

## 东阿阿胶(000423.SZ)

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): **69.70**

分析师 联系人  
胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn zhangzhe01@r.qizq.com.cn

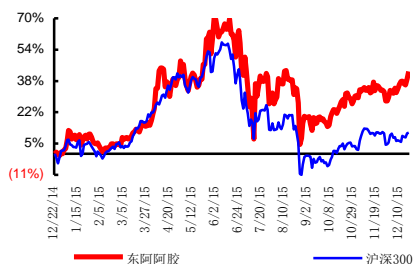
2015年12月20日

### 价值回归持续推进, 关注估值修复行情

#### 基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	51.8
市值(百万元)	33,878
流通市值(百万元)	33,878

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,016.3	4,009.0	5,487.0	6,329.7	7,705.4
营业收入增速	31.42%	-0.18%	36.87%	15.36%	21.73%
净利润增长率	15.64%	13.52%	25.48%	15.68%	19.39%
摊薄每股收益(元)	1.84	2.09	2.62	3.03	3.62
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	21.51	17.86	18.86	16.30	13.65
PEG	1.38	1.32	0.74	1.04	0.70
每股净资产(元)	7.65	9.06	10.88	13.91	17.52
每股现金流量	1.34	1.00	2.84	3.00	3.46
净资产收益率	24.05%	23.06%	24.09%	21.80%	20.65%
市净率	5.17	4.12	4.54	3.55	2.82
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

#### 投资要点

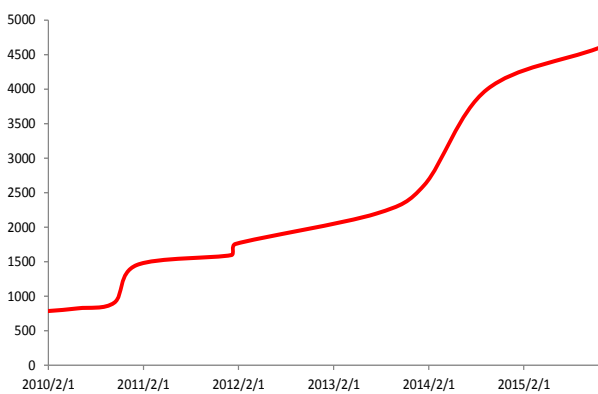
- 核心观点:** 2015年11月17日, 阿胶块等公司重点产品出厂和零售价全线上调15%。由于驴皮供应缺口的持续扩大, 2006年以来东阿阿胶主导价值回归, 通过提价反哺上游原料, 销售价格的提升成为公司收入增长的主要驱动因素。然而驴皮供应下滑未见明显好转, 持续的提价使得公司面临客户流失的风险, 公司的收入和利润增速出现下滑。2014年在收入近十年首次负增长的情况下估值水平达到15x-20x的历史底部。我们认为受到驴皮资源的短缺在短期内无明显改善等系列因素的影响, 东阿阿胶的提价模式仍将持续, 但是随着多次提价后主要消费人群已经升级, 消费者对于产品提价的敏感度有望降低, 公司的利润增速有望回升。当前股价对应2016年仅17xPE, 具备估值修复空间, 给予2016年23xPE, 对应目标价69.70元, “买入”评级。
- 潜在催化剂:** 1) 估值水平处于历史底部, 短期受益于估值修复行情; 2) 阿胶系列产品持续提价, 增厚公司盈利水平; 3) 公司存在一定的国企改革预期。
- 提价模式主导价值回归之路, 驴皮资源供应紧张仍为主要矛盾。** 1) 2015年11月阿胶系列产品全线提价15%, 价值回归之路仍在继续: 2015年11月17日, 公司重点产品阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕出厂和零售价全线上调15%, 阿胶块的终端零售价将上调至4598元/公斤, 这也是公司2010年以来的第12次提价; 2) 驴皮价值持续攀升, 通过提价反哺上游原料: 受到养殖周期长、应用价值尚未充分发掘等一系列因素的影响, 国内养驴农户的年收益率只有15%-20%, 国内驴存栏量的持续下降。2014年国内驴的存栏量只有582.60万头, 同比下降3.44%。驴皮资源持续紧张是阿胶行业发展的最大限制, 东阿阿胶通过提价反哺上游原料, 有助于充分调动上游农户养驴的积极性, 促进阿胶全产业链的健康发展。

