

2016年04月20日

闫永正
C0063@e-capital.com.tw
目标价(元) 50

东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买入

2016年1Q增速不及预期，期待营销提振业绩

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2016/4/20)	44.66
深证成指(2016/4/20)	10164.74
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)	653.87
A 市值(亿元)	292.02
主要股东	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)
每股净值(元)	11.56
股价/账面净值	3.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.7 4.2 -9.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

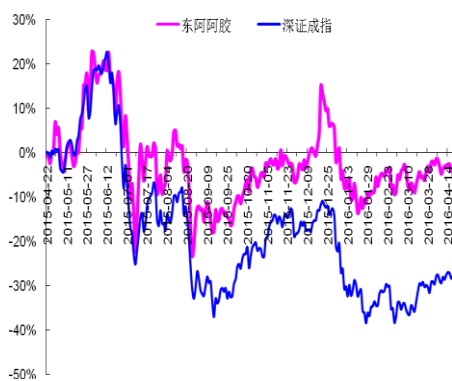
产品组合

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



年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1203	1366	1625	1793	2122
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	10.32%	18.36%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.84	2.09	2.48	2.74	3.24
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	31.29%	18.36%
市盈率(P/E)	X	26	23	19	16.3	13.7
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.80	0.80	0.82	0.97
GON 股息率 (Yield)	%	1.47%	1.68%	1.68%	1.73%	2.04%

结论与建议:

公司 2016 年 Q1 实现净利润 5.44 亿元，同比增长 3.48%，低于预期。我们认为 1Q 公司业绩增速较低的主要原因为营收增速低于预期。

2016 年 Q1 公司实现销售收入 14.83 亿元，YOY+3.56%。公司营收增速不及预期，我们认为，主要原因为 2015 年 4Q 公司宣布对重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆、桃花姬的出厂价和零售价全线上调 15%，预计产品提价后部分客户流失，影响当期收入；另一方面，去年同期基期较高（2015 年 Q1 年营收增速高达 51%）所致。

报告期公司综合毛利率为 72.56%，同比提升 2.5 个 pp，提价效果显现。报告期公司综合费用率为 29.70%，同比增加 2 个 pp，公司营销和管理费用率均有小幅上涨。

■ **公司兼具资源稀缺和品牌效应，期待通过积极营销化解提价压力：**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。从 2016 年 1Q 销售状况来看，考虑到提价因素，阿胶系列产品销量实际出现了一定程度的下滑。但我们认为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，未来通过积极的营销手段提高客户的认知程度，中长期来看阿胶产品销售有望实现复苏。

■ **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：**2015 年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。

■ **下调公司盈利预测至：**预计公司 2016/2017 年实现净利润 17.93 亿元 (YOY+10.32%) / 21.22 亿元 (YOY+18.36%)，EPS 分别为 2.74 元/3.24 元，对应 PE 分别为 16.3 倍/13.7 倍。经过多轮提价后下游渠道压力逐步显现，但目前阿胶块日均消费成本相对其他贵细药材仍较便宜，预计公司后续通过积极的营销及宣传手段，营收增速将逐步回升，维持“买入”投资建议，目标价 50 元。

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	5,722	6,352
经营成本	1,467	1,381	1,929	1,831	1,905
主营业务利润	2,550	2,628	3,521	3,891	4,446
销售费用	816	751	1,277	1,345	1,493
管理费用	359	372	423	458	508
财务费用	-48	-40	-17	-29	-32
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,110	2,491
补贴收入	22	30	21	21	31
税前利润	1,437	1,613	1,927	2,126	2,517
所得税	217	241	289	319	377
少数股东损益	17	7	13	14	17
归属于母公司净利润	1,203	1,366	1,625	1,793	2,122

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	3,792	4,689
存货	551	1,464	1,725	801	889
应收账款	256	149	429	286	318
流动资产合计	4,083	5,427	6,433	5,822	6,944
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	7,302	8,494
流动负债合计	798	1,357	1,455	1,100	1,200
长期负债合计	97	75	71	-1,095	-1,506
负债合计	895	1,432	1,526	5	-306
少数股东权益	82	105	69	58	70
股东权益合计	5,084	6,028	7,083	7,297	8,800
负债及股东权益合计	5,980	7,460	8,609	7,302	8,494

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	1,588	1,852
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	1,578	897

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。