

东阿阿胶(000423)/中药

消费者价格敏感度降低, 提价战略可持续

评级: 买入

市场价格: 59.55

目标价格: 75.02—81.84

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315206

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

Email: chics@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

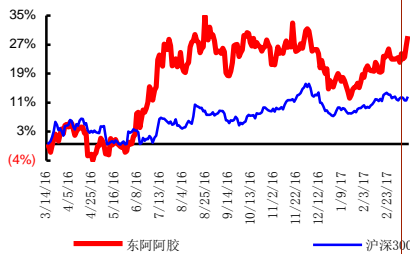
指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5449.66	6317.14	7361.02	8487.74	9740.74
增长率 yoy%	35.94%	15.92%	16.52%	15.31%	14.76%
净利润	1625.03	1852.47	2229.01	2643.58	3101.16
增长率 yoy%	19.00%	14.00%	20.33%	18.60%	17.31%
每股收益(元)	2.48	2.83	3.41	4.04	4.74
每股现金流量	1.49	0.95	3.89	2.89	4.07
净资产收益率	23.17%	22.16%	21.05%	20.57%	19.90%
P/E	23.97	21.02	17.47	14.73	12.56
PEG	1.26	1.50	0.86	0.79	0.73
P/B	5.55	4.66	3.68	3.03	2.50
备注:					

投资要点

- 公司通过加强营销推动产品终端用量增长, 提价战略可持续, 受益于消费升级和老龄化, 业绩有望保持较高增长。高管和控股股东增持彰显发展信心, 激励有所改善。目前公司估值处于行业最低区域, 相比业绩持续成长性, 价值被低估。
- 公司3月10日公布2016年年报, 实现营收63.2亿, 同比增长15.92%; 归母净利润18.5亿, 同比增长14.00%, 扣非净利润增长16.17%, 超市场预期。
- 阿胶系列产品实现营业收入51.02亿元, 同比增长18.65%; 毛利率同比增长1.47%。预计阿胶块销售1300吨以上, 销量略有增长, 改变了以往提价以后销量下滑的情况。复方阿胶浆与桃花姬等衍生品增长超30%; 随着复方阿胶浆和桃花姬等衍生品等占比提升, 它们的增长对收入增长的贡献不断提升。
- 2016年驴皮存货增加十多亿元, 主要由于公司加大海外原材料采购力度, 增加了驴皮储备。另外公司大力推动毛驴产业发展, 提升驴皮资源掌控力, 缓解国内驴皮涨价压力的同时, 也为阿胶系列产品长期成长做好原料保障。
- 虽然近年来提价后阿胶块销量有所回落, 但是阿胶系列收入仍持续较快增长。通过品牌塑造和历次提价, 东阿阿胶的消费者更加集中于经济条件好的高端客户, 越高端的客户对价格的敏感度越低。而且随着消费升级和老龄化, 东阿阿胶的目标客户群体将继续扩大。目前东阿阿胶的日均消费金额约20-30元, 同其他高端消费品相比日消费金额其实不高; 当前驴皮供应依然紧张, 公司在阿胶产品上品牌力超然, 有很高定价权, 未来还有较大的提价空间。
- 2016年6月董监高共6人合计增持公司股票1.2亿元, 均价46.31元/股。公司控股股东华润医药合计增持3271.08万股, 占总股本的5.00%。高管和大股东增持彰显了对未来发展的信心, 另外也有助于改善公司激励。
- **盈利预测与估值:** 预计2017-2019年营业收入为73.61、84.88和97.41亿元, 同比增长16.52%、15.31%和14.76%, 归母净利润为22.29、26.44和31.01亿元, 同比增长20.33%、18.60%和17.31%。公司加强营销推动产品终端用量增长, 提价战略可持续, 业绩有望保持较高增长。当前股价对应2017年PE只有17倍, 相比业绩成长性, 估值被低估, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价: 75.02-81.84元。
- **风险提示:** 原材料涨价的风险; 产品提价后销量下滑的风险

基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	59.55
市值(百万元)	38,947
流通市值(百万元)	38,938

