

强烈推荐-A (维持)

东阿阿胶 000423.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 58.33 元  
 2017年03月11日

阿胶块销量逐步恢复, 长期仍有提价空间

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	65387
总市值(亿元)	381
流通市值(亿元)	381
每股净资产(MRQ)	12.8
ROE(TTM)	22.2
资产负债率	15.7%
主要股东	华润东阿阿胶有限公
主要股东持股比例	23.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	0	25
相对表现	5	-3	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东阿阿胶(000423)——提价效应带来业绩稳健增长》2016-03-10
- 2、《东阿阿胶(000423)——阿胶产品提价带来收入大幅增长》2015-10-20
- 3、《东阿阿胶(000423)——产品提价效应明显, 上半年业绩超预期》2015-08-12

李珊珊

0755-83734347  
 lishsh@cmschina.com.cn  
 S1090511040046

李勇剑

0755-83271617  
 liyj10@cmschina.com.cn  
 S1090515080002

公司公布 16 年年报: 收入增 16%; 净利增 14%; 扣非后净利增 16%, EPS 2.83 元, 基本符合我们预期。四季度单季度业绩表现亮眼, 收入增 40%, 净利增 27%。我们判断阿胶块因前期提价导致销量下滑的状况正逐步恢复, 阿胶浆和桃花姬保持较快增长。作为阿胶行业龙头, 公司对上游核心驴皮资源的把控力度越来越强, 具备长期提价基础, 看好阿胶价值回归, 预测 17 年净利增 19%, 维持强烈推荐。

- **业绩符合预期, Q4 表现亮眼:** 公司 16 年收入 63 亿, 增 16%; 净利 18.5 亿, 增 14%; 扣非净利 17.4 亿, 增 16%, EPS 2.83 元, 业绩整体符合我们预期。Q4 单季度收入增 40%, 净利增 27%, 表现亮眼。我们认为公司 Q4 业绩表现受益于销售旺季, 也与前期提价后市场逐步消化, 销量逐步恢复有关。
- **财务数据分析: 应收账款 3.86 亿, 同比增加 26%, 但相比三季报时 8 亿的应收款大幅减少, 公司在四季度对经销商的回款力度有所加强。存货 30 亿, 同比增加 75%, 其中原材料 17 亿, 相比年初大幅增加 13.4 亿, 我们判断公司 2016 年加大了对核心原材料驴皮的储备, 上游驴资源的把控能力大大增强, 利于公司产品提价并反哺上游的战略。销售费用 16 亿, 增 27%, 其中市场推广费 9 亿, 同比增 45%, 与公司旗下整个阿胶系列产品的推广力度加大有关。管理费用和财务费用基本稳定。整体毛利率 67%, 提升 2.3%, 其中阿胶系列产品提价对冲原材料涨价后的毛利率 74%, 提升 1.47%。**
- **阿胶块销量稳步恢复, 阿胶浆和桃花姬增长较快:** 阿胶系列收入 53.7 亿, 增长 18.7%。2016 年 11 月提价 14%。综合考虑提价因素及量的变化(15 年 4 月 210g 桃花姬涨价 45%, 11 月阿胶系列均上调 15%。16 年 11 月阿胶系列虽上调 14%但预计提价效应将在 17 年反应。)我们预计阿胶块销售额超过 10% 的增长, 销量正逐步恢复。阿胶浆接近 30% 增速。桃花姬增速超过 30%。