**图表 1: 公司阿胶产品 2010 年以来的提价过程**

日期	阿胶块	阿胶浆	桃花姬
2010/2/1	出厂价上调 20%		
2010/5/26	出厂价上调 5%		
2010/10/12	出厂价上调 10%		
2011/1/6	出厂价上调不超过 60%		
2012/1/5	出厂价上调 10%	出厂价上调不超过 30%	
2012/1/20	零售指导价上调 10%		
2013/7/13	出厂价上调 25%		
2014/1/15	出厂价上调 19%		
2014/8/16		零售指导价上调不超过 53%	
2014/9/13	出厂价上调 53%		
2015/4/10			210 克桃花姬出厂价上调 25%
2015/11/17	出厂价上调 15%	出厂价上调 15%	出厂价上调 15%

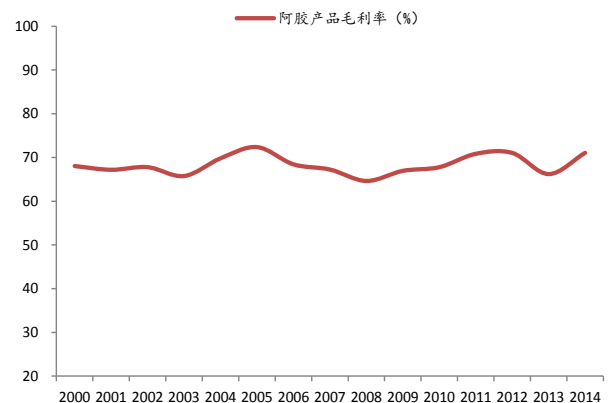
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 2010 年以来阿胶块产品零售价提高近 5 倍**



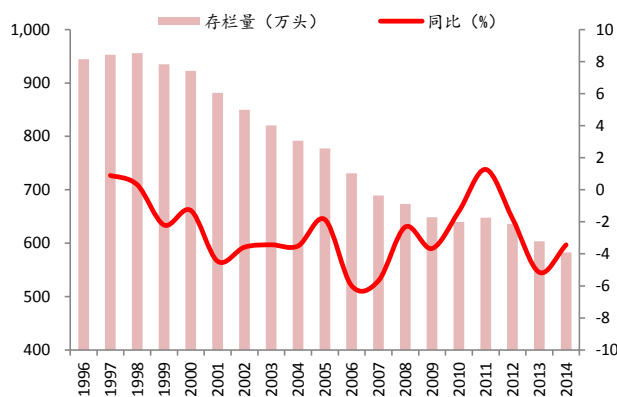
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 提价前后阿胶系列产品毛利率无明显变化**



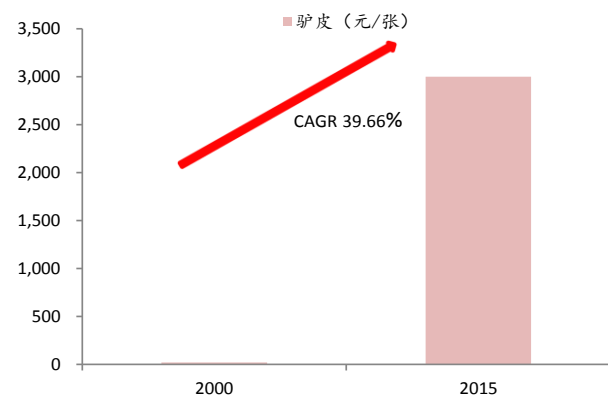
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 国内毛驴存栏量仍每年个位数的速度下滑**



