

2017年05月02日

公司研究

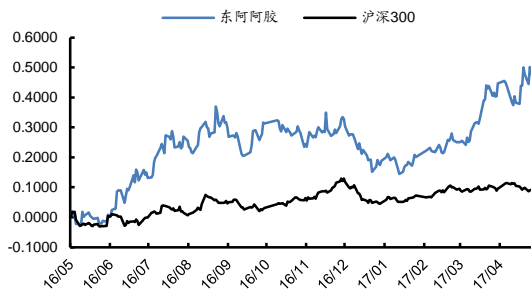
评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

阿胶浆继续放量，原料储备继续加强

——东阿阿胶（000423）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
东阿阿胶	0.4	21.1	45.4
沪深300	-0.5	1.5	9.0

市场数据 2017-04-28

当前价格（元）	65.89
52周价格区间（元）	43.90 - 70.19
总市值（百万）	43093.48
流通市值（百万）	43083.32
总股本（万股）	65402.15
流通股（万股）	65386.73
日均成交额（百万）	435.40
近一月换手（%）	28.02

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

近日，东阿阿胶发布2017年一季度报，报告期内，公司实现营业收入16.76亿元，同比增长13.03%，归属于母公司净利6.05亿元，同比增长11.05%，归属于母公司扣非净利润同比增长12.01%，EPS 0.92元。回款力度加大，现金流持续好转，Q1经营性现金流净额为1.44亿元，而2016年同期为-6.75亿元。

投资要点：

- **业绩符合预期，复方阿胶浆高增长延续，阿胶板块保持平稳。** 母公司收入14.63亿，同比增加16.01%，我们预测复方阿胶浆收入增长30~40%，阿胶块收入增长0~5%。销量方面，公司加强终端销售维护，预计阿胶块销量保持平稳。2016年11月份东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调14%、28%、25%，考虑发货节奏，预计2017年Q1提价体现较小，Q2起提价逐步显现。
- **驴皮资源属性增加。** 毛驴存栏量下降和阿胶消费需求增加，驴皮供给不平衡逐步显现，Q1驴皮成本持续增加，母公司营业成本增加7395万元，增22.59%，高于收入增长，毛利率下滑1.47个pp至72.59%，公司驴皮战略储备持续增加，2016年存货中库存原料增加12亿元，2017年Q1存货再增加7.36亿元。
- **盈利预测和投资评级：** 复方阿胶浆延续高增长趋势，阿胶块已趋向平稳，公司品牌推广和驴皮资源的战略布局为阿胶的价值回归奠定坚实基础，同时衍生品也有巨大的市场空间，大股东和高管一致增持也充分彰显了长期发展信心，我们预测2017-2019年EPS分别为3.33元、3.84元和4.45元，对应当前股价，2017-2019年PE为20、17、15倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：** 1) 公司核心品种销售不及预期，2) 医药保健品监管政策变化风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6317	7493	8787	10160
增长率(%)	16%	19%	17%	16%
净利润（百万元）	1852	2175	2514	2909
增长率(%)	14%	17%	16%	16%
摊薄每股收益（元）	2.83	3.33	3.84	4.45
ROE(%)	22.09%	21.93%	21.50%	21.16%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 东阿阿胶盈利预测表

证券代码:	000423.SZ				股价:	65.89	投资评级:	买入	日期:	2017-04-28
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	22%	22%	22%	21%	EPS	2.83	3.33	3.84	4.45	
毛利率	67%	66%	66%	66%	BVPS	12.78	15.12	17.83	20.96	
期间费率	34%	34%	34%	34%	估值					
销售净利率	29%	29%	29%	29%	P/E	23.26	19.81	17.14	14.82	
成长能力					P/B	5.16	4.36	3.70	3.14	
收入增长率	16%	19%	17%	16%	P/S	6.82	5.75	4.90	4.24	
利润增长率	14%	17%	16%	16%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.63	0.65	0.65	0.65	营业收入	6317	7493	8787	10160	
应收账款周转率	12.20	12.20	12.20	12.20	营业成本	2088	2522	2973	3413	
存货周转率	0.69	0.85	0.85	0.85	营业税金及附加	70	82	97	112	
偿债能力					销售费用	1618	1918	2249	2601	
资产负债率	16%	14%	13%	12%	管理费用	493	585	685	793	
流动比	5.09	5.83	6.53	7.27	财务费用	(17)	(21)	(27)	(35)	
速动比	3.07	3.93	4.46	5.07	其他费用/(-收入)	97	152	152	152	
					营业利润	2163	2559	2961	3428	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	33	20	20	20	
现金及现金等价物	1415	2540	3355	4410	利润总额	2196	2579	2981	3448	
应收款项	518	614	720	833	所得税费用	341	400	463	536	
存货净额	3014	3047	3592	4124	净利润	1855	2178	2518	2913	
其他流动资产	2636	3127	3667	4240	少数股东损益	3	3	4	4	
流动资产合计	7583	9328	11334	13607	归属于母公司净利润	1852	2175	2514	2909	
固定资产	1418	1296	1187	1088						
在建工程	304	304	304	304	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	184	184	177	171	经营活动现金流	625	1810	1596	1951	
长期股权投资	84	104	124	144	净利润	1855	2178	2518	2913	
资产总计	9950	11593	13503	15691	少数股东权益	3	3	4	4	
短期借款	0	20	40	60	折旧摊销	103	160	148	136	
应付款项	393	490	577	663	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	174	166	194	225	营运资金变动	(1336)	(709)	(1306)	(1335)	
其他流动负债	924	924	924	924	投资活动现金流	(330)	102	90	79	
流动负债合计	1491	1599	1735	1871	资本支出	(183)	122	110	99	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	9	(20)	(20)	(20)	
其他长期负债	73	73	73	73	其他	(156)	0	0	0	
长期负债合计	73	73	73	73	筹资活动现金流	830	(624)	(724)	(841)	
负债合计	1563	1672	1808	1944	债务融资	(80)	20	20	20	
股本	654	654	654	654	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	8386	9921	11695	13747	其它	910	(644)	(744)	(861)	
负债和股东权益总计	9950	11593	13503	15691	现金净增加额	1125	1288	961	1189	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【医药组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。