- **阿胶系列长期仍有提价空间:** 我们认为在驴皮资源紧张的背景下, 阿胶系列产品持续提价是大趋势。作为行业龙头, 公司对驴皮掌控能力大幅增强, 给竞争对手造成的成本压力迫使其跟随提价, 持续提价后竞争对手的低价策略可能会边际效应递减, 价格差异对阿胶人群来说可能并不明显, 消费者会更加注重对品质的追求, 对公司客户群体的维持和开拓将大为有利。
- **维持强烈推荐:** 我们预测 17 年公司净利增 19%, 看好公司阿胶大市场和未来阿胶的价值回归, 公司是品牌中药, 资产优质, 具备长线投资价值, 维持推荐。
- **主要风险是价格上涨影响销量以及舆论对公司价值回归可能的不良影响。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5450	6317	7315	8467	9783
同比增长	36%	16%	16%	16%	16%
营业利润(百万元)	1920	2163	2591	3087	3655
同比增长	21%	13%	20%	19%	18%
净利润(百万元)	1625	1852	2210	2625	3099
同比增长	19%	14%	19%	19%	18%
每股收益(元)	2.48	2.83	3.38	4.01	4.74
PE	23.5	20.6	17.3	14.5	12.3
PB	5.4	4.6	3.8	3.2	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 东阿阿胶 2016 年母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2016A	增长(率)	2016A	增长(率)
营业收入	6,317	15.9%	4,958	15.9%
营业利润	2163	12.6%	2139	16.1%
利润总额	2196	14.0%	2149	16.3%
净利润	1852	14.0%	1844	16.5%
扣非后净利润	1,739	16.2%		
<b>EPS</b>	<b>2.83</b>	<b>14.0%</b>	<b>2.82</b>	<b>16.5%</b>
扣非后 EPS	2.66	16.2%		
<b>每股经营现金流(元)</b>	<b>0.95</b>	<b>-36.1%</b>	<b>0.42</b>	<b>-62.7%</b>
<b>毛利率</b>	<b>67.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>72.9%</b>	<b>3.0%</b>
营业费用率	25.6%	2.2%	24.4%	2.0%
管理费用率	7.8%	0.0%	8.7%	0.5%
财务费用率	-0.3%	0.1%	-0.8%	0.5%
期间费用率	33.2%	2.3%	32.3%	3.0%
利润率	34.8%	-0.6%	43.3%	0.1%
实际所得税率	15.5%	0.5%	14.2%	-0.2%
<b>净利率</b>	<b>29.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>37.2%</b>	<b>0.0%</b>
ROA (年化总资产收益率)	20.4%	0.0%		
ROE (年化净资产收益率)	25.1%	0.1%		
ROIC (投入资本回报率)	24.9%	0.0%		
营业周期(天)	312	36		
存货周转天数	298	35		
应收账款周转天数	14	1		
资产负债率	17.7%	-1%		

