

东阿阿胶(000423.SZ)

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): **65**

分析师 联系人
胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn zhangzhe01@r.qizq.com.cn

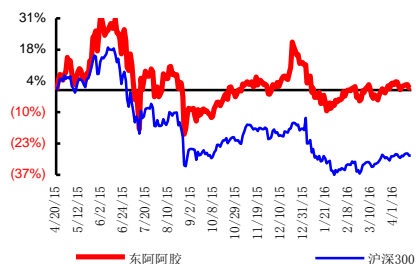
2016年04月19日

业绩略低预期, 坚持价值回归

基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	47.59
市值(百万元)	31,125
流通市值(百万元)	31,118

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

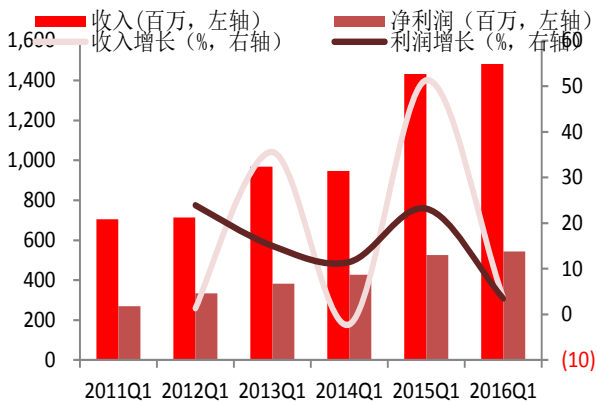
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,009.0	5,449.6	6,617.1	7,957.0	9,695.9
营业收入增速	-0.18%	35.94%	21.42%	20.25%	21.85%
净利润增长率	13.52%	19.00%	13.25%	18.78%	19.42%
摊薄每股收益(元)	2.09	2.48	2.81	3.34	3.99
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	17.86	21.05	16.87	14.20	11.89
PEG	1.32	1.11	1.27	0.76	0.61
每股净资产(元)	9.06	10.72	12.74	16.08	20.07
每股现金流量	1.00	1.49	3.62	3.25	3.70
净资产收益率	23.06%	23.17%	22.09%	20.78%	19.88%
市净率	4.12	4.88	3.73	2.95	2.36
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

投资要点

- **事件: 东阿阿胶公布16年一季度业绩, 2016Q1公司实现收入14.83亿元, 同比增长3.56%; 实现归属于上市公司股东的净利润5.44亿元, 同比增长3.48%。**
- **业绩略低于预期, 高基数效应造成16Q1同比增速下滑明显: 2016Q1公司收入和利润分别仅实现3.56%和3.48%的增长, 我们预计一方面是由于2014年9月阿胶块产品出厂价上调53%后带来2015Q1的高基数, 2015Q1阿胶的收入同比增速达到51.29%, 利润同比增速为23.16%; 另一方面由于公司产品在2015Q4提价15%, 提价效应并未在16Q1完全体现。同时16Q1收入质量出现一定下降, 公司应收票据+应收账款合计11.28亿元, 同比大幅提高60.46%, 其中由于银行承兑汇票回款增加, 公司的应收票据同比增长461.41%。现金流方面, 公司经营活动产生的现金流量净额为-6.75亿元, 同比大幅下滑-161.55%, 主要是银行承兑汇票增加及原料采购支付现金等增加所致。**
- **产品毛利率小幅提升, 但管理费用增长明显: 2016Q1公司的毛利率为72.56%, 同比提高了2.49%。期间费用率为28.17%, 同比提高2.02个百分点, 其中销售费用率为21.60%, 比去年同期略微提高0.54%; 管理费用率为6.89%, 同比增加1.53%, 主要是由于研发支出及折旧、摊销等费用增加; 财务费用率为-0.32%, 同比小幅下降0.05%。2016Q1公司的净利率水平为36.71%, 和去年同期基本持平。**
- **坚持提价反哺上游毛驴养殖, 单焦点多品牌战略做大阿胶产业: 受养殖周期长、应用价值尚未充分发掘等一系列因素的影响, 国内养驴农户的年收益率只有15%-20%, 国内驴存栏量的持续下降。2014年国内驴的存栏量只有582.60万头, 同比下降3.44%。驴皮资源持续紧张是阿胶行业发展的最大限制, 东阿阿胶通过提价反哺上游原料, 有助于充分调动上游农户养驴的积极性, 促进阿胶全产业链的健康发展。公司坚持国内与国外市场同行, 自建基地与直购模式并举, 2015年蒙东辽西百万头毛驴养殖示范基地已**

