

市场研究部 证券研究报告

2014年3月11日

东阿阿胶 (000423)：2013年业绩稳健，符合预期

东阿阿胶 (000423)
投资评级：推荐

2013年业绩情况

营业收入 40.16 亿元，同比增长 31.42%；归属母公司净利润 12.03 亿元，同比增长 15.64%，每股收益 1.84 元，分配方案为每 10 股派发现金红利 7 元。业绩基本符合预期，比较稳健，产业链外延发展，拓展滋补保健品业务。

分产品来看，阿胶系列稳定增长

阿胶系列产品销售收入 33.3 亿元，同比增长 17.86%。其中，(1) 阿胶块收入在 19 亿元左右，同比增长在 20%，出厂价格 2013 年年初提价 6%，年中提价 25%，为 2014 年业绩打下基础。(2) 复方阿胶浆收入在 8 亿元左右，相比去年没增长。(3) 阿胶衍生品桃花姬销售收入 2 亿元，同比增长 50%，保健品收入 3 亿元，增速在 30% 以上。

毛利率下滑明显，费用控制得当

2013 年公司毛利率 63.48%，同比下降 10.17 个百分点，下滑明显。主要是由于 2013 年驴皮价格上涨过快，虽然公司适时提价，但也有一定滞后性；保健品毛利率相对阿胶块毛利率低，拉低了综合毛利率水平。

销售费用率 20.31%，同比下降 5.02 个百分点，主要是由于广告费用相比去年下降接近 3000 万元，同时市场推广费用增速低于收入增长所致。

管理费用率 8.93%，同比下降 2 个百分点，主要是由于研发费用投入略有增长，职工薪酬没有增长所致。

盈利预测和投资建议

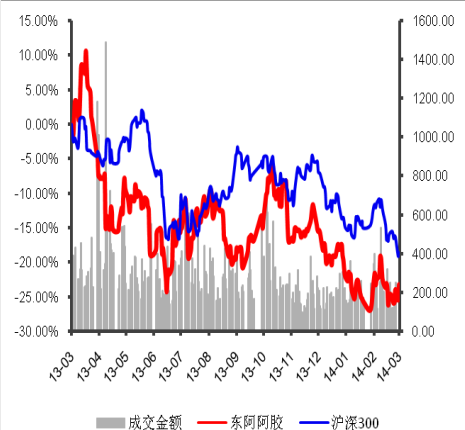
我们预测公司 2014-2016 年公司营业收入分别为 46.9 亿元、55.1 亿元和 64.9 亿元，净利润分别为 14.5 亿元、19.05 亿元和 22.5 亿元，每股收益分别为 2.22 元、2.91 元和 3.44 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 11 倍，估值便宜，给予推荐评级。

风险提示

产品安全事件，驴皮价格继续大幅上涨或者下跌等。

一年来市场表现

截至 2014/3/11



市场数据

2014/3/11

A 股收盘价 (元)	37.31
A 股一年内最高价 (元)	53.75
A 股一年内最低价 (元)	34.95
上证指数	2,001.16
市净率	5.1
总股本 (万股)	65,402
实际流通 A 股 (万股)	65,378
限售的流通 A 股 (万股)	24
流通 A 股市值 (亿元)	243.9

分析师 张科然

执业证书号: S1490513050001

电话: 010-58565075

邮箱: zhangkeran@hrsec.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	3,056.1	4,016.3	4,694.3	5,512.9	6,494.2
同比增长(+/-%)	10.8%	31.4%	16.9%	17.4%	17.8%
营业利润（百万元）	1,233.0	1,418.0	1,699.1	2,229.6	2,632.5
同比增长(+/-%)	19.6%	15.0%	19.8%	31.2%	18.1%
净利润（百万元）	1,053.6	1,219.7	1,452.9	1,905.1	2,248.7
同比增长(+/-%)	21.1%	15.8%	19.1%	31.1%	18.0%
每股收益（元）	1.59	1.84	2.22	2.91	3.44
PE	23.46	20.29	16.80	12.81	10.85
PB	5.75	4.88	3.86	3.05	2.46