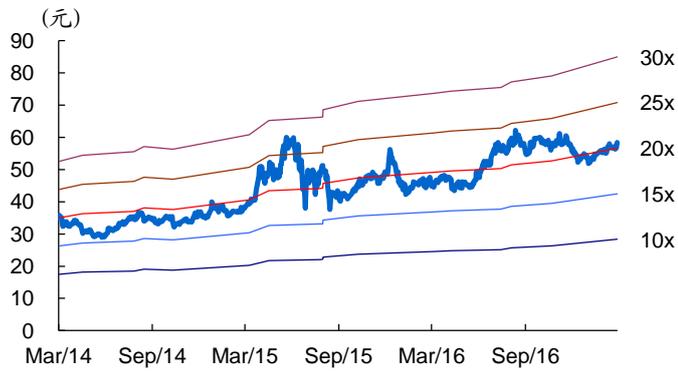
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 东阿阿胶单季度、季度累计经营分析

单位: 百万元	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	15A	16A
一、营业总收入	947	780	877	1405	1432	1115	1238	1665	1483	1191	1310	2332	5450	6317
二、营业总成本	485	573	546	915	837	848	865	1132	859	868	921	1614	3681	4261
其中: 营业成本	302	301	332	446	429	458	470	572	407	422	495	764	1929	2088
营业税金及附加	11	9	10	19	21	11	18	15	23	11	10	26	65	70
销售费用	128	160	110	353	302	273	287	415	320	324	288	686	1277	1618
管理费用	45	109	96	122	77	107	93	146	102	97	119	175	423	493
财务费用	-4	-12	-6	-19	-4	-8	-4	-1	-5	-8	-3	-1	-17	-17
资产减值损失	2	6	3	-5	12	7	0	-15	11	22	12	-35	5	10
三、其他经营收益	39	17	27	19	23	30	61	37	22	16	77	-8	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	17	27	19	23	30	61	37	22	16	77	-8	152	107
四、营业利润	501	224	358	509	619	298	434	570	646	340	467	710	1920	2163
加: 营业外收入	4	16	3	7	5	9	4	2	6	4	6	24	21	39
减: 营业外支出	0	0	0	8	2	3	7	2	1	3	2	0	14	6
五、利润总额	505	240	361	508	622	304	432	570	651	341	471	734	1927	2196
减: 所得税	77	47	58	58	93	58	72	67	103	55	73	109	289	341
六、净利润	428	193	302	450	528	246	360	504	548	286	397	624	1638	1855
减: 少数股东损益	0	-1	0	7	2	0	2	8	3	1	0	-2	13	3
七、归属母公司净利润	427	194	302	442	526	246	358	495	544	285	397	627	1625	1852
<b>EPS</b>	<b>0.65</b>	<b>0.30</b>	<b>0.46</b>	<b>0.68</b>	<b>0.80</b>	<b>0.38</b>	<b>0.55</b>	<b>0.76</b>	<b>0.83</b>	<b>0.44</b>	<b>0.61</b>	<b>0.96</b>	<b>2.48</b>	<b>2.83</b>
<b>收入增长率</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-20.1%</b>	<b>20.6%</b>	<b>51.3%</b>	<b>43.0%</b>	<b>41.0%</b>	<b>18.5%</b>	<b>3.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>5.9%</b>	<b>40.1%</b>	<b>35.9%</b>	<b>15.9%</b>
毛利率	68.1%	61.5%	62.2%	68.2%	70.1%	58.9%	62.0%	65.6%	72.6%	64.6%	62.3%	67.3%	64.6%	67.0%
营业利润率	52.9%	28.8%	40.8%	36.2%	43.2%	26.7%	35.1%	34.2%	43.6%	28.5%	35.7%	30.4%	35.2%	34.2%
净利率	45.1%	24.9%	34.4%	31.5%	36.7%	22.1%	28.9%	29.7%	36.7%	23.9%	30.3%	26.9%	29.8%	29.3%
营业费率	13.5%	20.6%	12.6%	25.1%	21.1%	24.5%	23.2%	24.9%	21.6%	27.2%	22.0%	29.4%	23.4%	25.6%
管理费用率	4.8%	13.9%	10.9%	8.7%	5.4%	9.6%	7.5%	8.8%	6.9%	8.1%	9.1%	7.5%	7.8%	7.8%
财务费率	-0.4%	-1.5%	-0.7%	-1.3%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.7%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.3%
实际税率	15.3%	19.5%	16.2%	11.5%	15.0%	19.0%	16.6%	11.7%	15.9%	16.1%	15.6%	14.9%	15.0%	15.5%
<b>净利润增长率</b>	<b>11.5%</b>	<b>22.2%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>29.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>26.7%</b>	<b>18.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>3.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>26.5%</b>	<b>19.0%</b>	<b>14.0%</b>

