

东阿阿胶 (000423)

前三季度保持快速增长，期待衍生品发力

——2015 年三季报点评

	屠炜颖 (分析师)	胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)
	021-38675860	0755-23976766	0755-23976735
	tuweiyang@gtjas.com	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514090002	S0880514030007	S0880514030001

本报告导读：

公司公布 2014 年三季报，收入 37.8 亿，增 45.3%，净利 11.3 亿，增 22.4%，EPS1.73 元，略超我们预期；母公司前三季度收入 29.8 亿，增长 36.9%。

投资要点：

- 前三季度保持快速增长，维持增持评级。公司 2015 年前三季度收入 37.8 亿，增 45.3%，净利 11.3 亿，增 22.4%，保持快速增长，EPS1.73 元，略超我们预期。考虑到公司阿胶系列的销量受提价影响幅度较小，上调 2015-2017 年 EPS 至 2.49 (+0.09) / 2.85 (+0.15) / 3.23 (+0.23) 元，维持目标价 62.4 元，维持增持评级。
- 预计阿胶块增长超 50%，阿胶浆超 30%。公司 2014 年三季度单季实现收入 12.4 亿，增长 41.0%，净利 3.6 亿，增长 20.7%。其中，母公司前三季度收入 29.8 亿，增长 39.5%，单季收入 9.8 亿，增长 36.9%。我们预计阿胶块增长超 50%，复方阿胶浆增长超 30%，主要是前期提价贡献，销量上有所下滑，但幅度有限；预计桃花姬保持平稳增长。
- 衍生品值得期待，进军保健饮品市场。复方阿胶浆 2015 年终端价有望落实到位，提升动销积极性，同时公司加大广告投放，我们认为全年阿胶浆有望实现 40% 以上增长；桃花姬 2014 年调整品规，改善口感，预计继续深耕山东和北京两大重点市场，未来推向全国，2015 年有望实现 40% 以上增长。公司在大健康市场不断摸索开拓新领域，4 月公告与台湾爱之味和第一生化强强联手，成立合资公司，进军保健饮品市场，我们预计产品已具研发雏形，未来有望不断进行完善，借助双方品牌力打开国内市场。
- 风险提示：市场推广不及预期；阿胶系列提价后终端销量下滑。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：62.40

上次预测：62.40

当前价格：46.10

2015.10.20

交易数据

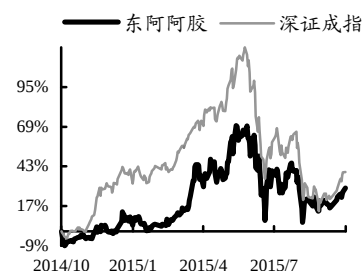
52 周内股价区间 (元)	32.90-63.42
总市值 (百万元)	30,150
总股本/流通 A 股 (百万股)	654/654
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1239.58
日均成交值 (百万元)	569.87

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,696
每股净资产	10.24
市净率	4.5
净负债率	-20.35%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.65	0.80
Q2	0.30	0.38
Q3	0.46	0.55
Q4	0.68	0.76
全年	2.09	2.49

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,016	4,009	5,342	6,165	6,888
(+/-)%	31%	0%	33%	15%	12%
经营利润 (EBIT)	1,330	1,456	1,770	2,036	2,309
(+/-)%	21%	10%	21%	15%	13%
净利润	1,203	1,366	1,628	1,866	2,113
(+/-)%	16%	14%	19%	15%	13%
每股净收益 (元)	1.84	2.09	2.49	2.85	3.23
每股股利 (元)	0.75	0.70	1.00	1.14	1.29

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	33.4%	36.6%	33.3%	33.2%	33.7%
净资产收益率 (%)	24.0%	23.1%	23.6%	23.3%	22.8%
投入资本回报率 (%)	24.9%	22.9%	25.4%	28.5%	31.2%
EV/EBITDA	21.6	19.5	15.6	13.7	12.2
市盈率	25.1	22.1	18.5	16.2	14.3
股息率 (%)	1.6%	1.5%	2.2%	2.5%	2.8%

