

东阿阿胶 (000423.SZ)

四季度业绩增速加快，阿胶持续成长

核心观点:

● 2016年净利润同比增长14%，略超市场预期

公司2016年实现营业收入63.17亿元，同比增长15.92%，实现归母净利润18.52亿元，同比增长14%，实现扣非后归母净利润17.39亿元，同比增长16.17%。第四季度单季度，公司实现营业收入23.32亿元，同比增长40.10%，实现归母净利润6.26亿元，同比增长26.52%，环比前三季度增速均有明显加快。

● 阿胶系列稳健增长，驴皮原料未来有望缓解

①2016年全年，阿胶系列实现营业收入53.71亿元，同比增长18.65%，阿胶系列的毛利率为74.11%，同比提升1.47pct。预计其中的核心产品阿胶块实现两位数左右的增长。阿胶浆和阿胶衍生品依然维持较快增速。②驴皮供应一直是公司掣肘，公司构建巴林左旗、敖汉等在内的20个毛驴药材标准养殖示范基地，布局聊城和蒙东辽西两个百万级的养殖基地，在聊城市建立一百个扶贫养驴场，争取到2020年，实现阿胶的原料全部由公司基地供给。2016年底存货30.14亿元，占资产比重30.29%，提升10.25pct，预计存货中驴皮占比较大，短期内驴皮供应压力不大。

● 华润投资、高管增持看好公司长期发展

2016年4月至2017年1月，医药投资累计增持公司股份3271万股，占公司总股本的5%，增持后，医药投资及其一致行动人华润东阿合计持有的上市公司股份数量为1.84亿股，占公司总股本的28.14%。2016年6月份，几位公司高管也增持公司股份265万股。高管和大股东的增持体现了对于公司前景的长期看好。

● 预计17-19年业绩分别为3.25元/股、3.72元/股、4.27元/股

公司为阿胶行业龙头企业，品牌渠道成熟，终端需求稳定。我们预计17-19年EPS分别为3.25/3.72/4.27元/股（2016年EPS为2.83元/股），现价对应PE为18/15/13倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

驴皮价格大幅上涨风险；驴皮供应持续下降导致原料不足的风险；阿胶系列提价导致客户粘性下降的风险；

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,449.66	6,317.14	7,386.41	8,657.81	10,179.54
增长率(%)	35.94%	15.92%	16.93%	17.21%	17.58%
EBITDA(百万元)	1,855.00	2,155.38	2,530.66	2,928.75	3,364.34
净利润(百万元)	1,625.03	1,852.47	2,125.68	2,433.93	2,791.73
增长率(%)	19.00%	14.00%	14.75%	14.50%	14.70%
EPS(元/股)	2.485	2.832	3.250	3.721	4.269
市盈率(P/E)	21.05	19.02	17.51	15.29	13.33
市净率(P/B)	4.88	4.23	3.56	2.89	2.37
EV/EBITDA	17.59	15.69	12.76	10.37	8.27

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

56.73元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-10

相对市场表现



分析师: 吴文华 S0260516090001

021-60750628

wuwenhua@gf.com.cn

分析师: 罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

东阿阿胶(000423.SZ): 阿 2016-11-21

胶系列不同幅度提价, 业绩稳定增长

东阿阿胶(000423.SZ): 业 2016-08-14

绩增速环比加快, 高管和大股东增持看好长期潜力

东阿阿胶(000423.SZ): 阿 2016-03-10

胶全系列推进, 业绩稳健增长

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6433	7583	10291	12925	16098
货币资金	1659	1415	4926	6843	9400
应收及预付	769	748	858	1009	1159
存货	1725	3014	2318	2843	3442
其他流动资产	2280	2406	2190	2230	2096
非流动资产	2176	2367	2281	2283	2290
长期股权投资	94	84	84	84	84
固定资产	1384	1434	1430	1391	1346
在建工程	176	304	344	384	424
无形资产	212	225	226	239	253
其他长期资产	310	319	196	185	183
资产总计	8609	9950	12572	15208	18388
流动负债	1455	1491	1967	2143	2502
短期借款	80	0	0	0	0
应付及预收	1375	1491	1967	2143	2502
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	71	73	72	74	75
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	71	73	72	74	75
负债合计	1526	1563	2039	2217	2577
股本	654	654	654	654	654
资本公积	697	691	691	691	691
留存收益	5659	6988	9114	11548	14339
归属母公司股东权	7010	8333	10458	12892	15684
少数股东权益	69	27	48	73	101
负债和股东权益	8609	9950	12572	15208	18388

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	978	625	3513	1920	2571
净利润	1638	1855	2147	2459	2820
折旧摊销	99	106	114	120	125
营运资金变动	-584	-1216	1279	-541	-257
其它	-175	-120	-27	-118	-118
投资活动现金流	-1400	-330	-1	-5	-14
资本支出	-275	-349	-101	-105	-114
投资变动	-1132	8	100	100	100
其他	6	11	0	0	0
筹资活动现金流	-468	-539	0	2	1
银行借款	78	22	0	0	0
债券融资	0	0	0	2	1
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-547	-561	0	0	0
现金净增加额	-891	-244	3511	1917	2558
期初现金余额	2550	1659	1415	4926	6843
期末现金余额	1659	1415	4926	6843	9400

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	35.9	15.9	16.9	17.2	17.6
营业利润增长	20.6	12.6	16.4	15.6	14.8
归属母公司净利润增长	19.0	14.0	14.7	14.5	14.7
获利能力(%)					
毛利率	64.6	67.0	65.0	65.5	66.0
净利率	30.1	29.4	29.1	28.4	27.7
ROE	23.2	22.2	20.3	18.9	17.8
ROIC	28.0	25.5	37.4	39.5	43.7
偿债能力					
资产负债率(%)	17.7	15.8	16.3	14.6	14.0
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6
流动比率	4.42	5.09	5.23	6.03	6.43
速动比率	3.03	2.91	3.87	4.52	4.88
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.68	0.66	0.62	0.61
应收账款周转率	25.69	18.21	22.93	21.83	20.78
存货周转率	1.21	0.88	1.11	1.05	1.00
每股指标(元)					
每股收益	2.48	2.83	3.25	3.72	4.27
每股经营现金流	1.49	0.95	5.37	2.93	3.93
每股净资产	10.72	12.74	15.99	19.71	23.98
估值比率					
P/E	21.0	19.0	17.5	15.3	13.3
P/B	4.9	4.2	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	17.6	15.7	12.8	10.4	8.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5450	6317	7386	8658	10180
营业成本	1929	2088	2583	2983	3459
营业税金及附加	65	70	81	95	112
销售费用	1277	1618	1773	2147	2565
管理费用	423	493	532	623	804
财务费用	-17	-17	0	0	0
资产减值损失	5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	152	107	100	100	100
营业利润	1920	2163	2517	2909	3339
营业外收入	21	39	40	20	20
营业外支出	14	6	1	2	2
利润总额	1927	2196	2556	2927	3357
所得税	289	341	409	468	537
净利润	1638	1855	2147	2459	2820
少数股东损益	13	3	21	25	28
归属母公司净利润	1625	1852	2126	2434	2792
EBITDA	1855	2155	2531	2929	3364
EPS(元)	2.48	2.83	3.25	3.72	4.27

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。