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

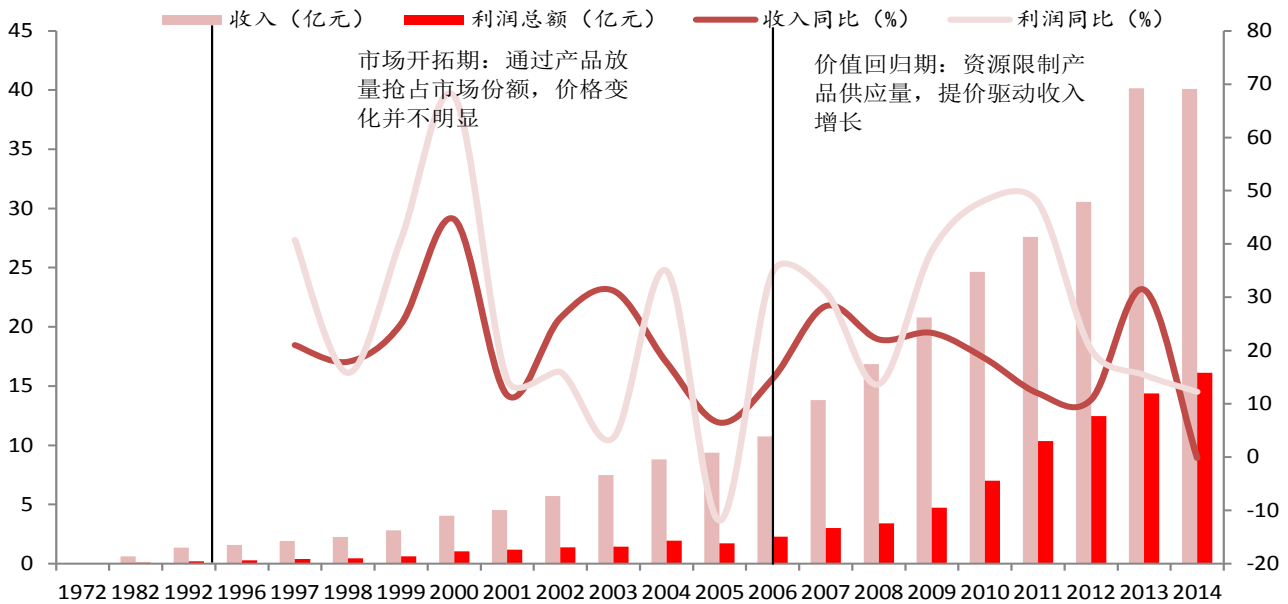
**图表 5: 国内驴皮的收购价格持续上涨**



来源: 草根调研, 中泰证券研究所

- **提价保证收入增长，三大因素驱动提价模式仍可持续：**由于上游驴皮资源的限制，2010年公司阿胶块的产量在1600-1800吨左右，今年总产量仅有1000吨左右。2006年公司主导价值回归以来，公司收入增长的主要驱动因素便是销售价格的提升。基于以下三点原因，1) 驴皮资源的短缺在短期内无法明显改善，阿胶全产业链布局仍需时日；2) 消费升级持续推进，消费者对于产品提价的敏感度有望减低；3) 保健品市场广阔，关注女性健康的保健品发展速度最快；我们认为未来公司的提价模式仍可持续。