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

四季度业绩超预期，阿胶系列收入增速提升	- 3 -
2016 年年报基本数据解读	- 3 -
四季度业绩超预期，同比环比均大幅增长	- 4 -
提升原料掌控力，为产品长期成长做好保障	- 5 -
消费群体升级，价格敏感度下降，长期看提价仍有空间	- 5 -
控股股东、高管连续增持彰显发展信心、改善激励	- 6 -
盈利预测与估值	- 6 -
风险提示	- 8 -
原材料涨价的风险	- 8 -
产品提价后销量下滑的风险	- 8 -

图表目录

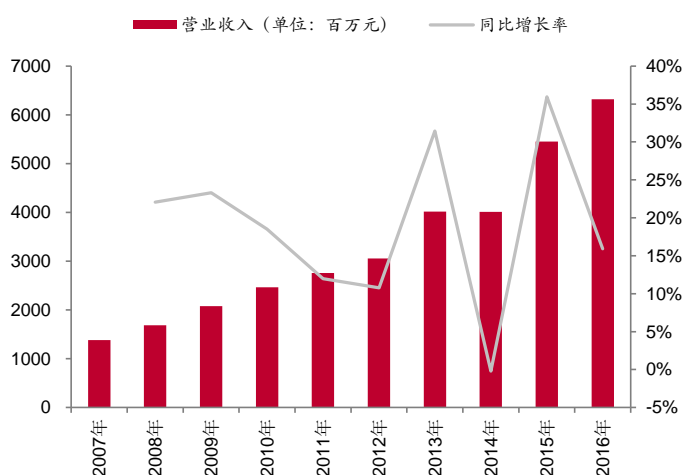
图表 1：东阿阿胶历年收入情况	- 3 -
图表 2：东阿阿胶历年净利润情况	- 3 -
图表 3：东阿阿胶主要财务指标变化（百万元）	- 4 -
图表 4：东阿阿胶分季度主要财务指标（百万元）	- 4 -
图表 5：阿胶块出厂价提价情况	- 5 -
图表 6：阿胶系列收入持续增长	- 6 -
图表 7：东阿阿胶分业务预测	- 7 -
图表 8：东阿阿胶期间费用率和所得税率假设（百万元）	- 7 -
图表 9：东阿阿胶可比公司估值（百万元）	- 8 -
图表 10：东阿阿胶财务预测模型	- 9 -

四季度业绩超预期，阿胶系列收入增速提升

2016 年年报基本数据解读

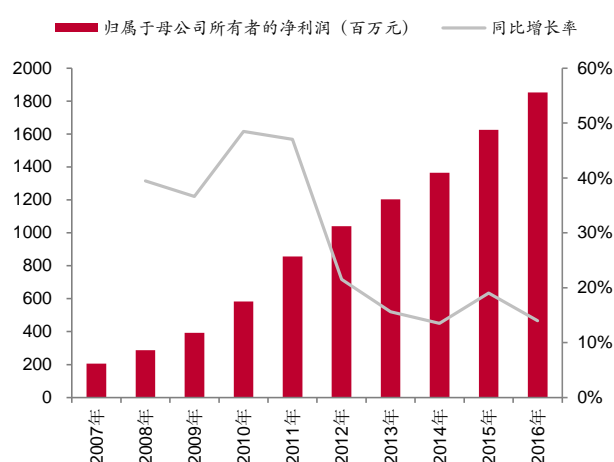
- 2016 年实现收入 63.17 亿元，同比增长 15.9%；实现归属于母公司所有者的净利润为 18.52 亿元，同比增长 14.0%；基本每股收益为 2.83 元。全年扣非净利润增长 16.17%，超市场预期。

