

# 阿胶系列平稳增长，全年业绩值得期待

——东阿阿胶（000423）半年报点评

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2017年08月15日

医药——中药

证券分析师

任宪功

010-68104615

renxg@bhq.com

助理分析师

苑建

SAC No: S1150117070004

010-68104637

yuanj@bhq.com

评级：

增持

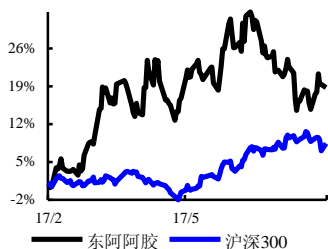
上次评级：

目标价格：

最新收盘价：

64.34

最近半年股价相对走势



相关研究报告

## 投资要点：

### ● 东阿阿胶公布 2017 年中报

2017H1 实现营业收入 29.34 亿元，同比增加 9.72%；归母净利润 9.01 亿元，同比增加 8.75%；扣非后归母净利润 8.39 亿元，同比增加 5.57%；EPS 1.38 元，同比增加 8.66%。

### ● 提价导致 2017Q2 增速放缓，全年有望实现量价齐升

公司 2017H1 销售收入 29.34 亿元，同比增长约 9.72%。分产品线看，阿胶系列上半年收入 24.72 亿元，同比增长约 8.90%，其中阿胶浆估算收入增速超 30%，预计全年有望超 35%，阿胶块收入保持稳定。分季度看，2017Q2 实现收入为 12.58 亿元，同比增长约 5.61%，增速下滑约 1.2 个百分点，主要原因是新一轮提价中阿胶块、阿胶浆和桃花姬分别提价 14%、28%和 25%并于今年 2 月底开始执行，提价执行前经销商大量囤货导致提价执行后短期内拿货动力不足以及二季度为阿胶销售淡季。我们认为提价对销量的影响正逐步消化，四季度进入销售旺季后，阿胶系列在价格和渠道调整后有望呈现量价齐升的态势。

### ● 原材料涨价+收入结构变化，整体毛利率短期内下滑

2017H1 扣非后归母净利润约 8.39 亿元，同比增加 5.57%，毛利率为 66.16%，同比下滑 2.97 个百分点，主要原因有两点：1) 原材料上升导致成本增加，阿胶系列产品 2017H1 毛利率下降 0.7 个百分点；2) 公司毛利率低的养殖业务收入占比大幅增加。公司 2 季度存货持续增加达 43.04 亿元，同比增加 10.32%，主要是原材料驴皮的增加。公司为应对原材料涨价，战略性增加驴皮等稀缺原材料储备，最大程度维持核心品种毛利率稳定，随着新价格的执行，毛利率下滑趋势将逐渐回升。

### ● 消费升级+老龄化加快+上游原材料稀缺，阿胶提价仍存预期

公司阿胶系列经历多次提价后，目前的消费者主要集中于价格敏感度低的高端消费群体，且受益于消费升级和人口老龄化，预计国内高端消费市场对阿胶的需求呈上升趋势。但原材料端，国内毛驴存栏量呈逐年减少趋势，驴皮供应短缺局面仍将持续，公司品牌优势明显，具备较高的产品定价权，且目前阿胶日均消费仅 30 元左右，未来产品仍存有提价空间。

### ● 盈利预测与估值

我们看好消费升级和老龄化加速的背景下，公司实施核心品种价值回归战略，阿胶系列产品有望实现量价齐飞的良好前景。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.20、3.70、4.30 元，对应的 PE 分别为 20.1X、17.4X 和 15.0X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：阿胶系列产品提价导致销量大幅下滑；驴皮等原材料价格涨价超预期；阿胶提价不达预期等风险。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5449.66	6317.14	7169.95	8195.25	9383.56
(+/-)%	35.94%	15.92%	13.50%	14.30%	14.50%
经营利润 (EBIT)	1908.87	2178.87	2431.34	2799.01	3242.99
(+/-)%	21.45%	14.14%	11.59%	15.12%	15.86%
归母净利润	1625.03	1852.47	2094.39	2420.52	2814.08
(+/-)%	19.35%	13.27%	13.43%	15.57%	16.26%
每股收益 (元)	2.48	2.83	3.20	3.70	4.30

