

强烈推荐-A (维持)

东阿阿胶 000423.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 59.49 元
 2017年03月17日

掌控原料, 做强品牌, 做长产业链

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	65387
总市值(亿元)	389
流通市值(亿元)	389
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	8	9	32
相对表现	7	1	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东阿阿胶(000423)——阿胶块销量逐步恢复, 长期仍有提价空间》2017-03-12
- 2、《东阿阿胶(000423)——提价效应带来业绩稳健增长》2016-03-10
- 3、《东阿阿胶(000423)——阿胶产品提价带来收入大幅增长》2015-10-20

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
 liyj10@cmschina.com.cn
 S1090515080002

我们近日调研公司, 主要看点: 1.上游驴皮原料掌控加强, 2020年有望实现自我供给; 2.阿胶块稳定增长, 阿胶浆突破性增长, 桃花姬更换包装后重点推广京鲁; 3.创新毛驴产业新模式; 4.积极推进混改, 强化激励。看好阿胶价值回归, 预测17年净利增19%, 维持强推。

我们近期调研了公司, 纪要如下:

- **阿胶块稳定增长:** (1) **价格:** 提价仍是阿胶价值回归的长期策略, 目标是希望价格达到5000-6000元/kg, 相比海参、燕窝、虫草等同类滋补品, 阿胶目前不到30元的日均服用费用仍有提升空间。(2) **量:** 虽然提价短期会导致销量有所下滑, 但随后销量仍会慢慢恢复, 公司通过加强营销有希望维持销量不因提价而下滑, 目前维持1200吨年销量问题不大。
- **阿胶浆突破性增长:** 开拓新包装, 瓶口拧开即喝, 不用插管。锁定气血保养, 精准营销, 加大在城市白领中推广力度(广州阿胶浆增长很快, 用户人群多为写字楼办公人员), 预计阿胶浆在公司整体180亿经营目标中会率先突破。
- **桃花姬:** 更新包装, 颜值更高。考虑到食品属性, 时间越短口感越好, 先重点开拓北京、山东市场, 成熟后推向全国。
- **渠道库存:** 16年4季度是销售旺季, 前三季度经销商迎接飞行检查不进货, 消化库存, 整体来说16年是公司较为艰难的一年。目前库存情况优良。
- **上游原料:** 公司控制了超过80%驴皮资源, 蒙东、辽西等基地均是百万头规模, 计划2020年实现自我供应。农户养驴的政策鼓励方面, 山东落实最好, 写进山东省一号文件, 聊城农户生一头小母驴政府补助1200元。
- **全产业链布局:** 创新毛驴产业新模式(管理+金融+驴交所+深加工)。(1)引入金融租赁方式养殖毛驴。(2)合作成立驴交所进一步掌控毛驴资源, 目前交易额已突破5亿, 计划2020年交易100万头, 交易额达到80亿。(3)“以肉谋皮”开发驴肉火锅、驴肉包子甚至驴肉汉堡等。(4)文化体验: 将游客变顾客, 顾客变游客。成立毛驴博物馆, 与迪斯尼合作建世界毛驴乐园, 合作养生体验酒店等。
- **阿胶行业新标准:** 年底有可能推出行业新标准, 新标准如果严格执行, 很多阿胶企业要提升原料采购质量, 经营压力加大, 进一步推高驴皮价格。公司已经控制80%以上驴皮原料, 但在整个阿胶市场供应量中占比不到20%。新标准出台将给公司带来很大的提升空间。

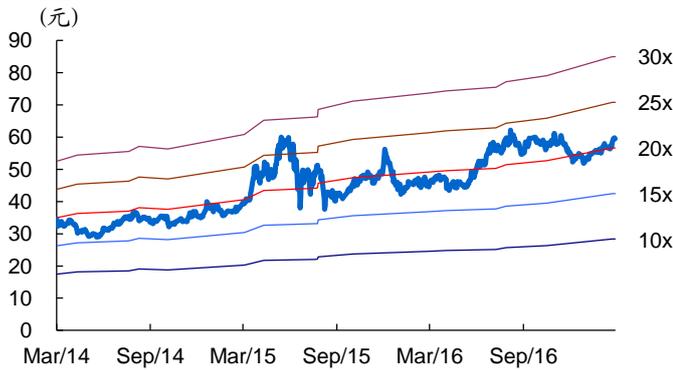
财务数据与估值

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	23.9	21.0	17.6	14.8	12.6
PB	5.5	4.7	3.9	3.3	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

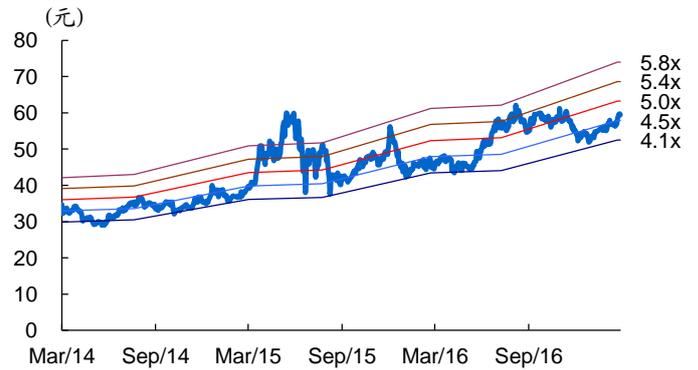
- **激励:** 省政府高度重视, 华润和聊城市政府在混改方向上比较一致, 会共同推进公司混改方案。
- **业绩:** 预计 17 年业绩增长不会比 16 年差。
- **我们的看法:** **1、阿胶系列长期提价可持续:** 核心在于公司掌控 80% 以上的驴皮资源, 成本端压迫竞争对手必须跟随提价, 握有提价主动权, 在驴皮资源紧俏的现实背景下, 长期提价是大势所趋, 如果行业新标准能及时推出严格执行, 对公司更是构成利好。**2、消费升级大背景下, 长期来看提价对销量的影响有限:** 在消费升级大背景下, 消费者对高端滋补产品的需求不会萎缩, 阿胶块未来定位为中高端消费用户, 我们认为提价对销量的影响比较有限, 原因在于: (1) 阿胶目前的使用人群相对国内庞大的人口基数而言, 市场本身就有可开拓空间。(2) 中高端消费用户中, 提价对价格不敏感的客户影响甚微。(3) 对价格相对敏感的阿胶用户群体而言, 我们认为之前市场担心的这部分用户群体由东阿阿胶流向其他阿胶品牌的趋势今后可能会逆转, 因为公司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, 价格差异对这类人群的影响会减弱, 反而会更加注重对品质的追求重新选择东阿阿胶。**3、复方阿胶浆、桃花姬等品牌的快速增长给公司业绩带来弹性。**
- **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。**

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	8609	9950	11634	13628	15974
流动负债	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
长期负债	71	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他	71	73	73	73	73
负债合计	1526	1563	1623	1696	1778
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
负债及权益合计	8609	9950	11634	13628	15974

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(1400)	(330)	(63)	(63)	(63)
资本支出	(284)	(351)	(63)	(63)	(63)
其他投资	(1116)	21	0	0	0
筹资活动现金流	(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
现金净增加额	(891)	(244)	959	1095	1310

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
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	1927	2196	2624	3120	3688
所得税	289	341	411	492	585
净利润	1638	1855	2213	2628	3104
少数股东损益	13	3	3	4	4
归属于母公司净利润	1625	1852	2210	2625	3099
EPS (元)	2.48	2.83	3.38	4.01	4.74

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
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
估值比率					
PE	23.9	21.0	17.6	14.8	12.6
PB	5.5	4.7	3.9	3.3	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。