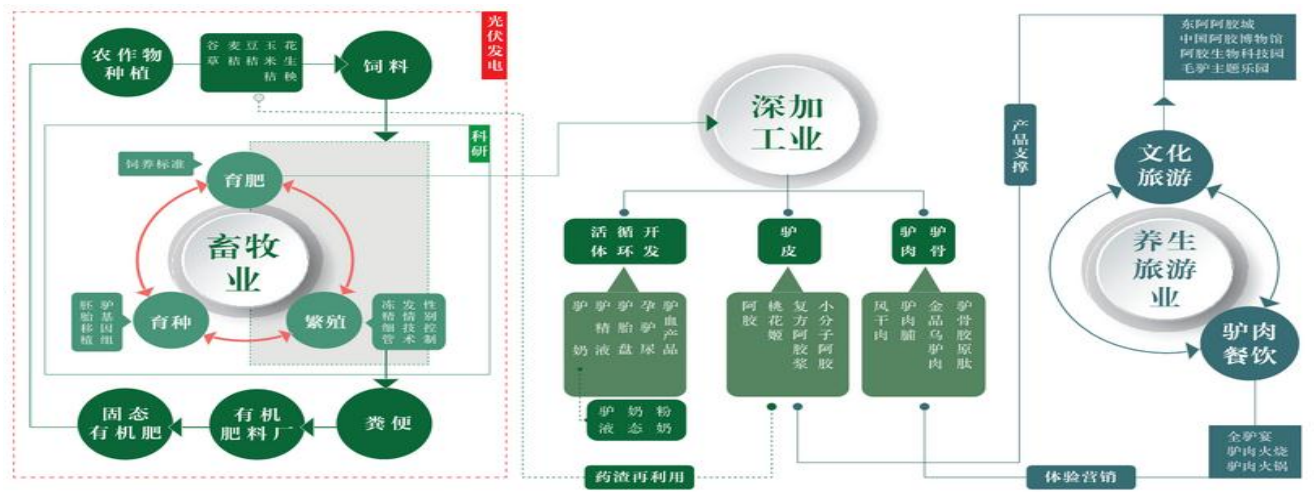
**图表 6：2006 年以来价格因素成为公司销售收入增长的主要驱动力**



来源：中泰证券研究所

- **核心原因：驴皮资源的短缺在短期内无法明显改善，阿胶全产业链布局仍需时日。**按照目前不到 600 万头的驴存栏量计算，每年的出栏量在 150 万头左右。每 1000 吨的阿胶产量对应 70-80 万头的驴，150 万头的年出栏量远远不能满足每年近 6000 吨的产能需求。虽然公司将和山东以及内蒙等政府合作建设基地的项目作为未来发展的重心，但是尚需较长的投资周期。而由于政局不稳定等因素，国外的驴皮供应只能在一定程度上缓解国内驴皮资源的紧张供应，并不能从根本上去解决问题。

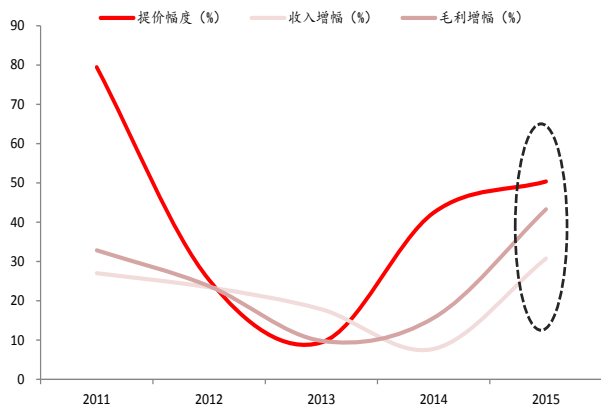
**图表 7：东阿阿胶的全产业链布局图**



来源：公司网站，中泰证券研究所

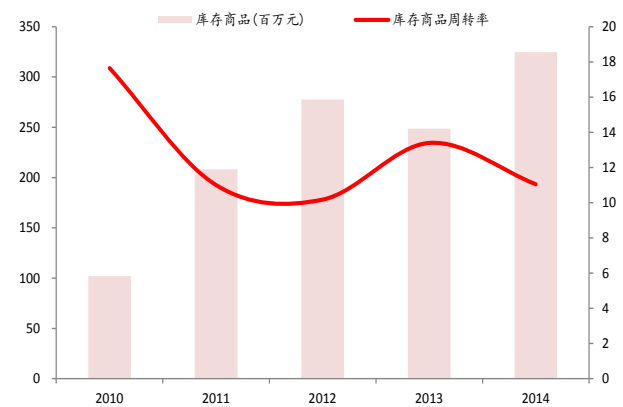
- 重要保证：消费升级持续推进，消费者对于产品提价的敏感度有望减低。**由于消化渠道库存的需要，终端零售价格提价通常滞后于公司发出提价公告两个月左右。我们将每年公司阿胶块产品的提价幅度加权平均后发现，前期大幅度的提价会在一定程度上造成客户流向幅胶等竞品，造成收入增速显著落后于产品提价的幅度。但是2015年公司阿胶块产品的平均提价幅度在50%左右，阿胶产品的收入增速仍保持在30%以上。我们认为多次提价后，公司的主要消费人群已经升级，消费者对于产品提价的敏感度有逐渐降低的趋势，这也为公司后续的继续提价提供有力的支撑。同时公司开发针对高收入消费人群的特殊渠道，九朝贡胶主要就在月子会所进行销售，公司也已经获得了直销牌照。