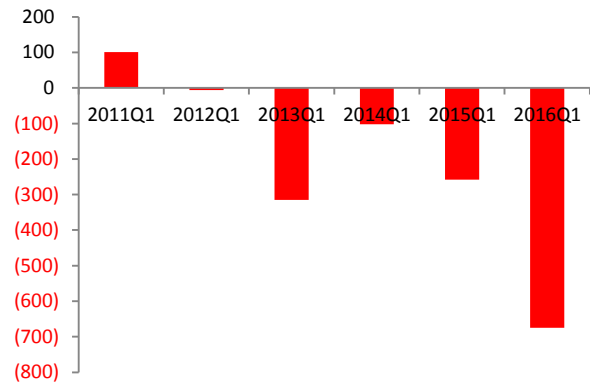
经开工建设。在产品体系建设方面，公司采用阿胶主业单焦点多品牌的战略，产品价值持续回归，相继推出桃花姬、小分子阿胶等阿胶衍生品，产品体系不断完善，有望在上游资源受限的情况下驱动业绩稳健增长。

图表 1：公司 16Q1 的收入和利润增速变化情况



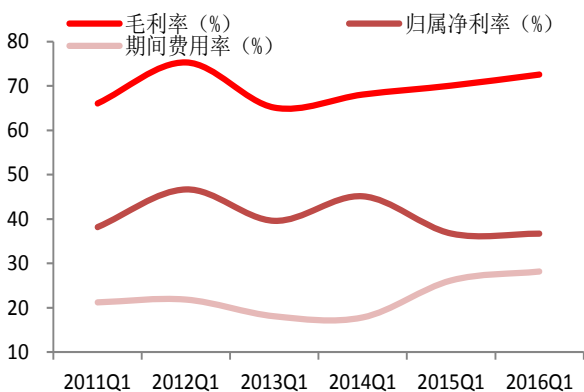
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：历年一季度经营活动产生的现金流量净额



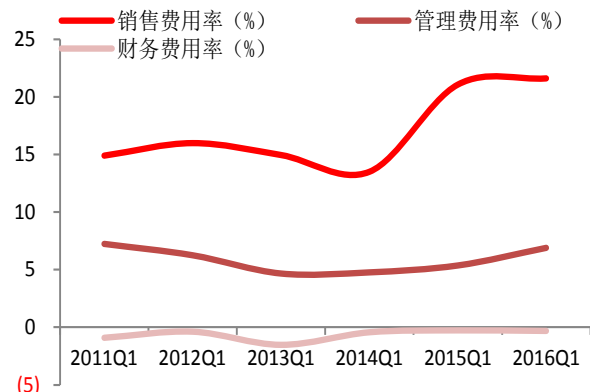
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司 16Q1 的费用率和利润率变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司 16Q1 的费用率变化明细



来源：Wind，中泰证券研究所

■ **投资建议：16 年目标价 65 元，维持“买入”评级。**我们认为短期业绩波动不影响阿胶的内在投资价值，公司在上游驴皮资源的建设是保证阿胶行业持续健康发展的基石，而阿胶衍生品的生产有助于公司在资源受限的情况下做强做大阿胶品牌。维持 2016-18 年公司的净利润 18.40/21.86/26.10 亿元的预计不变，分别同比增长 13.25%/18.78%/19.42%；对应 2016-18 年的 EPS 分别为 2.81/3.34/3.99 元，最新收盘价对应 16 年仅 17xPE，安全边际充分。维持 2016 目标价 65 元，对应 16 年 23xPE，“买入”评级。

■ **风险提示：食品安全问题；上游驴皮资源缺口加大；行业竞争恶化。**

图表 5: 东阿阿胶销售收入预测 (单位: 百万元)

