

中药 II

东阿阿胶 (000423.SZ) / 41.25 元

大健康优质稀缺标的，2015 年多点发力在即

事项

近期，我们和公司管理层进行了沟通，对公司目前经营状况进行了解，结果如下。

主要观点

- 2015 年业绩具有爆发增长的潜力。**阿胶块主业 15% 增长不是问题，渠道库存历史最低，出厂价去年底前执行到位，今年仅价格同比提升至少 40%，14 年终端动销突出，北京 20%+/广州 30%+/上海 50%+超预期（健康消费需求巨大及其他品牌被动涨价极大提高了消费者价格预期）；复方阿胶浆提价后 48 支装完全替代原有规格，广告和 OTC 渠道（占比 75% 以上）地推加大，全年至少 30% 增长；桃花姬去年提价后至少最后两个月市场缺货，今年 50% 以上增长可期待。
- 直销+电商，新产品新渠道新增量。**近期，公司获得国家商务部颁发的直销经营许可证，直销业务获批作为突破口，公司未来在互联网等新的营销渠道的拓展上会持续加快，医药及保健品营销的互联网模式正在经历探索到成熟的阶段，这都将为公司迎来新的发展机遇。以北京&常州作为电商平台打基础（14 年销售过亿），四胶囊一元浆组建直销团队布局山东图谋全国，小分子阿胶“真颜”主打高吸收、服用方便面向高端客户提升产品力，同时积极拓展非阿胶类滋补产品（鹿茸和人参），打造大健康产品群。
- 聚焦主业，强化上游资源布局。**公司在去年完成了公司产业结构调整，聚焦补血、滋补、保健业务的发展。在上游端，一方面启动世界首例驴基因组测序研究，开展活驴循环经济开发研究；另外，积极拓展聊城区域养驴产业，当地政府提供优惠贷款和养驴补贴，通过成规模驴养殖户的带动，加快“基地+农户”的产业链布局，与此同时积极谋求全球布点拓宽驴皮资源，未来自建与进口驴皮比重将逐渐提高。
- 投资建议：推荐（维持）。**SW 医药板块 2015 年整体估值 32X，SW 中药 III 25X，公司目前对应 2015 年估值仅 16 倍，安全边际充分（预计 2015 年 20% 的增长）；我们上调 2015-2017 年 EPS 为 2.51 元、2.95 元和 3.39 元（增速分别为 20%/18%/15%），目前 41.50 元/股对应的 PE 分别为 16X/14X/12X。作为阿胶细分行业龙头地位巩固，不断提升的品牌力将为公司未来产品延伸提供最有利的“护城河”，公司安全边际充分，2015 年全产品线发力，新渠道新思路新机遇，优质大健康标的，上调目标价：55-60 元（2015 年 23X-25X）。
- 风险提示**
 - 驴皮等原材料价格上涨超预期的风险。
 - 阿胶块销售不及预期的风险。
 - 衍生品推广不及预期风险。

证券分析师：张伟光
 执业编号：null
 Tel：null
 Email：zhangweiguang@jhcq.com
 证券分析师：吴晓雯、彭婷
 Tel：010-66500910

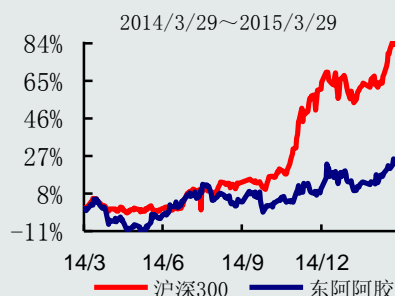
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股) | 65402 |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 65402/0 |
| 资产负债率(%) | 14.0 |
| 每股净资产(元) | 10.72 |
| 市盈率(倍) | 16.59 |
| 市净率(倍) | 3.82 |
| 12 个月内最高/最低价 | 45.56/29.72 |

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

| | |
|---------------------------|------------|
| 《阿胶主业继续稳健，变革中寻找机遇》 | 2015-03-19 |
| 《控股鹿产品公司，拓展非阿胶类滋补保健领域》 | 2014-10-20 |
| 《旺季来临阿胶块提价 53%，超市场预期》 | 2014-09-14 |
| 《上半年主业增长稳健，旺季来临带动销售回暖》 | 2014-08-26 |
| 《复方阿胶浆拟提价不超过 53%，超市场预期》 | 2014-08-18 |
| 《一季度扣非净利增 8.04%，业绩有望触底反弹》 | 2014-04-27 |

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5427 | 5923 | 7388 | 8846 |
| 现金 | 2550 | 3590 | 4783 | 6378 |
| 应收账款 | 117 | 148 | 132 | 140 |
| 其它应收款 | 44 | 46 | 45 | 46 |
| 预付账款 | 213 | 179 | 196 | 188 |
| 存货 | 1464 | 1008 | 1236 | 1122 |
| 其他 | 1039 | 952 | 995 | 974 |
| 非流动资产 | 2033 | 2394 | 2507 | 2700 |
| 长期投资 | 74 | 56 | 65 | 61 |
| 固定资产 | 1326 | 1647 | 1938 | 2103 |
| 无形资产 | 231 | 260 | 291 | 321 |
| 其他 | 402 | 431 | 213 | 215 |
| 资产总计 | 7460 | 8317 | 9895 | 11546 |
| 流动负债 | 1357 | 1106 | 1221 | 1161 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 235 | 162 | 199 | 180 |
| 其他 | 1122 | 944 | 1023 | 981 |
| 非流动负债 | 75 | 58 | 77 | 70 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 75 | 58 | 77 | 70 |
| 负债合计 | 1432 | 1164 | 1298 | 1231 |
| 少数股东权益 | 105 | 113 | 120 | 127 |
| 股本 | 654 | 654 | 654 | 654 |
| 资本公积金 | 714 | 714 | 714 | 714 |
| 留存收益 | 4557 | 5673 | 7109 | 8821 |
| 归属母公司股东权益 | 5925 | 7041 | 8477 | 10188 |
| 负债和股东权益 | 7460 | 8317 | 9895 | 11546 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 655 | 1786 | 1870 | 2276 |
| 净利润 | 1372 | 1639 | 1927 | 2218 |
| 折旧摊销 | 79 | 128 | 160 | 188 |
| 财务费用 | -40 | -42 | -45 | -60 |
| 投资损失 | -102 | -100 | -115 | -120 |
| 营运资金变动 | -683 | 307 | -154 | 84 |
| 其它 | 29 | -147 | 96 | -34 |
| 投资活动现金流 | 401 | -257 | -234 | -233 |
| 资本支出 | -276 | -325 | -294 | -309 |
| 长期投资 | -566 | 12 | -6 | 3 |
| 其他 | 1243 | 56 | 66 | 73 |
| 筹资活动现金流 | -422 | -488 | -442 | -449 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| | -437 | -488 | -442 | -449 |
| | 634 | 1040 | 1193 | 1594 |

利润表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4009 | 4759 | 5563 | 6481 |
| 营业成本 | 1381 | 1642 | 1891 | 2203 |
| 营业税金及附加 | 49 | 59 | 67 | 79 |
| 营业费用 | 751 | 871 | 1018 | 1199 |
| 管理费用 | 372 | 404 | 484 | 572 |
| 财务费用 | -40 | -42 | -45 | -60 |
| 资产减值损失 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 102 | 100 | 115 | 120 |
| 营业利润 | 1592 | 1918 | 2255 | 2598 |
| 营业外收入 | 30 | 26 | 28 | 27 |
| 营业外支出 | 9 | 6 | 7 | 7 |
| 利润总额 | 1613 | 1938 | 2275 | 2618 |
| 所得税 | 241 | 291 | 341 | 393 |
| 净利润 | 1372 | 1646 | 1934 | 2225 |
| 少数股东损益 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 归属母公司净利 | 1366 | 1639 | 1927 | 2218 |
| EBITDA | 1629 | 1989 | 2331 | 2667 |
| EPS (元) | 2.09 | 2.51 | 2.95 | 3.39 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -0.2% | 18.7% | 16.9% | 16.5% |
| 营业利润 | 12.3% | 20.4% | 17.6% | 15.2% |
| 归属母公司净 | 13.5% | 20.0% | 17.6% | 15.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 65.5% | 65.5% | 66.0% | 66.0% |
| 净利率 | 34.2% | 34.6% | 34.8% | 34.3% |
| ROE | 24.6% | 24.9% | 24.5% | 23.5% |
| ROIC | 22.2% | 22.5% | 21.8% | 20.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 19.2% | 14.0% | 13.1% | 10.7% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 4.00 | 5.35 | 6.05 | 7.62 |
| 速动比率 | 2.92 | 4.44 | 5.04 | 6.65 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.60 | 0.60 | 0.61 | 0.60 |
| 应收帐款周转率 | 27.04 | 35.94 | 39.65 | 47.53 |
| 应付帐款周转率 | 8.53 | 8.27 | 10.49 | 11.63 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 2.09 | 2.51 | 2.95 | 3.39 |
| 每股经营现金 | 1.00 | 2.73 | 2.86 | 3.48 |
| 每股净资产 | 9.06 | 10.77 | 12.96 | 15.58 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19.91 | 16.59 | 14.11 | 12.26 |
| P/B | 4.59 | 3.86 | 3.21 | 2.67 |
| EV/EBITDA | -1.50 | 11.92 | 9.66 | 7.85 |

资料来源：公司报表、华创证券

医药组分析介绍

张伟光：工学硕士，曾就职于华润北药集团，从事医药研发工作两年。2011 年进入华创证券，2012 年加入华创医药组。

吴晓雯：北京大学生物医学&英语学士，金融信息工程硕士，2011 年进入证券行业从事医药行业研究，2014 年加入华创证券，主要负责化学制剂、医药商业行研究。

彭婷：曾就职于平安资产管理公司股票投资部，2011 年加入华创证券从事快速消费品行业研究，2013 年加入华创医药组。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|-------------|-----|--------|---------------|-----------------------|
| 北京机构 销售部 | 王韦华 | 销售副总监 | 010-66280827 | wangweihua@hczq.com |
| | 翁 波 | 销售经理 | 010-66500810 | wengbo@hczq.com |
| | 张春会 | 销售经理 | 010-66500838 | zhangchunhui@hczq.com |
| | 王 勇 | 销售经理 | 010-66500810 | wangy@hczq.com |
| | 张 弋 | 销售助理 | 010-66500809 | zhangyi@hczq.com |
| 广深机构 销售部 | 张 娟 | 销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hczq.com |
| | 郭 佳 | 销售经理 | 0755-82871425 | guojia@hczq.com |
| | 张昱洁 | 销售助理 | 0755-83711905 | zhangyujie@hczq.com |
| | 汪丽燕 | 销售助理 | 0755-83715429 | wangliyan@hczq.com |
| | 林芷璇 | 销售助理 | 0775-82027731 | linzhiwan@hczq.com |
| 上海机构 销售部 | 李茵茵 | 高级销售经理 | 021-50589862 | liyinyin@hczq.com |
| | 熊 俊 | 高级销售经理 | 021-50329316 | xiongjun@hczq.com |
| | 简佳 | 高级销售经理 | 021-31118832 | jianjia@hczq.com |
| | 沈晓瑜 | 销售经理 | 021-50497772 | shenxiaoyu@hczq.com |
| | 张佳妮 | 销售助理 | 021-58450029 | zhangjiani@hczq.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558