

2016年03月10日

闫永正  
C0063@e-capital.com.tw  
目标价(元) 55

## 东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买入

2015年业绩增速稳健,符合预期

### 结论与建议:

公司发布公告,2015年实现净利润16.25亿元, YOY+19%,折合ESP为2.48元,符合预期。单季度来看公司Q4实现净利润4.95亿元, YOY+11.94%,增速低于全年平均水平,主要原因为去年同期基期较高,另外2015年11月份产品提价在4Q尚未能体现所致,预计从20161Q开始随着渠道库存的消化,提价效果将会逐步体现,净利润增速将会有明显回升。公司同时公布拟每股派息0.8元,股息率1.74%。

公司2015年实现营业收入54.5亿元,营收增速YOY+35.94%。其中,阿胶及系列产品营收45.26亿元, YOY+26.19% (预计阿胶块同比增+25%,复方阿胶同比+50%,桃花姬同比增+40%)。净利润增速低于营收增速我们认为主要原因为: 1、由于驴皮资源紧缺,成本压力继续影响公司毛利水平,报告期公司综合毛利率为64.61%,同比下降0.9个PP; 2、由于公司加大了对重点产品的市场终端费用投入,导致当期销售费率达到23.43,同比上升4.69个PP。

### 公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2016/3/10)	45.93		
深证成指(2016/3/10)	9390.35		
股价 12 个月高/低	61.8/38.06		
总发行股数(百万)	654.02		
A 股数(百万)	653.72		
A 市值(亿元)	300.25		
主要股东	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)		
每股净值(元)	10.72		
股价/账面净值	4.28		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.9	-8.0	18.8

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
出刊日期	前日收盘	评等

### 产品组合

阿胶及系列	89.7%
其他	6.6%
医药贸易	3.0%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.3%
一般法人	23.2%

### 股价相对大盘走势



- 公司兼具资源稀缺效应和品牌效应,提价化解成本压力:** 公司主导产品在 2015 年 11 月提价 15%,调价后阿胶块出厂价将从 2534 元/kg 提高到 2914 元/kg。若零售价同步调整,则终端零售价从 3998 元/kg 提高到 4598 元/kg。公司产品品牌效应明显,提价后阿胶的日服用金额也仅为 30 元左右,不会对终端销售产生明显压力,通过提价有利于公司化解成本压力,保持毛利率稳定。
- 小分子阿胶上市,产品线更加丰富:** 小分子阿胶能够实现阿胶的高效吸收,具备“养血养颜养气色”的多重功效,同时如果用小分子阿胶替代传统阿胶,阿胶原料至少可减少一半,可实现单克阿胶价值翻番,产品从多个角度实现了阿胶服用历史的革命性创新,长期值得重点关注。
- 携手爱之味,介入保健饮品领域:** 公司以自有资金投资 3000 万元,与爱之味健康生技食品有限公司、台湾第一生化健康生技食品有限公司合资成立东润堂健康生技股份有限公司;并计划以自有资金投资 2550 万元,与上述两家公司合资成立东润堂国际贸易股份有限公司。公司将借助于上述在健康饮品方面的经验介入保健饮品领域。此举有利于补充完善公司产品结构,通过已搭建的保健品快消平台,加速向滋补保健的大健康领域拓展。
- 盈利预计:** 预计公司 2016/2017 年实现净利润 19.03 亿元 (YOY+17.11%) /23.11 亿元 (YOY+21.42%), EPS 分别为 2.91 元/3.53 元,对应 PE 分别为 16 倍/13 倍,公司目前估值较低,考虑公司作为中药白马股,具有净资产收益率高,分红能力强等特征,随着国企改革推进有望进一步激活企业经营效率,给予“买入”投资建议,目标价 55 元,(对应 2016 年 PE 为 19X)。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1203	1366	1625	1903	2311
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	17.11%	21.42%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.84	2.09	2.48	2.91	3.53
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	39.37%	21.42%
市盈率(P/E)	X	25	22	19	16	13
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.80	0.80	0.87	1.06
GON 股息率 (Yield)	%	1.52%	1.74%	1.74%	1.90%	2.30%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业收入	4,016	4,009	5,450	6,812	8,311
经营成本	1,467	1,381	1,929	2,452	3,033
主营业务利润	2,550	2,628	3,521	4,360	5,277
销售费用	816	751	1,277	1,601	1,953
管理费用	359	372	423	545	665
财务费用	-48	-40	-17	-34	-42
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,241	2,715
补贴收入	22	30	21	21	31
税前利润	1,437	1,613	1,927	2,257	2,740
所得税	217	241	289	339	411
少数股东损益	17	7	13	15	19
归属于母公司净利润	1,203	1,366	1,625	1,903	2,311

附二: 合并资产负债表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	2,214	2,550	1,659	3,903	4,991
存货	551	1,464	1,725	954	1,164
应收账款	256	149	429	341	416
流动资产合计	4,083	5,427	6,433	6,149	7,632
长期股权投资	122	74	94	120	120
固定资产	641	1,326	1,363	660	680
无形资产及其他资产合计	184	231	199	190	200
资产总计	5,980	7,460	8,609	7,629	9,182
流动负债合计	798	1,357	1,455	1,100	1,200
长期负债合计	97	75	71	-846	-1,029
负债合计	895	1,432	1,526	254	171
少数股东权益	82	105	69	59	72
股东权益合计	5,084	6,028	7,083	7,375	9,011
负债及股东权益合计	5,980	7,460	8,609	7,629	9,182

附三: 合并现金流量表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	879	657	978	1,699	2,042
投资活动产生的现金流量净额	-1,200	401	-1,400	310	-405
筹资活动产生的现金流量净额	-453	-422	-469	-320	-550
现金及现金等价物净增加额	-774	636	-891	1,689	1,087

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。