

## 东阿阿胶 (000423)

增持 (维持)

阿胶浆提价稳步推进 毛利率下降幅度小于 2013 年

## 市场数据

报告日期	2015-01-16
收盘价(元)	39.40
总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	653.77
总市值(百万元)	25768.45
流通市值(百万元)	25758.67
净资产(百万元)	5486.42
总资产(百万元)	6813.6
每股净资产	8.39

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4016	4103	4859	5679
同比增长(%)	31.4%	2.2%	18.4%	16.9%
净利润(百万元)	1203	1322	1578	1859
同比增长(%)	15.6%	9.9%	19.3%	17.8%
毛利率(%)	63.5%	66.7%	64.3%	63.0%
净利润率(%)	29.9%	32.2%	32.5%	32.7%
净资产收益率(%)	24.0%	22.5%	21.2%	20.0%
每股收益(元)	1.84	2.02	2.41	2.84
每股经营现金流(元)	1.34	1.92	1.75	2.07

## 相关报告

《提价控货及驴皮涨价导致业绩阶段性减速》2014-10-21  
《大幅提价应对成本压力,加快驴皮资源布局》2014-09-14  
《Q2 增速小幅恢复,产品战略逐步明晰》2014-08-26

分析师:

邓晓倩

dengxq@xyzq.com.cn

S0190512070008

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

## 投资要点

近期我们调研了东阿阿胶(000423),大致要点包括:1)、排除不可比因素、2014年前3季度公司整体收入增速在5%左右;2)、2014年9月公司提高阿胶块出厂价53%、提前控货拖累第3季度阿胶块销量、我们预计2014年全年阿胶块出现10%以上的下降;3)、2014年8月公司提高复方阿胶浆最高零售价不超过53%、终端执行在逐步推进、我们预计2014年公司复方阿胶浆销量在2013年下降后逐步企稳;4)、我们预计2014年在驴皮价格继续上涨,党参蔗糖等价格大幅下降,公司持续提价的共同作用下,公司“阿胶系列”毛利率虽存在下滑的可能性、但幅度会小于2013年;5)、公司将其战略定位为“做阿胶行业的龙头、引领行业发展”,未来伴随阿胶行业的不断发展、公司的发展空间可期。我们维持之前的盈利预测、预计2014-2016年公司的EPS分别为2.02、2.41及2.84元,对应的2014-2015年的PE为19倍、16倍,目前估值已经相对安全,维持对公司的“增持”评级

- **公司业绩回顾。**1)、2014年前3季度公司实现销售收入26.04亿、同比下滑8.68%、实现归属于母公司的净利润为9.23亿、同比增长7.27%;**排除2014年规模较2013年缩减较多的医药商业及药用辅料的影响、2014年前3季度公司整体收入增速在5%左右。**其中作为阿胶主要生产销售平台的母公司2014年第1、第2、第3季度收入规模分别为7.6亿、6.6亿及7.2亿,增速分别为12.89%、42.42%及-8.31%。2)、2014年前3季度公司整体毛利率为64.10%、同比下降1.12个百分点;整体销售费用率为15.31%、同比下降3.68个百分点;整体管理费用率为9.6%、同比上升0.87个百分点。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **2014年9月公司提高阿胶块出厂价53%、提前控货拖累第3季度阿胶块销量、我们预计2014年全年阿胶块将出现一定程度的下降。**1)、公司于2014年9月公告提高阿胶块出厂价53%至2531元/kg(含税),零售价同步跟进提价53%至3983元/kg(表1)。为了将提价政策迅速贯彻同时维护价格体系、公司在9月正式公布提价之前对阿胶块进行了有意控货、这也是导致2014年第3季度母公司收入出现8%下降的主要原因;2)、我们结合公司对阿胶块的提价历史及母公司的单季度收入变化(详细分析见表2),大致对2013年第1季度的销量变化进行分析发现:2013Q1-Q3我们预计阿胶块销量同比增速分别约为4%、45%及2%,2013年第2季度的同比高增长是2012年的历史最低点之上的恢复(根据我们分析、2012年第2季度是公司2010年对阿胶块大幅提价以来销量的最低点);自2013年第4季度至今、伴随公司2013年7月、2014年1月及2014年9月公司持续地对阿胶进行提价、及驴皮资源紧缺、公司阿胶块销量出现下滑,我们预计2014年公司阿胶块整体将出现一定程度的下滑。

**表1、东阿阿胶阿胶块出厂价、最高零售价及渠道最大利润空间预测**

	2010-1-6	2010-1-28	2010-5	2010-10	2011-1	2012-1	2013-1	2013-7	2014-1	2014-9
阿胶块出厂价(元/kg)	432	516	542	596	954	1049	1112	1390	1654	2531
提价幅度(%)	10%	19%	5%	10%	60%	10%	6%	25%	19%	53%
政府制定最高零售价(元/kg)	806	806	806	806	1500	1650	1750	2187	2603	3983
渠道利润空间最大值(%)	87%	56%	49%	35%	57%	57%	57%	57%	57%	57%