**图表 8：消费者对于阿胶产品提价的敏感度降低**



来源：公司公告，中泰证券研究所

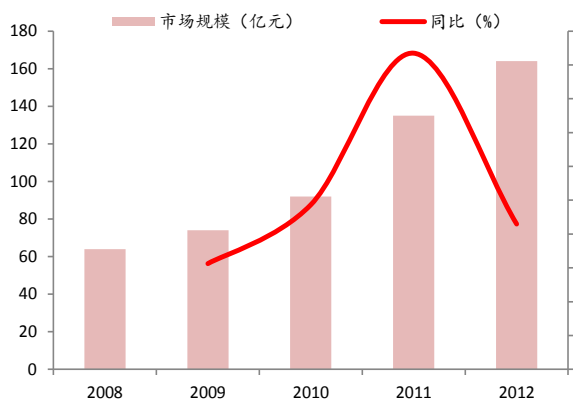
**图表 9：母公司库存商品周转率保持稳定**



来源：公司公告，中泰证券研究所

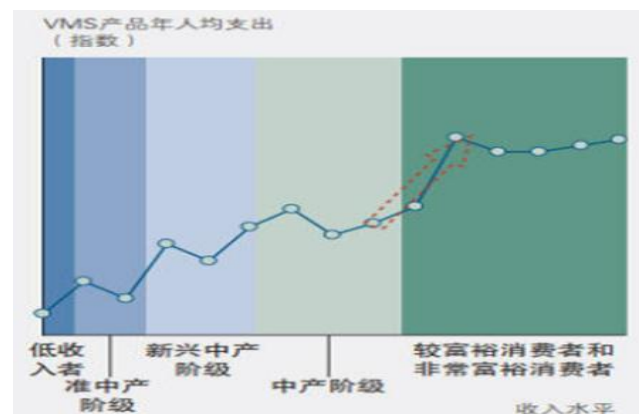
- 行业因素：保健品市场广阔，关注女性健康的保健品发展速度最快。**2014年我国保健品市场规模首次突破1000亿元，达到1001.42亿元，是仅次于美国的第二大消费市场。然而目前中国的消费渗透率只有将近20%，远低于美国和日本85%和70%的消费渗透率水平，市场潜力巨大，而消费结构升级是保健品消费最重要的驱动因素。在保健品细分领域，关注女性健康的保健品占行业总规模的比重逐年提高，从2010年的7.7%提高到2015年的8.8%。阿胶作为女性补血的最佳补品，市场规模从2008年的64亿元已经上升到近200亿元。

**图表 10：国内阿胶市场规模保持20%以上的增速**



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

**图表 11：高收入人群对保健品的需求量明显增大**



来源：波士顿咨询，中泰证券研究所

图表 12: 女性健康类保健产品在市场中的占比逐年提高

占比 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
骨骼健康	26.4	25.9	25.8	23.7	22.7	22.1
免疫系统	22.7	22.4	23.6	23.6	23.7	23
通用健康	13.2	12.5	12.5	12.9	13.4	13.8
女性健康	7.7	7.7	8.1	8.3	8.6	8.8
心脏健康	7	7.1	7.1	6.5	6.1	5.7
情绪管理	6	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2

