

公司研究/季报点评

2017年05月02日

医药生物/中药 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 65.89
合理价格区间(元): 68-81

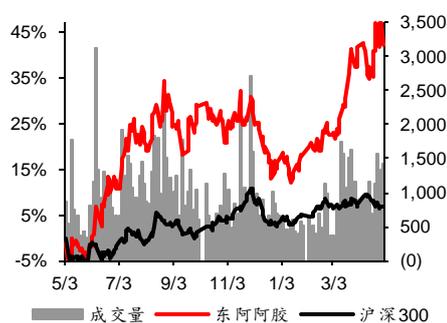
姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

相关研究

- 1《东阿阿胶(000423,增持): 阿胶领袖: 价值回归, 业绩提速》2017.03
- 2《东阿阿胶(000423):业绩稳健增长的滋补保健品龙头》2016.03
- 3《东阿阿胶(000423):业绩稳健增长, 原料布局突破局限》2015.10

股价走势图



资料来源: Wind

母公司 1Q 收入端维持快速增长

东阿阿胶(000423)

1Q17 业绩同比增长 11%

公司 4 月 28 日公告 1Q17 业绩,实现营业收入 16.8 亿元,同比增长 13.0%,归母净利 6.1 亿元,同比增长 11.1%,扣非归母净利 5.9 亿元,同比增长 12.0%。我们看好公司的品牌价值与价值回归战略,并认为阿胶系列产品将持续推动公司业绩成长,维持“增持”评级。

阿胶块+阿胶浆双轮驱动, 母公司收入同比增长 16%

负责阿胶块与复方阿胶浆产销的母公司 1Q17 实现营业收入 14.6 亿元,同比增长 16.0% (vs 16 年 15.9%), 净利润 5.8 亿元,同比增长 11.0%, 毛利率环比下降 0.4 pct 至 72.6%, 销售费率环比上升 1.5 pct 至 20.3%。我们推测,一季度业绩放缓,收入端主要受到前期渠道消化的影响,利润端受市场推广力度加大带来的销售费用增加,预计随着二季度重新出货与去年提价执行到位,收入端有所改善。我们预计,定位女性保健品的阿胶块将在提价执行到位后全年增速有望超 10%, 主打 OTC 渠道、目标亚健康人群的复方阿胶浆全年增速有望超 30%, 成为阿胶系列的增长新动力。

香港中央结算跃居第三大股东, 公司继续加强驴皮的战略储备

股权结构方面,代表港股通的香港中央结算有限公司持股比例首次进入前十,达到 2.06%,成为第三大股东。资产负债方面,货币资金环比上升 12.8% 至 16.0 亿元,存货环比上升 24.4% 至 37.5 亿元,主要由母公司贡献,预计是加强驴皮战略储备。费率方面,销售费率同比下降 0.6pct 至 22.2%, 管理费率同比下降 1.1pct 至 5.8%。现金流方面,销售所得现金同比增长 76.5% 至 14.7 亿元,经营性现金流净额同比增长 121.3% 至 1.4 亿元。

阿胶块量稳价提, 阿胶浆量价齐升

阿胶块属于大消费品,定位于滋补养生,是最为纯粹的消费升级标的,公司将其定位于四省两市(苏浙粤鲁、京沪),未来将通过持续的文化营销在提价下稳住产品销量。阿胶浆横跨大消费品与自我诊疗,公司通过循证医学,证明阿胶浆对化疗患者、产妇康复有显著疗效,2015 年公司将其投入 OTC 渠道以来,实现产品从药品到保健品的转换(去药化),未来将渠道拓展将带来销售放量,引领阿胶系列增长。桃花姬属于食品,主要在北京与山东投放,收入基数小、弹性大,有望成为一大亮点。

维持“增持”评级

我们看好公司的品牌价值与价值回归战略,并认为阿胶系列产品将持续推动公司业绩成长。依据公司经营近况,预计 17/18/19 年净利 22/26/31 亿元,对应 EPS 为 3.41/4.02/4.69 元,同比增长 20%/18%/17%,考虑价值回归的可持续性、行业龙头估值水平回升,维持公司“增持”评级。

风险提示:毛驴养殖不达预期,消费者流失超预期,渠道拓展不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	654.02
流通 A 股(百万股)	653.87
52 周内股价区间(元)	44.79-68.07
总市值(百万元)	43,093
总资产(百万元)	11,166
每股净资产(元)	13.71

