



业绩略超预期，受益老龄化及消费升级，持续增长可期

——东阿阿胶（000423）年报点评

2017年3月9日

推荐/首次

东阿阿胶

财报点评

| | | |
|-----|----------------------|------------------------|
| 张金洋 | 分析师 | 执业证书编号: S1480516080001 |
| | zhangjy@dxzq.net.cn | 010-66554035 |
| 陈顺 | 联系人 | |
| | chenshun@dxzq.net.cn | 010-66554087 |

事件:

公司3月9日晚间发布2016年年报，2016年全年实现营收63.17亿元，同比+15.92%；归母净利润18.52亿元，同比+14.00%；扣非后归母净利17.39亿元，同比+16.17%。

观点:

1、业绩略超预期，提价后促销导致整体费用率上升

1) 业绩略超预期。东阿阿胶系列实现营收5.37亿元，同比+18.65%。医药贸易实现营收2.66亿元，同比增长5.44%。在收入增长的同时阿胶系列产品毛利率提升1.47个百分点，主要受益于原材料驴皮国际化布局及阿胶系列产品在2016年11月再次上调出厂价。预计2016年阿胶块营收与上年持平（16年阿胶块由于库存原因，预计终端实际销量略有下滑，价格端16年11月出厂价上调14%在短期并不会完全体现到收入端），预计复方阿胶浆与桃花姬增速在30%左右。17年在终端拓展以及提价双重因素的作用下，预计阿胶块增速约在10%，复方阿胶浆与桃花姬仍有望保持30%以上的较高增速；

2) 提价后促销费用投入增加，整体费用率上升。管理费用率、财务费用率与上年基本持平，销售费用率上升2.18个百分点，主要是提价后为保销量促销费用投入增加。

2、老龄化+消费升级，阿胶系列将持续引领大健康产品中高端消费

1) 从人口结构来看，我国已经步入老龄化社会，对大健康相关的产品和服务的需求上升；而同时伴随着人均可支配收入的上升，消费升级是大势所趋，在此背景下中高端品牌大健康产品如公司的阿胶系列得益于其市场知名度将明显受益，其有望引领中高端大健康产品的消费升级。事实上，根据公司近年来的规划，公司重新聚焦阿胶主业（公司逐步退出非主营业务，缩减中药材贸易业务规模，医药商业下降37.92%，2016年5月转让山东阿华包装印务、东阿阿胶阿华医疗器械两家子公司的股权，集中资源发展阿胶行业），并转向高端滋补客群，复方阿胶浆定位气血双补，突破“药品化”传统认知开创广普消费；桃花姬阿胶糕聚焦高收入女性，培育持续性消费，实现布局性增长。公司通过全产业链、全过程溯源，感知质量、剂型方便化，文化体验营销和价值回归三大工程，进一步强化公司在阿胶行业领导地位和优质品牌形象。

2) 在消费升级背景下，公司作为阿胶产业的知名品牌，对产品拥有较强的定价权，消费升级叠加通胀预期打开了其在未来的提价空间。事实上公司阿胶系列产品至今已提价17次，最近两次分别是2015年11月阿

胶三大产品出厂价上调 15%，2016 年 11 月重点产品阿胶块、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调 14%、28%、25%，其中复方阿胶浆和桃花姬调价幅度超出市场预期。价格方面，公司具备提价的条件与能力：在当前原材料驴皮供应持续紧张价格上涨的情况下，成本上升将进一步推动公司产品价格上涨反哺上游以促进行业持续健康发展；公司对产品具有较强的定价权，有能力也有动力通过提价转移成本压力和提升业绩，在消费升级和通胀预期的背景下，我们认为公司阿胶系列产品提价仍有很大空间。

3、大股东华润医药增持彰显未来信心

公司于 2017 年 2 月 2 日晚间公告控股股东华润医药投资于 2016 年 4 月 20 日至 2017 年 1 月 25 日通过二级市场增持公司股票 3271.08 万股，占公司总股本的 5.00%，本次增持后华润医药投资及其一致行动人合计持有公司 28.14% 股权，且未来不排除继续增持可能。大股东增持一方面彰显对其未来发展的信心，另一方面也显示公司作为稳健成长的阿胶产业龙头对集团业绩支撑和战略协同的重要性。

结论：

暂不考虑阿胶系列产品未来提价的影响，假设费用率保持稳定，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 21.61 亿元、25.79 亿元、30.48 亿元，EPS 分别为 3.30、3.94、4.66 元，对应 PE 分别为 17X、14X、12X。公司作为国内阿胶产业龙头企业，其品牌拥有广泛的知名度及良好美誉度，在产品端拥有较强的定价权。在老龄化和消费升级的背景下，公司重新聚焦阿胶主业，并转向高端滋补客群，通过文化体验营销和价值回归等工程，进一步强化公司在阿胶行业的领导地位和优质品牌形象，公司作为优质白马，业绩增长确定性高，我们看好其长期发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料驴皮短缺风险，行业系统风险

主要财务数据指标

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 5,449.66 | 6,317.14 | 7,447.28 | 8,695.91 | 10,102.50 |
| 增长率 (%) | 35.94% | 15.92% | 17.89% | 16.77% | 16.18% |
| 净利润 (百万元) | 1,625.03 | 1,852.47 | 2,160.52 | 2,579.21 | 3,047.81 |
| 增长率 (%) | 19.00% | 14.00% | 16.63% | 19.38% | 18.17% |
| 净资产收益率 (%) | 23.17% | 22.16% | 21.93% | 22.10% | 22.06% |
| 每股收益 (元, 摊薄) | 2.48 | 2.83 | 3.30 | 3.94 | 4.66 |
| PE | 22.91 | 20.10 | 17.23 | 14.43 | 12.21 |
| PB | 5.31 | 4.45 | 3.78 | 3.19 | 2.69 |