升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-8%	28%
相对指数	-6%	4%	-10%

相关报告

《净利增长 24.3%，市场推广力度加大》
2015.08.11

《增长超市场预期，布局保健饮品更添活力》
2015.04.27

《桃花姬提价 25%，衍生品发力值得期待》
2015.04.10

《推进电商及直销新模式，增长有望加速》
2015.03.19

《获直销牌照，进军大健康再上台阶》

模型更新时间: 2015.10.19

股票研究

必需消费

医药

东阿阿胶 (000423)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 62.40

上次预测: 62.40

当前价格: 46.10

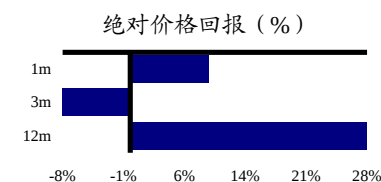
公司网址

www.dongeejiao.com

公司简介

公司地处的东阿县做为阿胶发祥地,生产阿胶已有两千多年的悠久历史,故有“阿胶之乡”的美称。

生产经营中成药、保健品、生物药、药用辅料、医疗器械等6大产业门类的产品百余种,阿胶年产量、出口量分别占全国的75%和90%以上,远销东南亚各国及欧美市场。



52 周价格范围 32.90-63.42

市值 (百万) 30,150

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

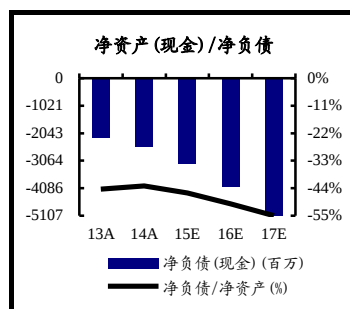
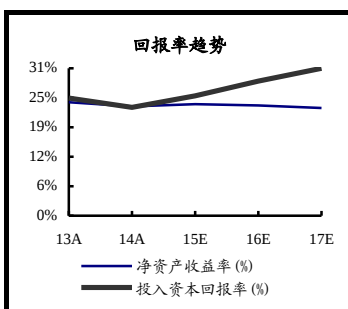
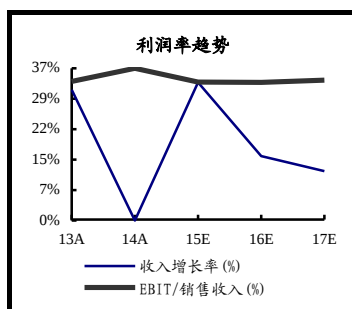
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	4,016	4,009	5,342	6,165	6,888
营业成本	1,467	1,381	1,868	2,226	2,509
税金及附加	45	49	65	75	84
销售费用	816	751	1,218	1,344	1,447
管理费用	359	372	421	484	540
EBIT	1,330	1,456	1,770	2,036	2,309
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	46	102	102	102	102
财务费用	48	40	57	72	91
营业利润	1,418	1,592	1,923	2,204	2,496
所得税	217	241	287	329	373
少数股东损益	17	7	8	9	10
净利润	1,203	1,366	1,628	1,866	2,113
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,214	2,550	3,170	4,034	5,108
其他流动资产	1,869	2,877	3,583	4,225	4,758
长期投资	122	74	74	74	74
固定资产合计	1,204	1,463	1,362	1,260	1,154
无形及其他资产	572	496	487	478	469
资产合计	5,980	7,460	8,676	10,071	11,563
流动负债	798	1,357	1,590	1,858	2,074
非流动负债	97	75	75	75	75
股东权益	5,002	5,922	6,899	8,018	9,286
投入资本(IC)	4,957	5,933	5,967	6,229	6,431
现金流量表					
NOPLAT	1,138	1,249	1,512	1,739	1,972
折旧与摊销	56	74	148	156	160
流动资金增量	521	450	473	374	317
资本支出	435	315	50	50	50
自由现金流	2,150	2,087	2,183	2,319	2,499
经营现金流	458	1,101	1,321	1,660	1,970
投资现金流	-438	-267	-50	-50	-50
融资现金流	-494	-498	-651	-746	-845
现金流净增加额	-474	336	620	864	1,074
财务指标					
成长性					
收入增长率	31.4%	-0.2%	33.2%	15.4%	11.7%
EBIT 增长率	20.7%	9.6%	21.2%	15.0%	13.3%
净利润增长率	15.6%	13.5%	19.2%	14.6%	13.3%
利润率					
毛利率	62.4%	64.3%	63.8%	62.7%	62.4%
EBIT 率	33.4%	36.6%	33.3%	33.2%	33.7%
净利率	29.9%	34.1%	30.5%	30.3%	30.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	24.0%	23.1%	23.6%	23.3%	22.8%
总资产收益率(ROA)	20.1%	18.3%	18.8%	18.5%	18.3%
投入资本回报率(ROIC)	24.9%	22.9%	25.4%	28.5%	31.2%
运营能力					
存货周转天数	135	382	370	373	375
应收账款周转天数	22	61	59	60	60
总资产周转天数	536	670	585	588	604
净利润现金含量	0.39	0.81	0.82	0.89	0.94
资本支出/收入	10.8%	7.8%	0.9%	0.8%	0.7%
偿债能力					
资产负债率	15.0%	19.2%	19.2%	19.2%	18.6%
净负债率	-44.3%	-43.1%	-45.9%	-50.3%	-55.0%
估值比率					
PE	25.1	22.1	18.5	16.2	14.3
PB	6.0	5.1	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	21.6	19.5	15.6	13.7	12.2
P/S	7.5	7.5	5.6	4.9	4.4
股息率	1.6%	1.5%	2.2%	2.5%	2.8%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		