数据来源:公司公告 山东省物价局;注:1)、根据山东省物价局的相关文件资料自2010年12月28日开始,阿胶不再纳入政府定价管理范围,价格由企业自主定价,所以2011年1月初之前阿胶块的最高零售价为山东省物价局的指导定价,2011年1月初以来阿胶块的最高零售价为公司的自行指导价格;2)、上表中我们以最高零售价来预测渠道的最大利润空间

**表2、2013-2014Q3 胶块价格及销量同比、环比增幅预测**

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
母公司销售收入(百万元)	671.42	465.46	782.13	926.76	757.99	662.9	717.14
同比增幅(%)	10.21%	53.56%	35.06%	-5.29%	12.89%	42.42%	-8.31%
环比增幅(%)	-31.39%	-30.68%	68.03%	18.49%	-18.21%	-12.55%	8.18%
<b>阿胶块价格增幅预计(%)</b>							
同比增幅(%)	6.00%	6.00%	32.00%	32.00%	48.00%	48.00%	20.00%
环比增幅(%)	6.00%	0.00%	25.00%	0.00%	19.00%	0.00%	0.00%
<b>阿胶块销量增幅预测(%)</b>							
同比增幅(%)	4.00%	45.00%	2.00%	-30.00%	-25.00%	-4.00%	-24.00%

环比增幅 (%)      -36.00%      -30.00%      34.00%      18.00%      -32.00%      -13.00%      8.00%

资料来源：公司公告 兴业证券研究所整理。注：阿胶系列产品主要通过母公司进行生产；考虑复方阿胶浆和阿胶保健品的价格相对稳定，我们近似认为两者销量季度变化相对平稳。

- **2014年8月公司提高复方阿胶浆最高零售价不超过53%、终端执行在逐步推进、我们预计2014年公司复方阿胶浆销量在2013年下降后逐步企稳。**1)、公司于2014年8月公告提高复方阿胶浆最高零售价不超过53%、出厂价做相应的调整(表3)。据悉、目前复方阿胶浆在山东、湖北两省终端零售价提价已经到位、其余各省在逐步推进(例如广东和上海目前已经放开了对复方阿胶浆的零售限价);2)、2013年公司复方阿胶浆销量出现一定程度的下滑主要归咎于上一次提价30%之后、公司为了维护价格体系、主动放弃了部分提价不能到位的医疗机构的销售,步入2014年公司复方阿胶浆的销量增速已经企稳。

**表3、东阿阿胶复方阿胶浆出厂价、最高零售价及渠道最大利润空间预测**

	2004	2006-9	2007-11	2008	2009-2011	2012-1	2014-8
阿胶浆出厂价(元/盒)	12	16.8	24.3	28.6	30.3	-	-
提价幅度(%)		40.00%	44.64%	17.70%	5.94%	≤30%	≤53%
政府制定最高零售价(元/盒)	25	36	36	36	36	≤46.8	≤71.6
渠道利润空间最大值(%)	108.33%	114.29%	48.15%	25.87%	18.81%	据2012年1月提高出厂价及最高零售价的比 例而定	据2014年8月提高出厂价及最高零售 价的比 例而定

数据来源：公司公告 山东省物价局；注：上表中我们以最高零售价来预测渠道的最大利润空间

- **我们预计2014年在驴皮价格继续上涨，党参蔗糖等价格大幅下降，公司持续提价的共同作用下，公司“阿胶系列”毛利率虽存在下滑的可能性、但幅度会小于2013年。**1)、根据公司披露数据、2013年全年公司“阿胶系列”毛利率水平从之前的71.04%大幅下降5个百分点至66.02%，这主要受累于当年驴皮价格继续50-100%的上涨(需要注意伴随驴皮价格的大幅上涨、公司驴皮存货规模也会适时扩大、考虑公司成本核算采用的是移动加权平均法,伴随驴皮存货规模的扩大,驴皮价格的波动会在不同年份间有一定的平滑、所以驴皮价格上涨历史没有造成公司毛利率的大幅波动);2)、步入2014年尽管驴皮价格继续高涨、但是公司所用的其他原材料价格如党参、蔗糖价格均出现较大幅度的下降(2014年党参价格下降接近80%、蔗糖下降接近15%),同时公司对阿胶块及阿胶浆均进行了的较大幅度的提价,我们预计2014年全年在以上三方面的共同作用下、公司“阿胶系列”毛利率虽有可能出现一定程度的下滑、但是幅度会小于2013年。
- **公司继续大力推进养驴基地的发展。**在国内驴皮供应量日益紧缺的背景下、公司自2003年开始布局养驴基地。目前公司在国内新疆、甘肃、山东、辽宁

