资料来源：中银国际研究

*价格以活动折扣后为准

产品销售情况

我们估计，公司 2013 年阿胶块的出厂销量与 2012 年基本持平，参考终端产品的生产日期，我们认为阿胶块的实际终端销量可能有小幅度的提升。考虑到公司下半年提价后终端售价的迅速跟进，我们估计阿胶块的销售增幅可能在 20% 左右。由于 2014 年初阿胶块一次性提价的影响，我们估计 2014 年阿胶块的销售额可能在 20% 以上，未来阿胶块的增长仍将主要来自于价格的提升。

阿胶浆的销售可能仍未走出困境，其原因也和 OTC 行业的游戏规则密不可分。并不占据绝对优势的产品地位以及并不丰厚的渠道利润，又恰好赶上价格体系、销售体系略有混乱的时期，下滑的销量和销售额并不令人意外。不过考虑到产品价格和销售面临的混乱没有持续性，我们估计 2014 年阿胶浆的销售额将会止跌回升，但提升产品的定位以及渠道利润仍是一项长期工程。

我们估计公司保健食品业务的开拓取得了一定的成绩，2013 年的实际增长可能在 40% 左右。我们认为，较低的基数以及新产品、新包装、新规格的推出将拉动公司保健食品业务的增长，预计未来 3 年保健食品业务仍将保持 30% 以上的增速。

投资逻辑的恢复

在经历的一年对阿胶块成长性的担忧以及对阿胶浆销售的失望后，公司基于成长性的投资逻辑已经支离破碎。对 OTC 行业数据的跟踪本来就是艰巨的任务，如果不能深刻理解行业运行规律的话，相应的预测则更为困难。

本次提价不仅仅意味着 2014 年阿胶块成长性的持续，更为重要的是代表着阿胶块长期成长逻辑的确立。考虑到阿胶浆的恢复性增长与未来的良好前景，保健食品业务也有着不错的增量和增速，我们认为公司的投资逻辑将在 2014 年重新建立。如果阿胶浆销售的恢复超出预期，公司的估值仍会有进一步提升的空间。

风险因素

复方阿胶浆提价进度慢于预期。

驴皮价格上涨超预期。

维持调盈利预测，维持买入评级

我们小幅上调公司 2013-2015 年的每股收益预测至 1.915、2.384、2.983 元，上调目标价至 60.00 元，相当于 25 倍左右 2014 年市盈率，仍维持**买入**评级不变。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,759	3,056	4,196	5,054	6,202
销售成本	(933)	(805)	(1,588)	(1,886)	(2,293)
经营费用	(826)	(1,095)	(1,165)	(1,349)	(1,615)
经营利润(息税前利润)	999	1,156	1,444	1,820	2,294
折旧及摊销	(47)	(55)	(69)	(82)	(91)
息税折旧前利润	953	1,101	1,375	1,738	2,203
净利息收入/(费用)	21	22	24	26	29
其他收益/(损失)	56	110	100	100	100
税前利润	1,036	1,245	1,498	1,864	2,332
所得税	(166)	(191)	(230)	(286)	(358)
少数股东权益	(14)	(13)	(16)	(19)	(23)
净利润	856	1,040	1,252	1,559	1,951
核心净利润	810	938	1,252	1,559	1,951
每股收益(人民币)	1.31	1.59	1.91	2.38	2.98
核心每股收益(人民币)	1.24	1.43	1.91	2.38	2.98
每股股息(人民币)	0.30	0.70	0.77	0.95	1.19
收入增长(%)	12	11	37	20	23
息税前利润增长(%)	48	16	25	26	27
息税折旧前利润增长(%)	45	16	25	26	26
每股收益增长(%)	47	21	20	24	25
核心每股收益增长(%)	49	16	33	24	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,036	1,245	1,498	1,864	2,332
折旧与摊销	47	55	69	82	91
净利息费用	(21)	(22)	(24)	(26)	(29)
运营资本变动	(160)	(141)	6	1	5
税金	(166)	(191)	(230)	(286)	(358)
其他经营现金流	(26)	(88)	(100)	(100)	(100)
经营活动产生的现金流	710	858	1,220	1,535	1,942
购买固定资产净值	(224)	(281)	(210)	(160)	(160)
投资减少/增加	7	2	0	0	0
其他投资现金流	30	824	93	100	100
投资活动产生的现金流	(186)	545	(117)	(60)	(60)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(196)	(196)	(458)	(501)	(624)
其他融资现金流	43	(22)	24	26	29
融资活动产生的现金流	(154)	(218)	(434)	(475)	(595)
现金变动	370	1,185	669	1,000	1,287
期初现金	1,133	1,503	2,688	3,356	4,357
公司自由现金流	523	1,403	1,127	1,501	1,911
权益自由现金流	572	1,403	1,127	1,501	1,910

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,503	2,688	3,356	4,357	5,643
应收帐款	133	352	368	385	404
库存	311	401	441	485	534
其他流动资产	1,334	729	737	747	757
流动资产总计	3,281	4,169	4,902	5,973	7,338
固定资产	582	809	950	1,028	1,096
无形资产	147	152	160	160	160
其他长期资产	217	195	195	195	195
长期资产总计	946	1,156	1,304	1,383	1,452
总资产	4,226	5,326	6,207	7,356	8,789
应付帐款	397	470	504	545	595
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	288	463	491	522	556
流动负债总计	685	933	995	1,067	1,150
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	82	90	90	90
股本	654	654	654	654	654
储备	2,770	3,593	4,387	5,445	6,773
股东权益	3,424	4,247	5,041	6,099	7,427
少数股东权益	51	65	81	100	123
总负债及权益	4,226	5,326	6,207	7,356	8,789
每股帐面价值(人民币)	5.2	6.5	7.7	9.3	11.4
每股有形资产(人民币)	5.0	6.3	7.5	9.1	11.1
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.3)	(4.1)	(5.1)	(6.7)	(8.6)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.2	37.8	34.4	36.0	37.0
息税前利润率(%)	34.5	36.0	32.8	34.4	35.5
税前利润率(%)	37.6	40.7	35.7	36.9	37.6
净利率(%)	31.0	34.0	29.8	30.8	31.5
流动性					
流动比率(倍)	4.8	4.5	4.9	5.6	6.4
利息覆盖率(倍)	254.7	1,508.4	1,883.0	2,381.2	3,018.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.3	4.0	4.5	5.1	5.9
估值					
市盈率(倍)	29.2	24.0	19.9	16.0	12.8
核心业务市盈率(倍)	30.8	26.6	19.9	16.0	12.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	48.5	41.8	31.3	25.2	20.1
市净率(倍)	7.3	5.9	5.0	4.1	3.4
价格/现金流(倍)	35.2	29.1	20.5	16.3	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.4	19.2	14.9	11.3	8.4
周转率					
存货周转天数	98.7	161.3	96.8	89.6	81.1
应收帐款周转天数	22.3	29.0	31.3	27.2	23.2
应付帐款周转天数	28.6	35.7	38.0	36.1	33.7
回报率					
股息支付率(%)	22.9	44.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	27.8	27.1	27.0	28.0	28.8
资产收益率(%)	22.2	22.1	22.0	23.3	24.5
已运用资本收益率(%)	31.1	28.9	29.7	31.2	32.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371