来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

- 投资建议: 估值水平处于历史底部, 16 年目标价 69.70 元, “买入” 评级。**2010 年开始公司的阿胶产品进入提价周期, 2010-11 年公司的净利润分别同比大幅增长 48.72% 和 47.05%。但是经历了 2011 年的大幅度提价之后, 由于渠道窜货和顾客流失等因素的影响, 公司的利润增速下滑到 21.50%, 此后公司的净利润增速维持在 10%-20% 的区间。对于提价模式的质疑也压低了公司的估值水平, 2014 年在收入近十年首次负增长的情况下公司的估值水平达到 15x-20x 的历史底部。我们认为受到驴皮资源的短缺在短期内无明显改善等系列因素的影响, 东阿阿胶的提价模式仍将持续, 但是随着多次提价后主要消费人群已经升级, 消费者对于产品提价的敏感度有望降低, 公司的利润增速有望回升。我们预计 2015-17 年公司实现净利润 17.14/19.82/23.67 亿元, 分别同比增长 25.48%/15.68%/19.39%; 2015-17 年的 EPS 分别为 2.62/3.03/3.62 元。当前股价对应 2016 年仅 17xPE, 具备估值修复空间。参考可比公司的估值水平, 给予 2016 年 23xPE, 对应目标价 69.70 元, 给予 “买入” 评级。

图表 13: 公司当前估值水平处于历史底部



来源: 中泰证券研究所

**图表 14：可比公司估值列表**

可比公司	最新收盘价（元） （截至 12 月 18 日）	EPS（元）			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
000538.SZ 云南白药	74.07	2.76	3.23	3.76	26.82	22.95	19.68
000650.SZ 仁和药业	10.67	0.32	0.45	0.59	33.36	23.68	18.10
000999.SZ 华润三九	26.59	1.20	1.38	1.56	22.18	19.30	17.07
002275.SZ 桂林三金	22.61	0.82	0.96	1.13	27.43	23.52	20.03
600750.SH 江中药业	36.13	1.09	1.39	1.70	33.13	26.06	21.31
<b>可比公司平均估值</b>						<b>23.10</b>	

来源：中泰证券研究所

- 风险提示：食品安全问题；上游驴皮资源缺口加大；行业竞争恶化。

图表 15: 东阿阿胶销售收入预测 (单位: 百万元)