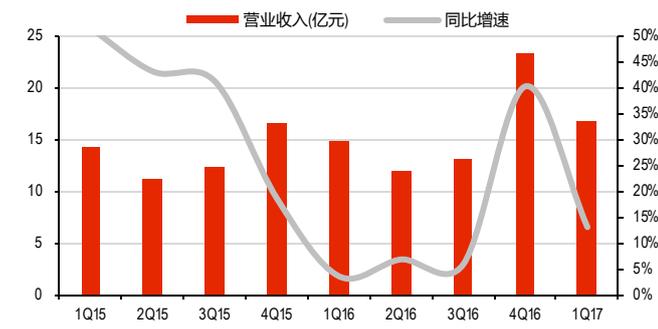
资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,450	6,317	7,756	8,879	9,979
+/-%	35.94	15.92	22.78	14.47	12.40
归属母公司净利润(百万元)	1,625	1,852	2,230	2,629	3,066
+/-%	19.00	14.00	20.39	17.87	16.64
EPS (元, 最新摊薄)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69
PE (倍)	23.48	20.59	17.11	14.51	12.44

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1: 1Q15-1Q17 公司营业收入变化



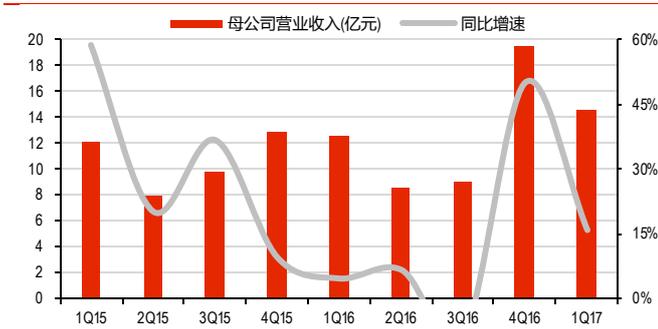
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 1Q15-1Q17 公司归母净利润变化



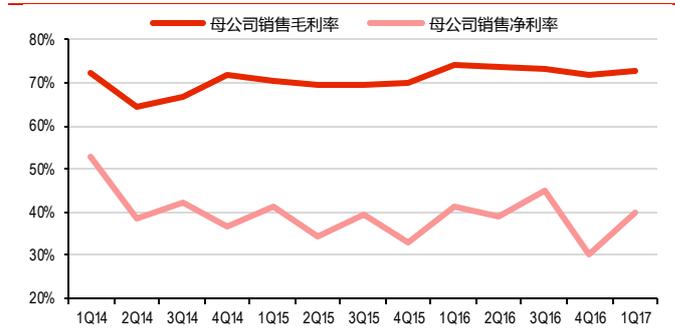
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 1Q15-1Q17 母公司营业收入变化



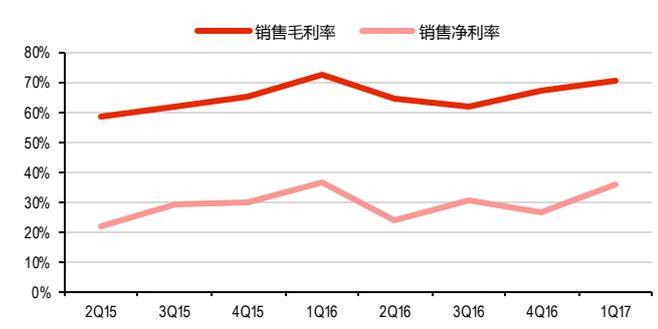
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 1Q15-1Q17 母公司利润率变化



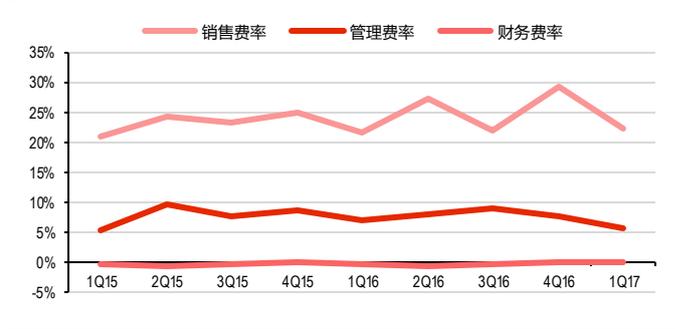
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 1Q15-1Q17 公司利润水平变化



