

东阿阿胶(000423)/中药

阿胶系列保持较快增长, 提价效应尚未充分显现

评级: 买入(维持)

市场价格: 65.89

目标价格: 75.02—81.84

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

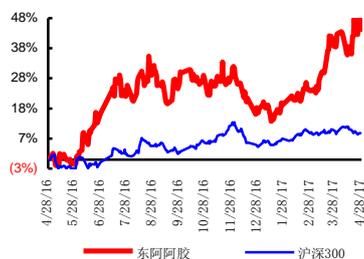
分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

Email: chics@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	65.89
市值(百万元)	43,093
流通市值(百万元)	43,083

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 东阿阿胶(000423.SZ)点评报告: 毛利率提升明显, 业绩环比改善
- 2 东阿阿胶(000423.SZ): 华润大规模增持, 股价安全边际充分
- 3 东阿阿胶(000423.SZ): 高管增持彰显决心, 价值回归持续推进

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5449.66	6317.14	7257.13	8306.10	9457.93
增长率 yoy%	35.94%	15.92%	14.88%	14.45%	13.87%
净利润	1625.03	1852.47	2224.59	2630.66	3076.09
增长率 yoy%	19.00%	14.00%	20.09%	18.25%	16.93%
每股收益(元)	2.48	2.83	3.40	4.02	4.70
每股现金流量	1.49	0.95	3.94	2.92	4.08
净资产收益率	23.17%	22.16%	21.02%	20.50%	19.79%
P/E	26.52	23.26	19.37	16.38	14.01
PEG	1.40	1.66	0.96	0.90	0.83
P/B	6.14	5.16	4.07	3.36	2.77

备注:

投资要点

- **事件: 一季度公司实现营收 16.76 亿元, 同比增长 13.03%; 实现归母净利润 6.05 亿元, 同比增长 11.05%; 扣非净利润 5.85 亿元, 同比增长 12.01%。业绩基本符合预期。**
- **阿胶系列产品保持较快增长。**一季度母公司收入 14.64 亿元, 同比增长 16.01%。预计阿胶块实现收入增长约 10%, 复方阿胶浆增长约 30%, 桃花姬增长平稳。阿胶块、复方阿胶浆均保持良好增长趋势, 桃花姬增速不快主要由于 2017 年春节较早, 收入部分确认在 2016 年四季度。
- **新一轮提价 3 月份才执行, 提价效应未充分显现。**2016 年 11 月 18 日, 公司公告新一轮提价, 东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调 14%、28%、25%, 但到今年 3 月份才执行。一季度提价效应尚未充分显现, 预计二、三季度公司增长有望加速。
- **扣非净利润 5.85 亿元, 同比增长 12.01%, 符合市场预期。**毛利率 70.80%, 同比下降 1.77pp, 预计主要由于原料成本上升, 而提价效应未充分体现。销售费用率提升 0.57pp 至 22.17%, 管理费用率降低 1.08pp 至 5.81%。经营性现金流 1.44 亿元, 同比去年-6.75 亿元显著好转, 主要由于销售回款增加。存货增加 7.36 亿元, 主要由于公司继续加大驴皮采购力度, 保证长期原料供应。
- **公司提价战略可持续, 通过加强营销推动产品终端消费量增长, 受益于消费升级和老龄化, 业绩有望保持较快增长。**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。高管和控股股东的增持也彰显了对公司发展的信心, 管理层激励有改善。
- **盈利预测与估值:** 预计 2017-2019 年营业收入为 72.57、83.06 和 94.58 亿元, 同比增长 14.88%、14.45% 和 13.87%, 归母净利润为 22.25、26.31 和 30.76 亿元, 同比增长 20.09%、18.25% 和 16.93%。公司业绩已经连续十年保持较快增速, 体现公司稳健经营能力; 在消费升级和老龄化的背景下, 随着公司加强营销能力建设, 未来业绩有望保持较快增长。当前股价对应 2017 年 PE 只有 19 倍, 价值仍然低估, 维持“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**