图表 1：东阿阿胶历年收入情况



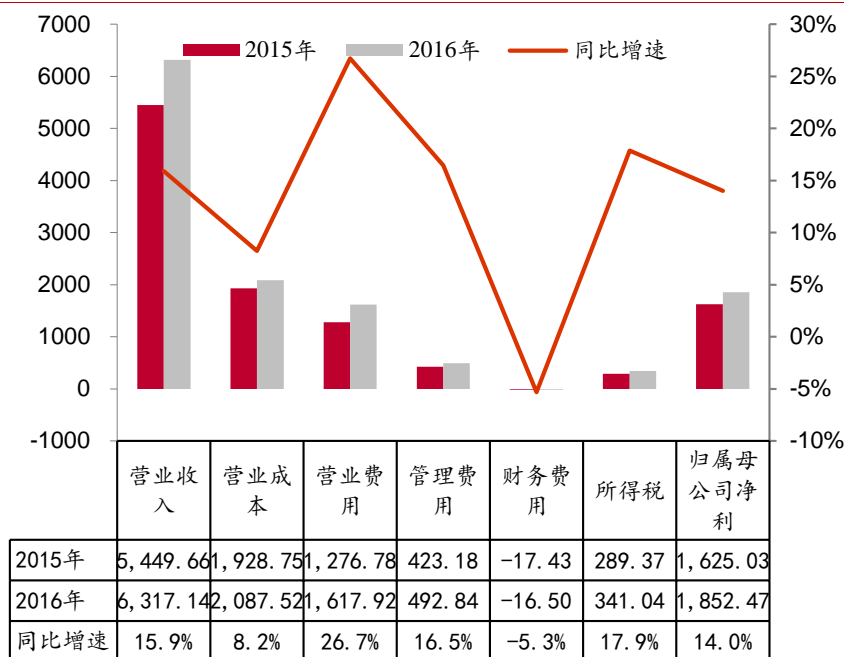
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：东阿阿胶历年净利润情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 阿胶系列产品实现营业收入 51.02 亿元，同比增长 18.65%；毛利率同比增长 1.47%。预计阿胶块销售 1300 吨以上，销量略有增长，改变了以往提价以后销量下滑的情况。复方阿胶浆与桃花姬等衍生品增长超 30%；随着复方阿胶浆和桃花姬等衍生品等占比提升，它们的增长对收入增长的贡献不断提升。
- 2016 年销售费用 16.18 亿元，同比增长 8.17%，销售费用率提升 2.18pp 到 25.61%；我们认为这与公司对重点产品推广费用增加、广告费用增加有关。2016 年管理费用率为 7.80%，财务费用率-0.26%，两项指标保持稳定。

图表 3: 东阿阿胶主要财务指标变化 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

四季度业绩超预期, 同比环比均大幅增长

- 2016年Q4实现收入23.32亿元,同比增长40.10%,环比增长78.01%。主要是由于四季度阿胶消费旺季带来的终端需求增长和公司加大终端促销力度所致;另外2015年四季度提价控货也使得基数较低。
- 最新一轮提价效应尚未显现。2016年11月18日,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较高,超出预期。我们预计最新一轮提价有望在2017年二、三月份执行。

图表 4: 东阿阿胶分季度主要财务指标 (百万元)

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	1,432.02	1,115.23	1,237.58	1,664.82	1,483.07	1,191.28	1,310.32	2,332.46
营收同比增长	51.29%	42.97%	41.04%	18.50%	3.56%	6.82%	5.88%	40.10%
营收环比增长	1.93%	-22.12%	10.97%	34.52%	-10.92%	-19.68%	9.99%	78.01%
营业成本	428.63	458.04	469.81	572.27	406.90	422.26	494.56	763.80
营业费用	301.62	272.69	287.19	415.29	320.37	323.68	287.86	686.02
管理费用	76.79	107.31	93.36	145.72	102.22	96.68	119.07	174.87
财务费用	-3.88	-8.31	-3.78	-1.46	-4.73	-8.27	-2.58	-0.92
营业利润	618.66	297.80	434.19	569.63	646.29	339.64	467.25	709.87
利润总额	621.68	303.54	431.88	570.09	651.04	340.69	470.69	733.76
所得税	93.30	57.62	71.88	66.58	103.41	54.88	73.31	109.44
归母净利润	526.10	246.06	357.64	495.22	544.38	284.57	396.97	626.54