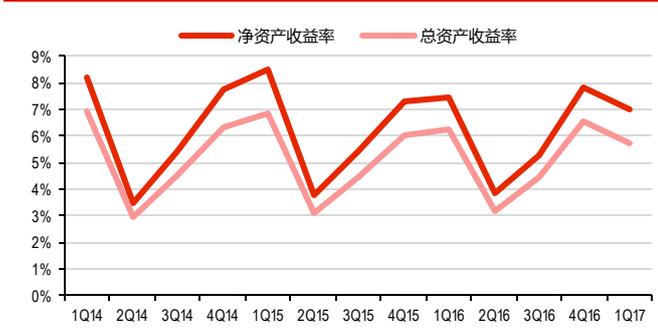
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 1Q15-1Q17 公司期间费率变化



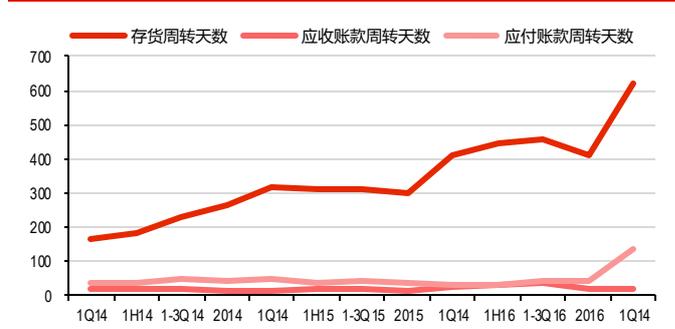
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 1Q15-1Q17 公司盈利能力变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

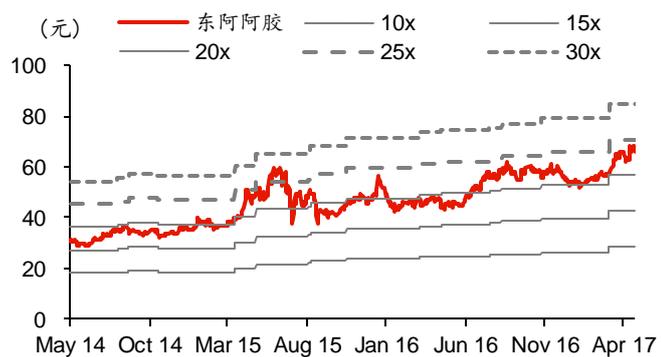
图表8: 1Q15-1Q17 公司营运能力变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

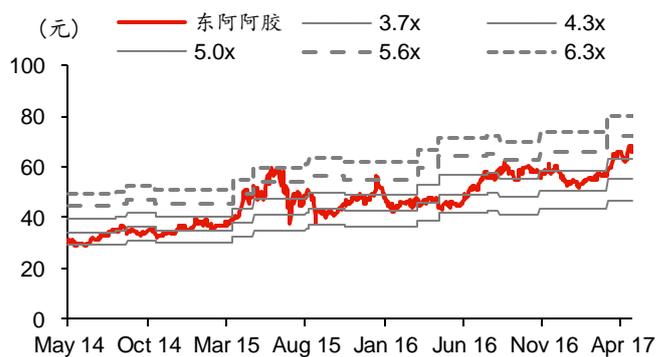
PE/PB - Bands

图表9: 东阿阿胶历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 东阿阿胶历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,433	7,583	9,173	11,110	13,499
现金	1,659	1,415	2,184	3,471	5,179
应收账款	307.66	386.29	475.53	545.10	613.36
其他应收账款	38.64	64.67	79.41	90.90	102.17
预付账款	300.89	229.83	278.75	317.45	358.51
存货	1,725	3,014	3,656	4,164	4,702
其他流动资产	2,402	2,473	2,499	2,522	2,544
非流动资产	2,176	2,367	2,741	3,138	3,488
长期投资	93.64	84.21	84.21	84.21	84.21
固定资产投资	1,363	1,418	1,596	1,818	2,064
无形资产	199.03	183.73	169.84	157.22	145.76
其他非流动资产	520.17	680.86	890.24	1,079	1,194
资产总计	8,609	9,950	11,914	14,248	16,987
流动负债	1,455	1,491	1,810	2,071	2,345
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	168.01	360.27	436.95	497.61	561.97
其他流动负债	1,207	1,130	1,373	1,573	1,783
非流动负债	70.99	72.90	72.90	72.90	72.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	70.99	72.90	72.90	72.90	72.90
负债合计	1,526	1,563	1,883	2,144	2,418
少数股东权益	69.19	26.96	29.64	32.32	35.02
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	697.50	690.68	717.02	717.02	717.02
留存公积	5,659	6,988	8,630	10,701	13,162
归属母公司股	7,014	8,359	10,001	12,072	14,533
负债和股东权益	8,609	9,950	11,914	14,248	16,987