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
阿胶及系列						
销售收入	3,329.50	3,586.98	4,526.29	5,295.76	6,354.91	7,752.99
增长率 (YOY)	—	7.73%	26.19%	17.00%	20.00%	22.00%
毛利率	66.20%	71.06%	72.64%	73.50%	74.00%	74.00%
销售成本	1,125.28	1,038.02	1,238.25	1,403.38	1,652.28	2,015.78
增长率 (YOY)	—	-7.75%	19.29%	13.34%	17.74%	22.00%
毛利	2,204.22	2,548.96	3,288.04	3,892.38	4,702.63	5,737.21
增长率 (YOY)	—	15.64%	29.00%	18.38%	20.82%	22.00%
占总销售额比重	83.00%	89.71%	83.19%	80.03%	79.87%	79.96%
占主营业务利润比重	86.60%	97.27%	93.53%	92.24%	92.03%	92.10%
医药贸易						
销售收入	568.98	120.32	251.92	327.50	409.37	511.71
增长率 (YOY)	—	-78.85%	109.38%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	9.18%	8.59%	17.78%	15.00%	15.00%	16.50%
销售成本	516.73	109.99	207.14	278.37	347.96	427.28
增长率 (YOY)	—	-78.71%	88.33%	34.39%	25.00%	22.79%
毛利	52.25	10.33	44.78	49.12	61.41	84.43
增长率 (YOY)	—	-80.23%	333.49%	9.70%	25.00%	37.50%
占总销售额比重	14.18%	3.01%	4.63%	4.95%	5.14%	5.28%
占主营业务利润比重	2.05%	0.39%	1.27%	1.16%	1.20%	1.36%
药用辅料						
销售收入	63.53	25.70	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	—	-59.55%	-100.00%	—	—	—
毛利率	24.81%	25.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	47.77	19.14	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	—	-59.93%	-100.00%	—	—	—
毛利	15.76	6.56	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	—	-58.38%	-100.00%	—	—	—
占总销售额比重	1.58%	0.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	0.62%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他						
销售收入	49.29	265.30	662.62	993.93	1,192.72	1,431.26
增长率 (YOY)	—	438.24%	149.76%	50.00%	20.00%	20.00%
毛利率	554.07%	20.62%	27.55%	28.00%	29.00%	28.50%
销售成本	-223.81	210.59	480.07	715.63	846.83	1,023.35
增长率 (YOY)	—	-194.09%	127.96%	49.07%	18.33%	20.85%
毛利	273.10	54.71	182.55	278.30	345.89	407.91
增长率 (YOY)	—	-79.97%	233.67%	52.45%	24.29%	17.93%
占总销售额比重	2.45%	13.17%	32.88%	—	59.13%	70.92%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	4011.30	3998.30	5440.83	6617.19	7957.00	9695.96
销售成本小计	1465.97	1377.74	1925.46	2397.38	2847.07	3466.41
毛利	2545.33	2620.56	3515.37	4219.81	5109.93	6229.56
平均毛利率	63.45%	65.54%	64.61%	63.77%	64.22%	64.25%

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 东阿阿胶财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,016	4,009	5,450	6,617	7,957	9,696
增长率	31.42%	-0.2%	35.9%	21.4%	20.2%	21.9%
营业成本	-1,467	-1,381	-1,929	-2,397	-2,847	-3,466
%销售收入	36.5%	34.5%	35.4%	36.2%	35.8%	35.8%
毛利	2,550	2,628	3,521	4,220	5,110	6,230
%销售收入	63.5%	65.5%	64.6%	63.8%	64.2%	64.2%
营业税金及附加	-45	-49	-65	-79	-97	-114
%销售收入	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-816	-751	-1,277	-1,588	-1,949	-2,424
%销售收入	20.3%	18.7%	23.4%	24.0%	24.5%	25.0%
管理费用	-359	-372	-423	-496	-609	-737
%销售收入	8.9%	9.3%	7.8%	7.5%	7.7%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	1,330	1,456	1,756	2,056	2,455	2,954
%销售收入	33.1%	36.3%	32.2%	31.1%	30.8%	30.5%
财务费用	48	40	17	20	38	52
%销售收入	-1.2%	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-6	-6	-5	-2	-1	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	102	152	91	87	77
%税前利润	3.2%	6.3%	7.9%	4.1%	3.4%	2.5%
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,164	2,579	3,080
营业利润率	35.3%	39.7%	35.2%	32.7%	32.4%	31.8%
营业外收支	19	21	7	20	20	20
税前利润	1,437	1,613	1,927	2,184	2,599	3,100
利润率	35.8%	40.2%	35.4%	33.0%	32.7%	32.0%
所得税	-217	-241	-289	-328	-390	-465
所得税率	15.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,220	1,372	1,638	1,857	2,209	2,635
少数股东损益	17	7	13	16	23	25
归属于母公司的净利润	1,203	1,366	1,625	1,840	2,186	2,610
净利率	29.9%	34.1%	29.8%	27.8%	27.5%	26.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,220	1,372	1,638	1,857	2,209	2,635
少数股东损益	0	0	0	16	23	25
非现金支出	67	85	104	124	151	179
非经营收益	-25	-117	-180	-107	-104	-94
营运资金变动	-382	-683	-584	496	-128	-304
经营活动现金净流	879	657	978	2,386	2,152	2,442
资本开支	481	275	275	748	481	430
投资	-764	566	-1,211	-8	-3	-10
其他	45	110	85	91	87	77
投资活动现金净流	-1,200	401	-1,400	-665	-397	-363
股权募资	34	3	0	0	0	0
债权募资	-102	-14	78	0	0	0
其他	-385	-412	-547	-24	-527	-4
筹资活动现金净流	-453	-422	-468	-24	-527	-4
现金净流量	-774	636	-891	1,697	1,228	2,075