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 6433 | 7583 | 8873 | 10688 | 12924 | 营业收入 | 5450 | 6317 | 7447 | 8696 | 10102 |
| 货币资金 | 1659 | 1415 | 5724 | 7123 | 8889 | 营业成本 | 1929 | 2088 | 2331 | 2653 | 3015 |
| 应收账款 | 308 | 386 | 449 | 524 | 609 | 营业税金及附加 | 65 | 70 | 82 | 96 | 111 |
| 其他应收款 | 39 | 65 | 76 | 89 | 103 | 营业费用 | 1277 | 1618 | 1936 | 2261 | 2627 |
| 预付款项 | 301 | 230 | 230 | 230 | 230 | 管理费用 | 423 | 493 | 581 | 678 | 788 |
| 存货 | 1725 | 3014 | 2287 | 2603 | 2957 | 财务费用 | -17 | -17 | -20 | -25 | -26 |
| 其他流动资产 | 2268 | 2405 | 28 | 28 | 28 | 资产减值损失 | 5.40 | 9.68 | 10.00 | 11.00 | 12.00 |
| 非流动资产合计 | 2176 | 2367 | 2395 | 2399 | 2344 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 94 | 84 | 84 | 84 | 84 | 投资净收益 | 151.88 | 106.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 1363 | 1418 | 1460 | 1493 | 1517 | 营业利润 | 1920 | 2163 | 2526 | 3021 | 3575 |
| 无形资产 | 199 | 184 | 165 | 147 | 129 | 营业外收入 | 20.76 | 39.31 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 其他非流动资产 | 130 | 138 | 138 | 138 | 138 | 营业外支出 | 13.85 | 6.18 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 资产总计 | 8609 | 9950 | 11267 | 13087 | 15268 | 利润总额 | 1927 | 2196 | 2552 | 3047 | 3601 |
| 流动负债合计 | 1455 | 1491 | 1310 | 1309 | 1338 | 所得税 | 289 | 341 | 388 | 463 | 547 |
| 短期借款 | 80 | 0 | 26 | 0 | 0 | 净利润 | 1638 | 1855 | 2165 | 2584 | 3054 |
| 应付账款 | 168 | 360 | 185 | 211 | 240 | 少数股东损益 | 13 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 预收款项 | 389 | 174 | 174 | 174 | 174 | 归属母公司净利润 | 1625 | 1852 | 2161 | 2579 | 3048 |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2184 | 2415 | 2633 | 3142 | 3704 |
| 非流动负债合计 | 71 | 73 | 73 | 73 | 73 | BPS (元) | 2.48 | 2.83 | 3.30 | 3.94 | 4.66 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 1526 | 1563 | 1382 | 1382 | 1410 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 69 | 27 | 31 | 36 | 42 | 营业收入增长 | 35.94% | 15.92% | 17.89% | 16.77% | 16.18% |
| 实收资本(或股本) | 654 | 654 | 654 | 654 | 654 | 营业利润增长 | 20.61% | 12.64% | 16.80% | 19.59% | 18.33% |
| 资本公积 | 697 | 691 | 691 | 691 | 691 | 归属于母公司净利润 | 16.63% | 19.38% | 16.63% | 19.38% | 18.17% |
| 未分配利润 | 5193 | 6522 | 7499 | 8666 | 10045 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 7014 | 8359 | 9854 | 11670 | 13816 | 毛利率(%) | 64.61% | 66.95% | 68.69% | 69.49% | 70.15% |
| 负债和所有者权益 | 8609 | 9950 | 11267 | 13087 | 15268 | 净利率(%) | 30.05% | 29.37% | 29.06% | 29.72% | 30.23% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 23.17% | 22.16% | 21.93% | 22.10% | 22.06% | |
| 经营活动现金流 | 978 | 625 | 5092 | 2324 | 2755 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 1638 | 1855 | 2165 | 2584 | 3054 | 资产负债率(%) | 18% | 16% | 12% | 11% | 9% |
| 折旧摊销 | 281 | 268 | 0 | 145 | 155 | 流动比率 | 4.42 | 5.09 | 6.78 | 8.17 | 9.66 |
| 财务费用 | -17 | -17 | -20 | -25 | -26 | 速动比率 | 3.24 | 3.07 | 5.03 | 6.18 | 7.45 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -63 | -75 | -85 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.68 | 0.68 | 0.70 | 0.71 | 0.71 |
| 投资活动现金流 | -1400 | -330 | -163 | -161 | -112 | 应收账款周转率 | 26 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 27.03 | 23.92 | 27.30 | 43.91 | 44.86 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 40 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 152 | 107 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 2.48 | 2.83 | 3.30 | 3.94 | 4.66 |
| 筹资活动现金流 | -469 | -539 | -619 | -765 | -876 | 每股净现金流(最新) | -1.36 | -0.37 | 6.59 | 2.14 | 2.70 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 10.72 | 12.78 | 15.07 | 17.84 | 21.12 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 22.91 | 20.10 | 17.23 | 14.43 | 12.21 |
| 资本公积增加 | -16 | -7 | 0 | 0 | 0 | P/B | 5.31 | 4.45 | 3.78 | 3.19 | 2.69 |
| 现金净增加额 | -891 | -244 | 4310 | 1399 | 1767 | EV/EBITDA | 16.33 | 14.83 | 11.98 | 9.58 | 7.65 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016 年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士, 理工金融复合背景, 1 年券商资管实习经验, 2 年卖方研究所工作经验。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于中药、血制品等细分领域, 关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。