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

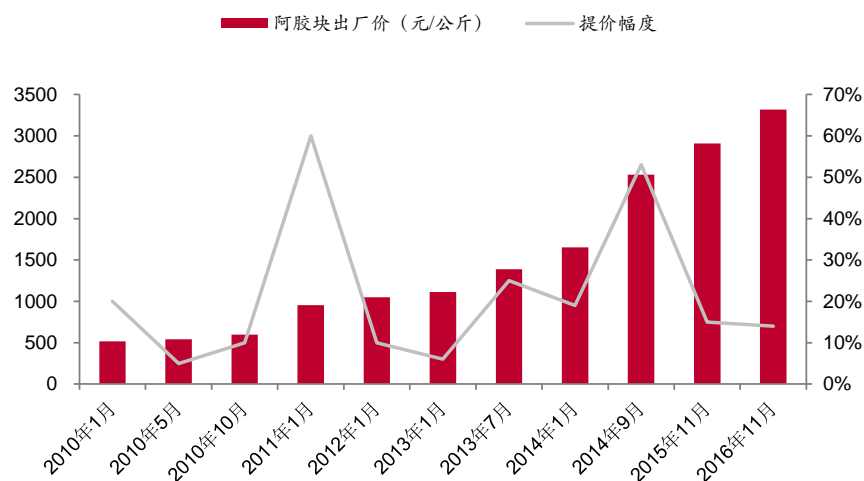
提升原料掌控力，为产品长期成长做好保障

- 2016 年底公司存货 30.14 亿元，比 2015 年底增加了约 13 亿元。其中最主要是由于原材料由 4.42 亿元增加到了 16.89 亿元。驴皮作为稀缺资源，长期影响了公司阿胶产品的放量，近年来价格也不断上涨。公司开拓海外市场，加大全球原材料采购力度，增加了驴皮储备。驴皮储备的增加，可以缓解国内驴皮涨价压力，并为阿胶系列产品长期成长做好保障。
- 此外公司坚持“把毛驴当药材养”，实行“毛驴活体循环开发”，与精准扶贫相结合，做大做强毛驴产业。充分利用社会资源，加大活驴掌控和驴皮采购力度，积极加强全球原料资源掌控。建立两个百万头毛驴基地，创新规模化养殖合作模式，掌控国内主要毛驴交易市场，控制上游产业关键环节。

消费群体升级，价格敏感度下降，长期看提价仍有空间

- 公司阿胶块自 2006 年至今的 10 多年已提价 17 次，终端价格增长约 20 倍。复方阿胶浆自 2007 年开始提价，至今累计提价 7 次，出厂价提高了约 2 倍；桃花姬阿胶糕也在 2015 年进行了三次提价。市场对于提价的持续性有所担心，主要担心提价以后消费群体流失以及提价的天花板是否到来。

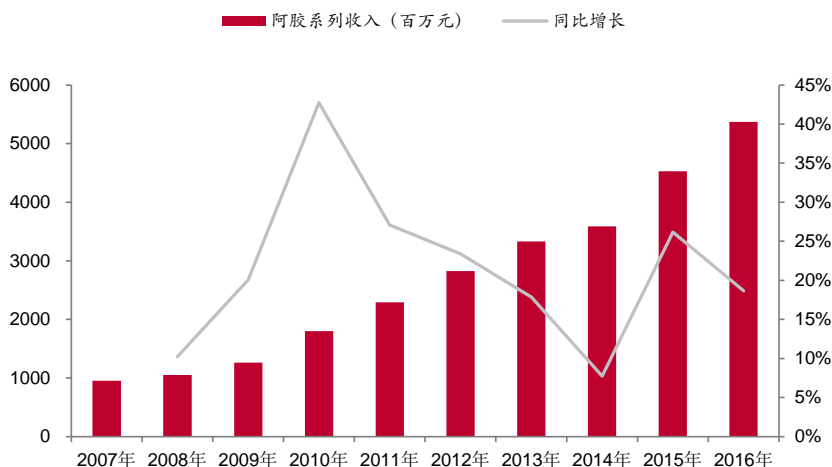
图表 5：阿胶块出厂价提价情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 虽然近年来提价后阿胶块销量有所回落，但是阿胶系列收入仍持续增长。通过品牌塑造和历次提价，东阿阿胶的消费者更加集中于经济条件好的高端客户，越高端的客户对价格的敏感度越低。随着消费升级和老龄化，东阿阿胶的目标客户群体将继续扩大。