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	977.61	624.57	1,715	2,232	2,645
净利润	1,625	1,852	2,230	2,629	3,066
折旧摊销	98.64	106.07	112.61	125.21	140.19
财务费用	(17.43)	(16.50)	(19.82)	(31.04)	(49.80)
投资损失	(151.88)	(106.92)	(121.91)	(116.91)	(118.58)
营运资金变动	(615.94)	(1,236)	(489.67)	(378.30)	(396.52)
其他经营现金	39.20	25.09	3.98	3.98	3.99
投资活动现金	(1,400)	(329.52)	(364.05)	(405.56)	(370.28)
资本支出	284.25	350.60	456.16	492.67	459.05
长期投资	1,216	132.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(99.66)	(153.57)	(92.10)	(87.11)	(88.77)
筹资活动现金	(468.57)	(539.14)	(581.69)	(539.40)	(567.70)
短期借款	80.00	(80.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(16.35)	(6.82)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(532.22)	(452.32)	(581.69)	(539.40)	(567.70)
现金净增加额	(891.40)	(244.09)	769.65	1,287	1,707

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,450	6,317	7,756	8,879	9,979
营业成本	1,929	2,088	2,532	2,883	3,256
营业税金及附加	64.58	69.55	87.57	99.41	112.05
营业费用	1,277	1,618	2,055	2,264	2,395
管理费用	423.18	492.84	605.12	692.67	778.55
财务费用	(17.43)	(16.50)	(19.82)	(31.04)	(49.80)
资产减值损失	5.40	9.68	(0.81)	(0.81)	(0.81)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	151.88	106.92	121.91	116.91	118.58
营业利润	1,920	2,163	2,619	3,088	3,607
营业外收入	20.76	39.31	33.13	35.19	34.50
营业外支出	13.85	6.18	8.74	7.89	8.17
利润总额	1,927	2,196	2,643	3,115	3,633
所得税	289.37	341.04	410.48	483.76	564.16
净利润	1,638	1,855	2,233	2,631	3,069
少数股东损益	12.79	2.67	2.68	2.68	2.69
归属母公司净利润	1,625	1,852	2,230	2,629	3,066
EBITDA	1,850	2,152	2,586	3,061	3,574
EPS(元)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.94	15.92	22.78	14.47	12.40
营业利润	20.61	12.64	21.08	17.91	16.80
归属母公司净利润	19.00	14.00	20.39	17.87	16.64
获利能力(%)					
毛利率	64.61	66.95	67.36	67.53	67.37
净利率	29.82	29.32	28.75	29.61	30.73
ROE	25.12	24.10	24.29	23.82	23.05
ROIC	32.66	27.38	27.89	29.80	31.88
偿债能力					
资产负债率(%)	17.73	15.71	15.81	15.05	14.24
净负债比率(%)	5.24	0	0	0	0
流动比率	4.42	5.09	5.07	5.36	5.76
速动比率	3.24	3.07	3.05	3.35	3.75
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.68	0.71	0.68	0.64
应收账款周转率	25.69	18.21	18.00	17.40	17.23
应付账款周转率	9.57	7.90	6.35	6.17	6.15
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	0.96	2.62	3.41	4.04
每股净资产(最新摊薄)	10.72	12.78	15.29	18.46	22.22
估值比率					
PE(倍)	23.48	20.59	17.11	14.51	12.44
PB(倍)	5.44	4.56	3.81	3.16	2.62
EV_EBITDA(倍)	24.93	20.62	17.73	14.75	12.46

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com