等产驴大省均深入建立了密集的养驴基地。公司一方面从技术上给予养驴大户技术支持、给予其贷款支持等优惠政策；另一方面、公司也在投入较多的资源对驴肉、驴奶的开发进行研究、以期提高驴农的收益、来提高其养驴积极性、逐步缓解驴皮日益短缺的局面。

- **盈利预测。**我们维持之前对公司的盈利预测、预计 2014-2016 年公司的 EPS 分别为 2.02、2.41 及 2.84 元，对应的 2014-2015 年的 PE 为 19 倍、16 倍。公司将其战略定位为“做阿胶行业的龙头、引领行业发展”，未来伴随阿胶行业的不断发展、公司的发展空间可期。我们充分考虑了主打产品未来量、价变化的趋势及原材料价格上涨的影响、我们预计 2014-2015 年公司的利润增速分别为 9.9%及 19.3%、目前估值已经相对安全，我们维持公司的“增持”评级。
- **风险提示。**1)、驴皮等原材料价格超预期大幅上涨；2)、阿胶块销量受提价影响增长慢于预期；3)、复方阿胶浆增速慢于预期。4)、阿胶衍生品增速低于预期。

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4083	4031	5542	7055
货币资金	2214	2621	3607	4880
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	180	180	199	232
其他应收款	68	191	205	200
存货	551	407	677	744
<b>非流动资产</b>	1897	2127	2425	2668
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	122	127	127	127
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	641	1435	1856	2129
在建工程	563	306	203	177
油气资产	0	0	0	0
无形资产	184	175	165	156
<b>资产总计</b>	5980	6158	7967	9722
<b>流动负债</b>	798	777	1011	1024
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	89	179	234	228
其他	710	598	778	796
<b>非流动负债</b>	97	266	266	266
长期借款	0	169	169	169
其他	97	97	97	97
<b>负债合计</b>	895	1044	1277	1290
股本	654	654	654	654
资本公积	699	699	699	699
未分配利润	3183	4048	5626	7485
少数股东权益	82	101	123	149
<b>股东权益合计</b>	5084	5968	7568	9454
<b>负债及权益合计</b>	5980	7011	8845	10744

## 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1203	1322	1578	1859
折旧和摊销	61	10	10	10
资产减值准备	5	15	4	6
无形资产摊销	16	10	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-48	-50	-50	-50
投资损失	-46	-110	-115	-120
少数股东损益	17	19	22	26
营运资金的变动	511	-389	372	210
<b>经营活动产生现金流量</b>	386	1254	1143	1355
<b>投资活动产生现金流量</b>	-414	-439	-207	-132
<b>融资活动产生现金流量</b>	-401	-408	50	50
现金净变动	-429	407	986	1273
现金的期初余额	2688	2214	2621	3607
现金的期末余额	2259	2621	3607	4880

## 利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	4016	4103	4859	5679
营业成本	1467	1367	1736	2099
营业税金及附加	45	53	63	74
销售费用	816	854	906	989
管理费用	359	408	437	468
财务费用	-48	-50	-50	-50
资产减值损失	6	15	15	15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	46	110	115	120
<b>营业利润</b>	1418	1566	1867	2203
营业外收入	22	19	21	22
营业外支出	3	3	1	2
<b>利润总额</b>	1437	1582	1887	2223
所得税	217	240	287	338
净利润	1220	1341	1600	1885
少数股东损益	17	19	22	26
<b>归属母公司净利润</b>	1203	1322	1578	1859
<b>EPS(元)</b>	1.84	2.02	2.41	2.84

## 主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	31.4%	2.2%	18.4%	16.9%
营业利润增长率	15.0%	10.4%	19.3%	18.0%
净利润增长率	15.6%	9.9%	19.3%	17.8%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	63.5%	66.7%	64.3%	63.0%
净利率	29.9%	32.2%	32.5%	32.7%
ROE	24.0%	22.5%	21.2%	20.0%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	15.0%	14.9%	14.4%	12.0%
流动比率	5.11	5.19	5.48	6.89
速动比率	4.42	4.66	4.81	6.16
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.71	0.68	0.69	0.64
应收帐款周转率	27.28	22.22	25.00	25.66
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.84	2.02	2.41	2.84
每股经营现金	1.34	1.92	1.75	2.07
每股净资产	7.65	8.97	11.38	14.23
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	21.19	19.27	16.15	13.71
PB	5.10	4.34	3.42	2.74



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
 中 性: 相对表现与市场持平  
 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。