图表 6: 阿胶系列收入持续增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 目前东阿阿胶的日均消费金额约 20-30 元, 同其他高端消费品相比消费不算太高; 当前驴皮供应依然紧张, 公司在阿胶产品上品牌力超然, 有很高定价权, 未来还有较大的提价空间。

控股股东、高管连续增持彰显发展信心、改善激励

- 2016 年 6 月董监高共 6 人合计增持公司股票 1.2 亿元, 均价 46.31 元/股。公司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。高管和大股东增持彰显了对未来发展的信心, 另外也有助于改善公司激励。另外, 控股股东华润医药去年登陆港股, 有望进一步提升对公司的业绩需求和改善激励。

盈利预测与估值

- 公司主营业务的营业收入、营业成本、毛利率预测以及各年度期间费用预测如下:

图表 7: 东阿阿胶分业务预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入					
合计	5,440.83	6,304.96	7,361.02	8,487.74	9,740.74
阿胶及系列	4,526.29	5,370.54	6,379.88	7,457.54	8,659.03
医药贸易	251.92	265.64	278.92	292.87	307.51
其他	662.62	668.78	702.22	737.33	774.20
营业成本					
合计	1,925.46	2,081.70	2,308.02	2,613.09	2,950.90
阿胶及系列	1,238.26	1,390.35	1,594.97	1,864.39	2,164.76
医药贸易	207.14	252.26	256.61	269.44	282.91
其他	480.07	439.09	456.44	479.26	503.23
毛利					
合计	3,515.37	4,223.26	5,053.00	5,874.65	6,789.84
阿胶及系列	3,288.04	3,980.19	4,784.91	5,593.16	6,494.27
医药贸易	44.78	13.38	22.31	23.43	24.60
其他	182.55	229.70	245.78	258.07	270.97
毛利率(%)					
合计	64.61	66.98	68.65	69.21	69.71
阿胶及系列	72.64	74.11	75.00	75.00	75.00
医药贸易	17.78	5.04	8.00	8.00	8.00
其他	27.55	34.35	35.00	35.00	35.00

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 东阿阿胶期间费用率和所得税率假设 (百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业费用	774.04	815.52	751.30	1276.78	1617.92	1849.09	2132.12	2446.87
%营业收入	25.33%	20.31%	18.74%	23.43%	25.61%	25.12%	25.12%	25.12%
管理费用	333.91	358.69	371.51	423.18	492.84	573.39	661.50	759.02
%营业收入	10.93%	8.93%	9.27%	7.77%	7.80%	7.79%	7.79%	7.79%
财务费用	-21.50	-47.76	-40.37	-17.43	-16.50	-71.42	-124.07	-175.97
%营业收入	-0.70%	-1.19%	-1.01%	-0.32%	-0.26%	-0.97%	-1.46%	-1.81%
所得税	191.03	217.34	241.06	289.37	341.04	401.97	478.54	562.25
所得税率	15.35%	15.12%	14.94%	15.02%	15.53%	15.26%	15.31%	15.33%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 预计 2017-2019 年公司营业收入为 73.61、84.88 和 97.41 亿元, 同比增长 16.52%、15.31%和 14.76%, 归母净利润为 22.29、26.44 和 31.01 亿元, 同比增长 20.33%、18.60%和 17.31%。公司加强营销推动产品终端用量增长, 有望提升产品提价的效果, 提价战略可持续, 业绩有望保持较高增长。当前股价对应 2017 年 PE 只有 17 倍, 而且较高的业绩成长性, 相比可比公司估值被低估, 首次覆盖, 给予“买入”评级。给予公司 2017 年 22-24 倍 PE, 目标价: 75.02-81.84。