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4,169.3	4,082.5	6,144.1	8,060.1	10,371.9
现金	2,687.6	2,213.8	3,785.3	5,361.7	7,265.8
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	52.6	76.4	84.5	99.2	117.3
应收款项	103.7	179.9	177.3	188.0	244.2
其他应收款	195.8	68.2	650.4	768.9	914.4
存货	400.8	551.0	566.9	684.3	834.4
其他	728.8	993.1	879.9	958.1	995.8
非流动资产	1,156.3	1,897.2	1,860.6	1,829.6	1,788.9
长期股权投资	118.8	121.6	121.6	121.6	121.6
固定资产	522.4	641.3	1,155.4	1,101.8	1,049.9
无形资产	151.7	184.2	198.4	218.3	234.0
其他	363.4	950.1	385.1	388.0	383.4
资产总计	5,325.7	7,876.9	9,865.2	11,719.4	13,949.7
流动负债	932.7	798.4	1,497.1	1,681.3	2,019.5
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	170.9	88.6	233.0	235.7	284.8
预收账款	236.9	343.2	247.5	336.0	449.2
其他	524.9	366.5	1,016.6	1,109.6	1,285.6
长期负债	81.7	97.1	108.6	131.1	149.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	81.7	97.1	108.6	131.1	149.5
负债合计	1,014.5	895.4	1,605.7	1,812.4	2,169.0
股本	654.0	654.0	654.0	654.0	654.0
资本公积金	688.5	699.3	699.3	699.3	699.3
留存收益	2,904.3	3,649.3	4,963.9	6,642.4	8,556.8
少数股东权益	64.6	81.9	81.9	81.9	81.9
母公司所有者权益	4,246.6	5,002.4	6,317.0	7,995.5	9,909.9
负债及权益合计	5,325.7	5,979.7	8,004.7	9,889.8	12,160.8

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,056.1	4,016.3	4,694.3	5,512.9	6,494.2
营业成本	805.3	1,466.6	1,643.0	1,764.1	2,078.2
营业税金及附加	41.7	45.5	51.6	60.6	71.4
营业费用	774.0	815.5	938.9	1,102.6	1,298.8
管理费用	333.9	358.7	422.5	496.2	584.5
财务费用	-21.5	-47.8	-48.0	-73.2	-101.0

资产减值损失	5.6	5.6	51.9	3.9	4.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	116.0	45.8	64.8	71.0	74.4
营业利润	1,233.0	1,418.0	1,699.1	2,229.6	2,632.5
营业外收入	16.7	21.9	15.3	17.7	17.9
营业外支出	5.1	2.9	5.2	6.1	4.8
利润总额	1,244.6	1,437.1	1,709.2	2,241.3	2,645.6
所得税	191.0	217.3	256.4	336.2	396.8
净利润	1,053.6	1,219.7	1,452.9	1,905.1	2,248.7
少数股东权益	13.3	16.8	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	1,040.2	1,202.9	1,452.9	1,905.1	2,248.7
EPS (元)	1.59	1.84	2.22	2.91	3.44

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	852.4	873.5	1,634.9	1,693.2	2,096.7
净利润	1,053.6	1,219.7	1,452.9	1,905.1	2,248.7
折旧摊销	64.2	61.4	81.8	83.2	84.4
财务费用	0.1	4.1	-48.0	-73.2	-101.0
投资收益	-114.8	-46.4	-62.5	-68.2	-73.0
营运资金变动	-138.7	-382.4	155.9	-160.3	-74.3
其他	-11.9	17.1	54.8	6.6	11.8
投资活动现金流	545.3	-1,199.9	15.2	14.2	22.3
资本支出	390.1	-911.3	-47.3	-54.0	-50.7
其他投资	155.2	-288.7	62.5	68.2	73.0
筹资活动现金流	-1.4	-427.6	-78.7	-131.0	-214.9
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-21.2	10.8	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	-457.8	-138.2	-226.6	-334.3
其他	19.8	19.4	59.6	95.6	119.4

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	10.8%	31.4%	16.9%	17.4%	17.8%
营业利润	19.6%	15.0%	19.8%	31.2%	18.1%
净利润	21.1%	15.8%	19.1%	31.1%	18.0%
盈利能力					
毛利率	73.6%	63.5%	65.0%	68.0%	68.0%
净利率	34.5%	30.4%	30.9%	34.6%	34.6%

ROE	24.5%	24.0%	23.0%	23.8%	22.7%
ROIC	28.4%	27.3%	26.0%	26.8%	25.5%
偿债能力					
资产负债率	19.0%	15.0%	20.1%	18.3%	17.8%
流动比率	4.47	5.11	4.10	4.79	5.14
速动比率	3.35	3.45	3.24	3.93	4.35
营运能力					
资产周转率	0.57	0.67	0.59	0.56	0.53
存货周转率	2.01	2.66	2.90	2.58	2.49
应收账款周转率	19.55	15.67	17.93	19.19	17.96
每股资料 (元)					
每股收益	1.59	1.84	2.22	2.91	3.44
每股经营现金	1.31	1.34	2.50	2.59	3.21
每股净资产	6.49	7.65	9.66	12.23	15.15
每股股利	0.00	0.70	0.21	0.32	0.44
估值比率					
PE	23.46	20.29	16.80	12.81	10.85
PB	5.75	4.88	3.86	3.05	2.46

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn