证券研究报告—动态报告

医药保健

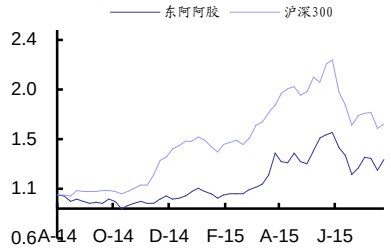
制药与生物

东阿阿胶（000423） 买入

2015 年半年报点评 （维持评级）

2015 年 08 月 13 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	654/654
总市值/流通（百万元）	34,009/33,993
上证综指/深圳成指	3,928/13,323
12 个月最高/最低元）	62.40/32.37

相关研究报告:

《国信证券-东阿阿胶-000423-2013 年年报点评：稳定增长，估值极具吸引力-140311》——2014-03-12

《东阿阿胶-000423-重大事件快评：阿胶块稳步提价，支撑业绩成长》——2014-01-15

《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

证券分析师：江维娜
电话：021-60933157
E-MAIL：jiangw n@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

证券分析师：邓周宇
电话：0755-82133263
E-MAIL：dengzy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

财报点评

提价助成长，高端保盈利，低估买入

- **2015H1 净利润+24.3%，业绩略超预期**

2015 年上半年东阿阿胶主营收入 25.47 亿元（+47.53%）；归母净利润 7.72 亿，（+24.26%）。EPS 为 1.18 元（+24.25%），略超我们的预期。今年上半年扭转去年业绩成长的颓势，这主要是公司去年 8-9 月份复方阿胶浆、阿胶块的提价对今年业绩带来的大幅推动。

- **阿胶产品提价后销量略有下滑，未来加大高端市场推广**

公司阿胶系列产品营业营收增幅（+37%）明显低于提价幅度（50%以上），经我们测算，营收占比超 50%的阿胶块提价 52%后，销量下滑 3.7%；复方阿胶浆同样提价 53%，但销售额约增长 30%。目前桃花姬系列产品 4 月提价效果暂未显现，销售额增长 30%左右，预期加上下半年提价 25%影响，全年增长 35%。由于成本端驴皮供给仍在下滑，原料成本上涨迫使终端售价上涨未来仍难以避免，因此公司也在战略性地开发对高价不敏感的高端市场，比如飞机和机场广告投放、打造都市白领消费概念、对高端美颜会所进行定点营销，以期望减轻成本压力。目前来看，阿胶营业成本增速控制良好（+29%），因此毛利率也提升了 1.8pp，但销售费用同比大幅增长 99%，显示出高端市场仍需要大量投入。

- **品牌优势维持强需求，化解成本压力主看消费推广**

公司阿胶品牌优势明显，因此市场认知度和产品需求方面并无大问题。关键在于驴皮供给紧缺造成大幅提价，公司成本压力较大。未来 3-5 年阿胶行业仍将是销量缓下滑，价格继续提升大趋势。而公司的毛驴养殖对公司原料供给助益不明显，主要是要形成赚钱的示范效应，推动农户养殖热情。公司高端推广三线都有，而桃花姬定位都市白领的养生需求，目前推广潜力较大。

- **风险提示**

新产品推广不及预期；消费者不继续接受提价；驴皮供给下滑和提价超预期。

- **品牌优势+提价推动公司战略转移，增长明确**

我们认为公司未来三年内可维持需求稳定，而价格上涨可以通过公司的品牌优势进行高端市场开发维持盈利的明确增长。我们上调公司盈利预测，15-17 年 EPS 为 2.63/3.12/3.80，增长 26%/18%/22%，对应现价 PE 为 19.8x/16.7x/13.7x，合理估值 62-69 元（16 年 PE 20-22x），维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,016	4,009	5,533	6,600	7,813
(+/-%)	31.4%	-0.2%	38.0%	19.3%	18.4%
净利润(百万元)	1,203	1,366	1,721	2,037	2,485
(+/-%)	15.6%	13.5%	26.0%	18.4%	22.0%
摊薄每股收益（元）	1.84	2.09	2.63	3.12	3.80
EBITMargin	34.6%	39.2%	33.2%	33.7%	34.8%
净资产收益率（ROE）	24.0%	23.1%	23.6%	22.8%	22.8%
市盈率（PE）	28.3	24.9	19.8	16.7	13.7
EV/EBITDA	24.1	21.5	18.1	14.8	12.3
市净率（PB）	6.8	5.7	4.7	3.8	3.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