图表 9：东阿阿胶可比公司估值（百万元）

股票代码	公司名称	营收 (2015)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2015)	近3年净利 润CAGR(%)	净利率	PE(2016)	PE(2017)	PE(2018)	总市值(亿 元)
600085.SH	同仁堂	10,808.76	11.37	1,465.10	15.36	13.6%	42.9	37.6	32.7	434
600332.SH	江中药业	19,124.66	4.22	1,345.29	48.73	7.0%	31.6	26.2	22.4	442
600436.SH	片仔癀	1,885.67	16.23	463.34	10.22	24.6%	48.8	39.2	31.4	293
000538.SZ	云南白药	20,738.13	14.51	2,755.58	20.53	13.3%	26.0	23.1	20.3	804
平均值							37.3	31.5	26.7	
000423.SZ	东阿阿胶	5,449.66	16.49	1,637.81	16.23	30.1%	21.0	17.5	14.7	389

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

原材料涨价的风险

- 公司产品的主要原材料驴皮由于资源供给稀缺，近年来持续涨价；公司虽然加大了驴皮的收储，但是未来若原材料若大幅涨价也将会影响公司的盈利。

产品提价后销量下滑的风险

- 公司产品经过多次提价，目前价格已经较高，2016 年底又进一步提价，存在提价后销量下滑的风险。

图表 10: 东阿阿胶财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7583	9735	12018	14810	营业收入	6317	7361	8488	9741
现金	1415	3823	5302	7588	营业成本	2088	2308	2613	2951
应收账款	386	399	483	552	营业税金及附加	70	85	97	111
其他应收款	65	68	78	92	营业费用	1618	1849	2132	2447
预付账款	230	306	337	375	管理费用	493	573	661	759
存货	3014	2909	3453	3840	财务费用	-17	-71	-124	-176
其他流动资产	2473	2230	2365	2364	资产减值损失	10	8	8	8
非流动资产	2367	2494	2561	2613	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	84	167	167	167	投资净收益	107	2	2	2
固定资产	1418	1575	1666	1721	营业利润	2163	2612	3103	3643
无形资产	184	178	172	166	营业外收入	39	32	32	33
其他非流动资产	681	574	555	558	营业外支出	6	9	9	9
资产总计	9950	12229	14580	17423	利润总额	2196	2634	3126	3668
流动负债	1491	1538	1623	1729	所得税	341	402	479	562
短期借款	0	27	36	21	净利润	1855	2232	2647	3106
应付账款	360	332	376	439	少数股东损益	3	3	4	4
其他流动负债	1130	1180	1212	1269	归属母公司净利润	1852	2229	2644	3101
非流动负债	73	73	72	73	EBITDA	2253	2654	3107	3607
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.83	3.41	4.04	4.74
其他非流动负债	73	73	72	73					
负债合计	1563	1611	1695	1802	主要财务比率				
少数股东权益	27	30	34	38	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	691	691	691	691	营业收入	15.9%	16.5%	15.3%	14.8%
留存收益	6988	9243	11505	14239	营业利润	12.6%	20.7%	18.8%	17.4%
归属母公司股东权益	8359	10588	12850	15583	归属于母公司净利润	14.0%	20.3%	18.6%	17.3%
负债和股东权益	9950	12229	14580	17423	获利能力				
					毛利率(%)	67.0%	68.6%	69.2%	69.7%
					净利率(%)	29.3%	30.3%	31.1%	31.8%
					ROE(%)	22.2%	21.1%	20.6%	19.9%
					ROIC(%)	27.2%	33.2%	34.6%	37.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.7%	13.2%	11.6%	10.3%
					净负债比率(%)	0.00%	1.66%	2.10%	1.15%
					流动比率	5.09	6.33	7.40	8.57
					速动比率	3.06	4.44	5.28	6.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.66	0.63	0.61
					应收账款周转率	18	18	19	18
					应付账款周转率	7.90	6.67	7.38	7.25
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.83	3.41	4.04	4.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	3.89	2.89	4.07
					每股净资产(最新摊薄)	12.78	16.19	19.65	23.83
					估值比率				
					P/E	21.02	17.47	14.73	12.56
					P/B	4.66	3.68	3.03	2.50
					EV/EBITDA	17	14	12	10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。