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	216A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	216A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1493	1205	2350	3584	5180	营业收入	5450	6317	7170	8195	9384
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	1929	2088	2330	2627	2991
应收账款和票据	429	453	548	596	714	营业税金及附加	65	70	84	96	110
预付账款	301	230	353	321	344	销售费用	1277	1618	1879	2147	2440
其他应收款	39	65	67	84	89	管理费用	423	493	559	639	713
存货	1725	3014	3198	3537	3669	财务费用	-17	-17	-26	-44	-65
其他流动资产	2268	2405	2405	2405	2405	资产减值损失	5	10	7	7	7
长期股权投资	94	84	184	284	384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1384	1434	1622	1696	1760	投资收益	152	107	100	100	100
在建工程	176	304	200	200	200	其他经营损益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1920	2163	2438	2823	3288
无形资产	199	184	170	150	131	营业外收支净额	7	33	20	20	20
商誉	1	1	1	1	1	税前利润	1927	2196	2458	2844	3309
资产总计	8332	9626	11338	13095	15111	减：所得税	289	341	354	412	481
短期借款	80	0	0	0	0	净利润	1638	1855	2104	2432	2827
应付票据及账款	168	393	353	398	457	归属于母公司的净利润	1625	1852	2094	2421	2814
预收款项	389	174	477	516	527	少数股东损益	13	3	10	11	13
其他应付款	612	673	673	673	673	基本每股收益	2.48	2.83	3.20	3.70	4.30
其他流动负债	0	0	0	0	0	稀释每股收益	2.48	2.83	3.20	3.70	4.30
长期应付款	0	0	0	0	0	财务指标	2015A	216A	2017E	2018E	2019E
专项应付款	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	35.94%	15.92%	13.50%	14.30%	14.50%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	21.45%	14.14%	11.59%	15.12%	15.86%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	19.35%	13.27%	13.43%	15.57%	16.26%
负债合计	1249	1240	1503	1587	1656	盈利性					
股东权益合计	7083	8386	9834	11508	13454	销售毛利率	64.61%	66.95%	67.51%	67.95%	68.13%
现金流量表	2015A	216A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	30.05%	29.37%	29.35%	29.68%	30.13%
净利润	1372	1638	1855	2104	2432	ROE	23.17%	22.16%	21.38%	21.12%	21.01%
折旧与摊销	99	106	136	146	157	ROIC	44.27%	31.94%	28.66%	31.63%	34.58%
经营活动现金流	658	978	625	1962	2135	估值倍数					
投资活动现金流	401	-1400	-330	-188	-188	PE	25.9	22.7	20.1	17.4	15.0
融资活动现金流	-422	-469	-539	-629	-714	P/S	7.7	6.7	5.9	5.1	4.5
现金净变动	637	-890	-243	1145	1234	P/B	6.0	5.0	4.3	3.7	3.1
期初现金余额	2550	1659	1205	2350	3584	股息收益率	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
期末现金余额	1659	1415	2350	3584	5180	EV/EBITDA	20.29	17.91	15.50	13.10	10.89

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**渤海证券股份有限公司研究所**
**副所长 (金融行业研究与研究所主持工作)**

 张继袖  
 +86 22 2845 1845

**副所长**

 谢富华  
 +86 22 2845 1985

**汽车行业研究小组**

 郑连声  
 +86 22 2845 1904  
 张冬明  
 +86 22 2845 1857

**计算机行业研究小组**

 王洪磊  
 +86 22 2845 1975  
 朱晟君  
 +86 22 2386 1319

**环保行业研究**

 张敬华  
 +86 10 6810 4651  
 刘蕾  
 +86 10 6810 4662

**电力设备与新能源行业研究**

 伊晓奕  
 +86 22 2386 1673  
 刘秀峰  
 +86 10 6810 4658

**医药行业研究小组**

 任宪功 (部门经理)  
 +86 10 6810 4615  
 王斌  
 +86 22 2386 1355  
 赵波  
 +86 22 2845 1632  
 苑建  
 +86 10 6810 4637

**通信 & 电子行业研究小组**

 徐勇  
 +86 10 6810 4602  
 宋敬祎  
 +86 22 2845 1131  
 杨青海  
 +86 10 6810 4686

**食品饮料、交通运输行业研究**

 齐艳莉  
 +86 22 2845 1625

**餐饮旅游行业研究**

 刘瑀  
 +86 22 2386 1670  
 杨旭

**证券行业研究**

 任宪功 (部门经理)  
 +86 10 6810 4615  
 洪程程  
 +86 10 6810 4609

**新材料行业研究**

 张敬华  
 +86 10 6810 4651

**金融工程研究 & 部门经理**

 崔健  
 +86 22 2845 1618

**权益类量化研究**

 李莘泰  
 +86 22 2387 3122  
 宋旻

**衍生品类研究**

 祝涛  
 +86 22 2845 1653  
 李元玮  
 +86 22 2387 3121  
 郝倥  
 +86 22 2386 1600

**债券研究**

 王琛皞  
 +86 22 2845 1802  
 夏捷

**基金研究**

 刘洋  
 +86 22 2386 1563

**流动性、战略研究 & 部门经理**

 周喜  
 +86 22 2845 1972

**策略研究**

 宋亦威  
 +86 22 2386 1608  
 杜乃璇  
 +86 22 2845 1945

**宏观研究**

张扬

**博士后工作站**

 冯振 债券·经纪业务创新发展研究  
 +86 22 2845 1605  
 朱林宁 量化·套期保值模型研究  
 +86 22 2387 3123

**综合质控 & 部门经理**

 郭靖  
 +86 22 2845 1879

**机构销售·投资顾问**

 朱艳君  
 +86 22 2845 1995

**行政综合**

 白骐玮  
 +86 22 2845 1659

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)