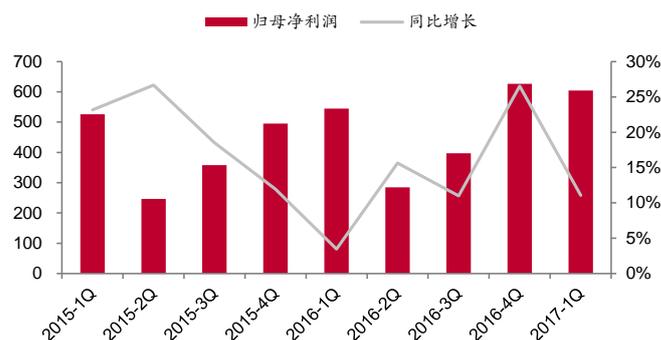
图表 1：东阿阿胶分季度财务指标（百万元）

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q
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	1,676.34
营收同比增长	51.29%	42.97%	41.04%	18.50%	3.56%	6.82%	5.88%	40.10%	13.03%
营收环比增长	1.93%	-22.12%	10.97%	34.52%	-10.92%	-19.68%	9.99%	78.01%	-28.13%
营业成本	428.63	458.04	469.81	572.27	406.90	422.26	494.56	763.80	489.57
销售费用	301.62	272.69	287.19	415.29	320.37	323.68	287.86	686.02	371.62
管理费用	76.79	107.31	93.36	145.72	102.22	96.68	119.07	174.87	97.39
财务费用	-3.88	-8.31	-3.78	-1.46	-4.73	-8.27	-2.58	-0.92	-2.59
营业利润	618.66	297.80	434.19	569.63	646.29	339.64	467.25	709.87	713.58
利润总额	621.68	303.54	431.88	570.09	651.04	340.69	470.69	733.76	716.41
所得税	93.30	57.62	71.88	66.58	103.41	54.88	73.31	109.44	111.30
归母净利润	526.10	246.06	357.64	495.22	544.38	284.57	396.97	626.54	604.57
同比增长	23.16%	26.67%	18.54%	11.94%	3.48%	15.65%	11.00%	26.52%	11.05%

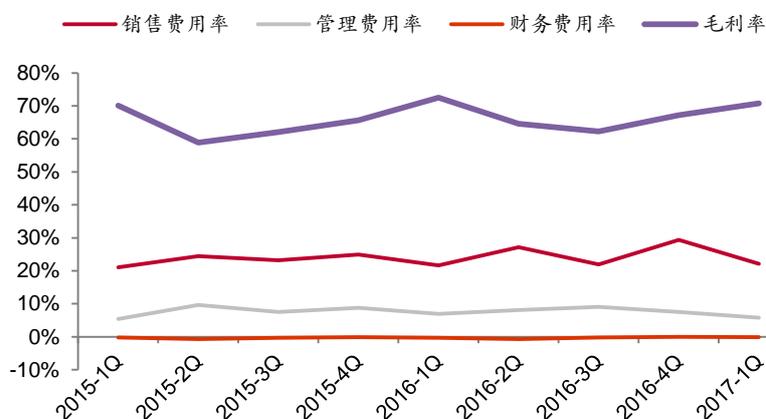
来源：中泰证券研究所

图表 2：东阿阿胶分季度营业收入（百万元）


来源：中泰证券研究所

图表 3：东阿阿胶分季度归母净利润（百万元）


来源：中泰证券研究所

图表 4：东阿阿胶分季度毛利率、费用率情况


来源：中泰证券研究所

图表 5: 东阿阿胶财务报表预测

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	9721	11986	14746	营业收入	6317	7257	8306	9458
现金	1415	3853	5350	7647	营业成本	2088	2282	2568	2880
应收账款	386	393	472	536	营业税金及附加	70	80	91	104
其他应收款	65	67	77	89	营业费用	1618	1790	2032	2294
预付账款	230	303	331	366	管理费用	493	565	647	737
存货	3014	2876	3393	3748	财务费用	-17	-72	-125	-177
其他流动资产	2473	2229	2362	2360	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	2607	3087	3614
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	12215	14547	17358	利润总额	2196	2629	3111	3638
流动负债	1491	1528	1607	1704	所得税	341	401	476	558
短期借款	0	27	36	21	净利润	1855	2228	2634	3081
应付账款	360	328	369	428	少数股东损益	3	3	4	4
其他流动负债	1130	1173	1202	1255	归属母公司净利润	1852	2225	2631	3076
非流动负债	73	73	72	73	EBITDA	2253	2649	3091	3576
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.83	3.40	4.02	4.70
其他非流动负债	73	73	72	73					
负债合计	1563	1601	1680	1777	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%	14.9%	14.5%	13.9%
留存收益	6988	9239	11489	14199	营业利润	12.6%	20.5%	18.4%	17.0%
归属母公司股东权益	8359	10584	12834	15543	归属于母公司净利润	14.0%	20.1%	18.3%	16.9%
负债和股东权益	9950	12215	14547	17358	获利能力				
					毛利率(%)	67.0%	68.6%	69.1%	69.5%
					净利率(%)	29.3%	30.7%	31.7%	32.5%
					ROE(%)	22.2%	21.0%	20.5%	19.8%
					ROIC(%)	27.2%	33.3%	34.7%	38.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.7%	13.1%	11.5%	10.2%
					净负债比率(%)	0.00%	1.67%	2.12%	1.17%
					流动比率	5.09	6.36	7.46	8.65
					速动比率	3.06	4.48	5.35	6.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.65	0.62	0.59
					应收账款周转率	18	18	19	18
					应付账款周转率	7.90	6.63	7.36	7.22
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.83	3.40	4.02	4.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	3.94	2.92	4.08
					每股净资产(最新摊薄)	12.78	16.18	19.62	23.77
					估值比率				
					P/E	23.26	19.37	16.38	14.01
					P/B	5.16	4.07	3.36	2.77
					EV/EBITDA	18	16	13	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	625	2575	1907	2667
净利润	1855	2228	2634	3081
折旧摊销	106	114	128	140
财务费用	-17	-72	-125	-177
投资损失	-107	-2	-2	-2
营运资金变动	-1216	282	-725	-380
其他经营现金流	3	25	-3	6
投资活动现金流	-330	-236	-164	-166
资本支出	351	139	155	155
长期投资	-132	87	-3	-0
其他投资现金流	-111	-11	-11	-11
筹资活动现金流	-539	100	-247	-204
短期借款	-80	27	9	-15
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-452	73	-256	-189
现金净增加额	-244	2438	1497	2297

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。