

2014 年 08 月 17 日

东阿阿胶 (000423)

——阿胶浆打开提价空间，有利于市场健康持续发展

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014 年 08 月 15 日

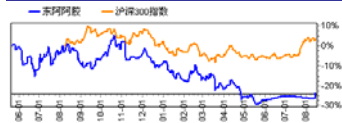
收盘价（元）	37.82
一年内最高/最低（元）	46.45/30.3
上证指数/深证成指	2227/7982
市净率	4.6
息率（分红/股价）	1.85
流通 A 股市值（百万元）	24726

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	8.3
资产负债率%	13.01
总股本/流通 A 股（百万）	654/654
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《东阿阿胶(000423)2014 年一季度业绩回顾——母公司保持平稳，桃花姬继续快速增长》 2014/04/27

《东阿阿胶(000423)2013 年度业绩回顾——阿胶块量稳价升、桃花姬快速增长，增速与估值有望双升》 2014/03/12

证券分析师

陈益凌 A0230512070016
chenyl@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818
zhouzi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013A	4,016	31	1,203	16	1.84	63.5	24.1	21	17
2014Q1	947	-2	427	12	0.65	68.1	7.9		
2014E	4,794	20	1,515	26	2.32	63.9	23.2	16	14
2015E	5,561	16	1,839	21	2.81	65.0	22.0	13	12
2016E	6,434	16	2,245	22	3.43	66.4	21.2	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **公司公告复方阿胶浆产品价格调整：**因阿胶浆主要原材料价格、人工、能源等成本持续上涨，经相关部门批准，公司将调整复方阿胶浆最高零售价格，上调幅度不超过 53%，出厂价将做相应调整。
- **复方阿胶浆是气血双补第一品牌，成本压力导致厂商和渠道利润较低：**复方阿胶浆是国内滋补补益类的著名品牌，在气血双补领域是第一品牌，享有很高的市场知名度和消费者认知，2013 年终端规模超过 10 亿元。近年来，除驴皮成本上涨之外，复方阿胶浆的其他原材料（人参、党参等）价格持续上涨，导致复方阿胶浆的成本压力进一步增加。公司另一产品阿胶块为企业自主定价，近年来出厂价、终端价格持续上涨，适当消化了成本压力；但复方阿胶浆是国家医保乙类、省管 OTC 品种，长期受最高零售价（省定价）限制，价格调整幅度、频率远低于阿胶块，近年来仅有过一次提价（2012 年内调整各省终端零售价不超过 30%、2013 年初上调出厂价约 25%）。这导致目前复方阿胶浆的厂商毛利率显著低于阿胶块，渠道利润率也显著低于其他同类品种，不利于该产品的资源投入和市场发展。
- **此次提价将打开阿胶浆价格空间，非对称提价有利于市场的良性发展：**公司此次公告最高零售价将上调不超过 53%，我们预计终端价格将从目前约 3.90 元/支提高到不超过 5.95 元/支。目前的渠道利润率较低，部分省市（如上海）价格体系倒挂，不利于市场推广，我们预计公司将采用非对称提价方式（终端提价幅度大、出厂提价幅度小）。一方面可以提高厂商毛利率，有利于公司划拨更多的驴皮资源、营销资源投入阿胶浆品类，促进产品的可持续增长；另一方面可以提高渠道利润率、激发渠道积极性，有利于市场的良性发展。
- **公司将分步提价、加强管控、积极营销，降低提价对渠道和终端的不利影响：**阿胶浆的消费人群对产品有一定敏感性，渠道也对出厂价调整较为关注。为消除提价对渠道、终端的一次性冲击，我们预计公司将采取分步提价的操作策略，在 2-3 年的周期内分若干次实现出厂价、终端价的调整。同时，公司将吸取 2012-2013 年提价的经验教训：（1）加快各省调价备案的速度，尽量缩短调价时间窗（争取从上一轮调价 1 年缩短到 6 个月）；（2）加强渠道管控、控制渠道库存，消化提价节奏不同步导致的区域性差异；（3）主动积极营销，消化提价对终端销量的不利影响，最终促进阿胶浆 OTC 市场持续做大。
- **阿胶浆提价将带来利润弹性，暂不调整盈利预测、维持买入评级：**假设阿胶浆出厂价累计上调 25%、终端价格累计上调 53%，厂商毛利率将提高约 10 个百分点，渠道利润率也将提高到与阿胶块类似的水平。假设销量小幅下滑、费用投入有所增加，收入和毛利增量约 1.2-1.6 亿元（弹性约 15-20%），净利润增量约 0.5-1 亿元（弹性在 5%以上）。由于公司尚未确定出厂价调整幅度和节奏，我们暂不调整盈利预测，维持 2014-2016 年 EPS=2.32/2.81/3.43 元，同比增长 26%、21%、22%，对应预测市盈率 16、13、11 倍。我们认为阿胶浆打开提价空间、桃花姬快速增长、小分子阿胶新产品上市，将逐步推动公司走出目前低速增长的态势，成为公司估值回归的催化剂和中长期增长的驱动力。目前市盈率和市值显著低估，维持“买入”评级。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|-------------------------|
| 买入 (Buy) | : 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | : 相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | : 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | : 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。