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>阿胶及系列</b>						
销售收入	2,825.04	3,329.50	3,586.98	5,021.77	5,775.04	7,045.55
增长率 (YOY)	—	17.86%	7.73%	40.00%	15.00%	22.00%
毛利率	71.04%	66.20%	71.06%	72.00%	72.50%	72.50%
销售成本	818.20	1,125.28	1,038.02	1,406.10	1,588.14	1,937.53
增长率 (YOY)	—	37.53%	-7.75%	35.46%	12.95%	22.00%
毛利	2,006.84	2,204.22	2,548.96	3,615.68	4,186.90	5,108.02
增长率 (YOY)	—	9.84%	15.64%	41.85%	15.80%	22.00%
占总销售额比重	92.69%	83.00%	89.71%	91.52%	91.24%	91.44%
占主营业务利润比重	88.52%	86.60%	97.27%	97.80%	97.67%	97.69%
<b>医药贸易</b>						
销售收入	0.00	568.98	120.32	126.34	135.18	141.94
增长率 (YOY)	—	—	-78.85%	5.00%	7.00%	5.00%
毛利率	0.00%	9.18%	8.59%	10.00%	9.50%	9.50%
销售成本	0.00	516.73	109.99	113.70	122.34	128.45
增长率 (YOY)	—	—	-78.71%	3.38%	7.59%	5.00%
毛利	0.00	52.25	10.33	12.63	12.84	13.48
增长率 (YOY)	—	—	-80.23%	22.30%	1.65%	5.00%
占总销售额比重	0.00%	14.18%	3.01%	2.30%	2.14%	1.84%
占主营业务利润比重	0.00%	2.05%	0.39%	0.34%	0.30%	0.26%
<b>药用辅料</b>						
销售收入	67.07	63.53	25.70	20.56	21.59	20.51
增长率 (YOY)	—	-5.28%	-59.55%	-20.00%	5.00%	-5.00%
毛利率	22.69%	24.81%	25.53%	25.00%	25.50%	25.50%
销售成本	51.85	47.77	19.14	15.42	16.08	15.28
增长率 (YOY)	—	-7.87%	-59.93%	-19.44%	4.30%	-5.00%
毛利	15.22	15.76	6.56	5.14	5.50	5.23
增长率 (YOY)	—	3.55%	-58.38%	-21.65%	7.10%	-5.00%
占总销售额比重	2.20%	1.58%	0.64%	0.37%	0.34%	0.27%
占主营业务利润比重	0.67%	0.62%	0.25%	0.14%	0.13%	0.10%
<b>其他</b>						
销售收入	155.77	49.29	265.30	318.36	397.95	497.44
增长率 (YOY)	—	-68.36%	438.24%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	157.39%	554.07%	20.62%	20.00%	20.50%	20.50%
销售成本	-89.39	-223.81	210.59	254.69	316.37	395.46
增长率 (YOY)	—	150.37%	-194.09%	20.94%	24.22%	25.00%
毛利	245.16	273.10	54.71	63.67	81.58	101.97
增长率 (YOY)	—	11.40%	-79.97%	16.38%	28.13%	25.00%
占总销售额比重	7.74%	2.45%	13.17%	—	19.74%	24.66%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
<b>销售收入小计</b>	<b>3047.88</b>	<b>4011.30</b>	<b>3998.30</b>	<b>5487.03</b>	<b>6329.76</b>	<b>7705.43</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>780.66</b>	<b>1465.97</b>	<b>1377.74</b>	<b>1789.91</b>	<b>2042.93</b>	<b>2476.72</b>
<b>毛利</b>	<b>2267.22</b>	<b>2545.33</b>	<b>2620.56</b>	<b>3697.12</b>	<b>4286.83</b>	<b>5228.71</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>74.39%</b>	<b>63.45%</b>	<b>65.54%</b>	<b>67.38%</b>	<b>67.73%</b>	<b>67.86%</b>

来源: 中泰证券研究所

**图表 16: 东阿阿胶财务预测表**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3,056	4,016	4,009	5,487	6,330	7,705
增长率	10.77%	31.4%	-0.2%	36.9%	15.4%	21.7%
营业成本	-805	-1,467	-1,381	-1,790	-2,043	-2,477
% 销售收入	26.4%	36.5%	34.5%	32.6%	32.3%	32.1%
毛利	2,251	2,550	2,628	3,697	4,287	5,229
% 销售收入	73.6%	63.5%	65.5%	67.4%	67.7%	67.9%
营业税金及附加	-42	-45	-49	-66	-77	-91
% 销售收入	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-774	-816	-751	-1,317	-1,519	-1,888
% 销售收入	25.3%	20.3%	18.7%	24.0%	24.0%	24.5%
管理费用	-334	-359	-372	-423	-484	-589
% 销售收入	10.9%	8.9%	9.3%	7.7%	7.7%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	1,101	1,330	1,456	1,892	2,206	2,660
% 销售收入	36.0%	33.1%	36.3%	34.5%	34.9%	34.5%
财务费用	22	48	40	31	43	55
% 销售收入	-0.7%	-1.2%	-1.0%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-6	-6	-6	0	0	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	116	46	102	91	87	77
% 税前利润	9.3%	3.2%	6.3%	4.5%	3.7%	2.7%
营业利润	1,233	1,418	1,592	2,014	2,337	2,791
营业利润率	40.3%	35.3%	39.7%	36.7%	36.9%	36.2%
营业外收支	12	19	21	20	20	20
税前利润	1,245	1,437	1,613	2,034	2,357	2,811
利润率	40.7%	35.8%	40.2%	37.1%	37.2%	36.5%
所得税	-191	-217	-241	-305	-354	-422
所得税率	15.3%	15.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,054	1,220	1,372	1,729	2,003	2,389
少数股东损益	13	17	7	15	21	22
归属于母公司的净利润	1,040	1,203	1,366	1,714	1,982	2,367
净利率	34.0%	29.9%	34.1%	31.2%	31.3%	30.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,054	1,220	1,372	1,729	2,003	2,389
少数股东损益	0	0	0	15	21	22
非现金支出	70	67	85	120	148	177
非经营收益	-127	-25	-117	-111	-108	-97
营运资金变动	-139	-382	-683	118	-80	-204
经营活动现金净流	858	879	657	1,871	1,986	2,287
资本开支	279	481	275	750	481	430
投资	704	-764	566	-8	-3	-10
其他	119	45	110	91	87	77
投资活动现金净流	545	-1,200	401	-668	-397	-363
股权募资	0	34	3	0	0	0
债权募资	0	-102	-14	0	0	0
其他	-218	-385	-412	-26	-523	0
筹资活动现金净流	-218	-453	-422	-26	-523	0
现金净流量	1,185	-774	636	1,178	1,066	1,924