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。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	2550	4248	5144	6832
应收款项	193	455	452	428
存货净额	1464	848	844	1004
其他流动资产	1220	1660	1980	2344
流动资产合计	**5427**	**7210**	**8420**	**10608**
固定资产	1463	1582	1681	1769
无形资产及其他	231	222	213	204
投资性房地产	265	265	265	265
长期股权投资	74	84	89	94
资产总计	**7460**	**9363**	**10669**	**12940**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	235	283	281	335
其他流动负债	1122	1595	1260	1471
流动负债合计	**1357**	**1878**	**1541**	**1806**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	75	75	80	90
长期负债合计	**75**	**75**	**80**	**90**
负债合计	**1432**	**1953**	**1622**	**1896**
少数股东权益	105	111	118	127
股东权益	5922	7299	8929	10917
负债和股东权益总计	**7460**	**9363**	**10669**	**12940**

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	2.09	2.63	3.12	3.80
每股红利	0.70	0.53	0.62	0.76
每股净资产	9.06	11.16	13.65	16.69
ROIC	23%	27%	31%	35%
ROE	23%	24%	23%	23%
毛利率	66%	68%	68%	68%
EBIT Margin	36%	33%	34%	35%
EBITDA Margin	38%	36%	36%	37%
收入增长	0%	38%	19%	18%
净利润增长率	14%	26%	18%	22%
资产负债率	21%	22%	16%	16%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	24.9	19.8	16.7	13.7
P/B	5.7	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	23.2	18.1	14.8	12.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**4009**	**5533**	**6600**	**7813**
营业成本	1381	1792	2140	2531
营业税金及附加	49	72	79	94
销售费用	751	1356	1584	1797
管理费用	372	480	570	673
财务费用	(40)	(85)	(117)	(150)
投资收益	102	100	50	50
资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	(5)	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1592	2014	2389	2918
营业外净收支	21	20	20	20
利润总额	**1613**	**2034**	**2409**	**2938**
所得税费用	241	305	361	441
少数股东损益	7	8	10	12
归属于母公司净利润	**1366**	**1721**	**2037**	**2485**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	**1366**	**1721**	**2037**	**2485**
资产减值准备	0	1	0	0
折旧摊销	74	154	174	192
公允价值变动损失	6	5	5	0
财务费用	(40)	(85)	(117)	(150)
营运资本变动	(348)	436	(645)	(225)
其它	4	5	7	8
经营活动现金流	**1101**	**2322**	**1579**	**2460**
资本开支	(315)	(270)	(270)	(270)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(267)**	**(280)**	**(275)**	**(275)**
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(461)	(344)	(407)	(497)
其它融资现金流	420	0	0	0
融资活动现金流	**(498)**	**(344)**	**(407)**	**(497)**
现金净变动	**336**	**1698**	**896**	**1688**
货币资金的期初余额	2214	2550	4248	5144
货币资金的期末余额	2550	4248	5144	6832
企业自由现金流	649	1880	1152	2007
权益自由现金流	1069	1952	1252	2134

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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±10%之间
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		**纺织/日化/零售**		**互联网**	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				**非金属及建材**	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		**食品饮料**			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		**化工**		**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
徐行余		苏淼	021-60933150		
金融工程		**轻工造纸**			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队			
华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
	唐泓翼 13818243512	刘紫微 13828854899	夏雪 1
	吴国 15800476582	黄明燕 18507558226	
	储贻波 18930809296		
	倪婧 18616741177		