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,214	2,550	1,659	3,339	4,544	6,594
应收款项	305	193	468	411	508	610
存货	551	1,464	1,725	1,727	2,005	2,431
其他流动资产	934	1,220	2,581	2,630	2,650	2,752
流动资产	4,003	5,427	6,433	8,107	9,706	12,388
%总资产	66.9%	72.7%	74.7%	74.1%	75.3%	78.1%
长期投资	125	148	175	183	186	196
固定资产	1,204	1,467	1,560	2,176	2,500	2,744
%总资产	20.1%	19.7%	18.1%	19.9%	19.4%	17.3%
无形资产	195	242	212	242	270	299
非流动资产	1,977	2,033	2,176	2,830	3,184	3,468
%总资产	33.1%	27.3%	25.3%	25.9%	24.7%	21.9%
资产总计	5,980	7,460	8,609	10,937	12,891	15,856
短期借款	0	0	80	80	80	80
应付款项	685	1,151	1,169	1,551	1,804	2,070
其他流动负债	113	205	206	818	310	374
流动负债	798	1,357	1,455	2,450	2,194	2,524
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	97	75	71	71	71	71
负债	895	1,432	1,526	2,521	2,265	2,595
普通股股东权益	5,002	5,922	7,014	8,331	10,517	13,127
少数股东权益	82	105	69	86	109	134
负债股东权益合计	5,980	7,460	8,609	10,937	12,891	15,856

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.839	2.088	2.485	2.814	3.342	3.991
每股净资产(元)	7.649	9.055	10.724	12.738	16.080	20.072
每股经营现金净流(元)	1.344	1.005	1.495	3.622	3.254	3.696
每股股利(元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.05%	23.06%	23.17%	22.09%	20.78%	19.88%
总资产收益率	20.12%	18.31%	18.88%	16.83%	16.96%	16.46%
投入资本收益率	41.11%	37.19%	28.00%	35.12%	34.90%	38.32%
增长率						
营业总收入增长率	31.42%	-0.18%	35.94%	21.42%	20.25%	21.85%
EBIT增长率	20.79%	9.47%	20.63%	17.06%	19.39%	20.35%
净利润增长率	15.64%	13.52%	19.00%	13.25%	18.78%	19.42%
总资产增长率	12.28%	24.75%	15.40%	27.04%	17.86%	23.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	—	13.9	14.9	14.0	13.7	13.6
存货周转天数	—	266.3	301.8	263.0	257.0	256.0
应付账款周转天数	—	42.8	38.2	35.0	38.5	35.0
固定资产周转天数	52.9	89.8	90.9	89.2	89.9	80.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.54%	-42.30%	-22.29%	-38.72%	-42.01%	-49.12%
EBIT利息保障倍数	-27.8	-36.1	-100.8	-104.9	-65.0	-57.3
资产负债率	14.97%	19.20%	17.73%	23.05%	17.57%	16.36%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“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。

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。