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,688	2,214	2,550	3,713	4,757	6,659
应收账款	352	305	193	340	404	485
存货	401	551	1,464	1,290	1,438	1,737
其他流动资产	729	934	1,220	1,269	1,273	1,344
流动资产	4,169	4,003	5,427	6,612	7,872	10,225
% 总资产	78.3%	66.9%	72.7%	71.1%	72.1%	75.4%
长期投资	122	125	148	156	159	169
固定资产	809	1,204	1,467	2,087	2,414	2,662
% 总资产	15.2%	20.1%	19.7%	22.4%	22.1%	19.6%
无形资产	163	195	242	272	299	326
非流动资产	1,156	1,977	2,033	2,691	3,047	3,333
% 总资产	21.7%	33.1%	27.3%	28.9%	27.9%	24.6%
资产总计	5,326	5,980	7,460	9,303	10,920	13,558
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	707	685	1,151	1,237	1,373	1,577
其他流动负债	226	113	205	757	235	279
流动负债	933	798	1,357	1,994	1,607	1,857
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	82	97	75	75	75	75
负债	1,014	895	1,432	2,070	1,683	1,932
普通股股东权益	4,247	5,002	5,922	7,113	9,095	11,462
少数股东权益	65	82	105	120	142	164
负债股东权益合计	5,326	5,980	7,460	9,303	10,920	13,558

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	1.590	1.839	2.088	2.620	3.031	3.619
每股净资产(元)	6.493	7.649	9.055	10.875	13.906	17.525
每股经营现金净流(元)	1.312	1.344	1.005	2.838	3.004	3.462
每股股利(元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.50%	24.05%	23.06%	24.09%	21.80%	20.65%
总资产收益率	19.53%	20.12%	18.31%	18.42%	18.15%	17.46%
投入资本收益率	62.07%	41.11%	37.19%	47.80%	43.40%	47.13%
增长率						
营业总收入增长率	10.77%	31.42%	-0.18%	36.87%	15.36%	21.73%
EBIT增长率	15.57%	20.79%	9.47%	29.93%	16.62%	20.59%
净利润增长率	21.50%	15.64%	13.52%	25.48%	15.68%	19.39%
总资产增长率	26.01%	12.28%	24.75%	24.71%	17.38%	24.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	—	13.3	14.4	14.0	13.7	13.6
存货周转天数	—	118.4	266.3	263.0	257.0	256.0
应付账款周转天数	—	32.3	42.8	35.0	38.5	35.0
固定资产周转天数	59.3	52.9	89.8	104.1	110.2	99.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.34%	-43.54%	-42.30%	-51.33%	-51.50%	-57.27%
EBIT利息保障倍数	-51.2	-27.8	-36.1	-61.1	-50.8	-48.1
资产负债率	19.05%	14.97%	19.20%	22.25%	15.41%	14.25%

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。