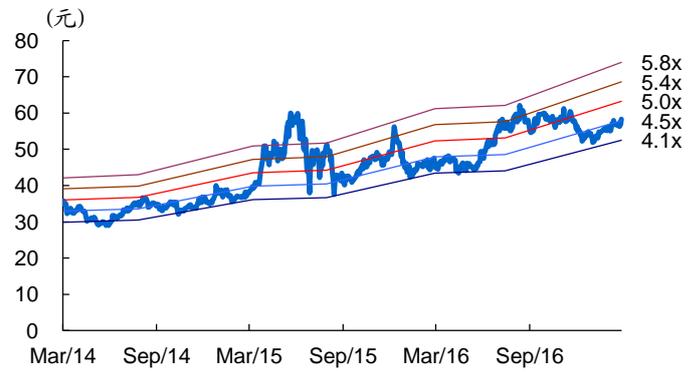
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 东阿阿胶历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 东阿阿胶历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6433	7583	9316	11353	13739
现金	1659	1415	2373	3468	4778
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	122	67	77	89	103
应收款项	308	386	425	492	569
其它应收款	39	65	75	87	100
存货	1725	3014	3324	3708	4145
其他	2581	2636	3041	3509	4044
<b>非流动资产</b>	2176	2367	2318	2275	2235
长期股权投资	94	84	84	84	84
固定资产	1363	1418	1395	1373	1353
无形资产	199	184	165	149	134
其他	520	681	674	668	664
<b>资产总计</b>	<b>8609</b>	<b>9950</b>	<b>11634</b>	<b>13628</b>	<b>15974</b>
<b>流动负债</b>	1455	1491	1551	1623	1705
短期借款	80	0	0	0	0
应付账款	168	360	398	444	497
预收账款	389	174	193	215	241
其他	818	956	959	963	968
<b>长期负债</b>	71	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他	71	73	73	73	73
<b>负债合计</b>	<b>1526</b>	<b>1563</b>	<b>1623</b>	<b>1696</b>	<b>1778</b>
股本	654	654	654	654	654
资本公积金	701	717	717	717	717
留存收益	5659	6988	8610	10527	12786
少数股东权益	69	27	30	34	38
归属于母公司所有者权益	7014	8359	9981	11898	14157
<b>负债及权益合计</b>	<b>8609</b>	<b>9950</b>	<b>11634</b>	<b>13628</b>	<b>15974</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	978	625	1488	1735	2073
净利润	1625	1852	2210	2625	3099
折旧摊销	99	106	111	107	103
财务费用	(6)	(6)	(15)	(23)	(33)
投资收益	(152)	(107)	(107)	(107)	(107)
营运资金变动	(569)	(1204)	(717)	(875)	(999)
其它	(19)	(17)	6	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(1400)	(330)	(63)	(63)	(63)
资本支出	(284)	(351)	(63)	(63)	(63)
其他投资	(1116)	21	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(469)	(539)	(467)	(577)	(700)
借款变动	(164)	(158)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(10)	16	0	0	0
股利分配	(458)	(523)	(589)	(707)	(840)
其他	163	126	122	130	140
<b>现金净增加额</b>	<b>(891)</b>	<b>(244)</b>	<b>959</b>	<b>1095</b>	<b>1310</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5450	6317	7315	8467	9783
营业成本	1929	2088	2308	2575	2878
营业税金及附加	65	70	81	93	108
营业费用	1277	1618	1876	2172	2509
管理费用	423	493	571	660	763
财务费用	(17)	(17)	(15)	(23)	(33)
资产减值损失	5	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	152	107	107	107	107
<b>营业利润</b>	1920	2163	2591	3087	3655
营业外收入	21	39	39	39	39
营业外支出	14	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	1927	2196	2624	3120	3688
所得税	289	341	411	492	585
<b>净利润</b>	1638	1855	2213	2628	3104
少数股东损益	13	3	3	4	4
<b>归属于母公司净利润</b>	1625	1852	2210	2625	3099
<b>EPS (元)</b>	2.48	2.83	3.38	4.01	4.74

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	36%	16%	16%	16%	16%
营业利润	21%	13%	20%	19%	18%
净利润	19%	14%	19%	19%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	64.6%	67.0%	68.4%	69.6%	70.6%
净利率	29.8%	29.3%	30.2%	31.0%	31.7%
ROE	23.2%	22.2%	22.1%	22.1%	21.9%
ROIC	22.2%	21.4%	21.5%	21.5%	21.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.7%	15.7%	14.0%	12.4%	11.1%
净负债比率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	5.1	6.0	7.0	8.1
速动比率	3.2	3.1	3.9	4.7	5.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	25.7	18.2	18.0	18.5	18.4
应付帐款周转率	9.6	7.9	6.1	6.1	6.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.48	2.83	3.38	4.01	4.74
每股经营现金	1.49	0.95	2.28	2.65	3.17
每股净资产	10.72	12.78	15.26	18.19	21.65
每股股利	0.80	0.90	1.08	1.28	1.52
<b>估值比率</b>					
PE	23.5	20.6	17.3	14.5	12.3
PB	5.4	4.6	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	17.4	15.5	12.9	10.9	9.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，9 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**杨玥**，北京大学药学院天然药物化学系硕士，曾任赛诺菲安万特中国肿瘤药北京销售 4 年，长城证券 4 年券商从业经验，2015 年 8 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**团队荣誉**：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名。2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。