

## 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.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2016年06月06日

### 高管增持彰显决心, 价值回归持续推进

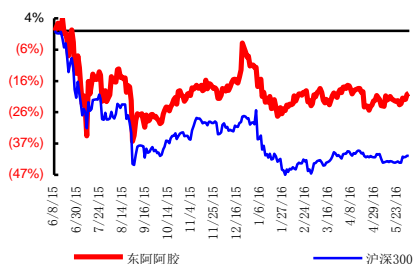
#### 基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	47.3
市值(百万元)	30,935
流通市值(百万元)	30,928

#### 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

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- **事件: 公司董事秦玉峰等六人通过“招商智远增持宝6号集合资产管理计划”和“鹏华资产鲲鹏12号资产管理计划”增持公司股票, 共计增持264.7978万股, 占公司股份总数的0.4048%, 成交均价46.31元, 合计增持金额超过1.2亿元。**
- **接近现价增持彰显发展决心, 当前股价安全边际充分:** 公司董事秦玉峰先生、董事吴怀峰先生、监事李世忠先生、副总裁王中诚先生、副总裁尤金花女士和副总裁周祥山先生等六位核心高管通过资产管理计划, 自有资金和银行结构化融资的形式增持公司股票, 彰显出管理层的发展决心。最新收盘价对应16、17年分别只有17x、14xPE, 而此次增持均价46.31元仅低于当前股价2.1%, 安全边际充分。
- **一季度业绩利空已经充分释放, 价值回归之路持续推进:** 2016Q1 公司收入和净利润分别仅同比增长3.56%和3.48%, 业绩压力已经充分体现在股价上, 无需过度担忧。由于公司产品在2015Q4提价15%, 提价效应并未在16Q1完全体现, 我们预计2016Q2的业绩环比将有所改善。由于驴皮供应缺口的持续扩大, 2006年以来东阿阿胶主导价值回归, 通过提价反哺上游原料, 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：高管增持的具体方式和金额

资管计划	增持数量（万股）	增持均价（元/股）	占股份总数比例
招商智远增持宝 6 号集合资产管理计划	96.2078	46.92	0.1471%
鹏华资产鲲鹏 12 号资产管理计划	168.5900	45.98	0.2577%
合计	264.7978	46.31	0.4048%

来源：公司公告，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。公司核心高管以接近现价的价格大幅度增持公司股票彰显出发展的决心，也为公司股价提高较高的安全边际。我们预计 2016-18 年的 EPS 分别为 2.81/3.34/3.99 元，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 2: 东阿阿胶销售收入预测 (单位: 百万元)

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>阿胶及系列</b>						
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%
<b>医药贸易</b>						
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%
<b>药用辅料</b>						
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%
<b>其他</b>						
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	—	—	—	—	—	—
<b>销售收入小计</b>	<b>4011.30</b>	<b>3998.30</b>	<b>5440.83</b>	<b>6617.19</b>	<b>7957.00</b>	<b>9695.96</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>1465.97</b>	<b>1377.74</b>	<b>1925.46</b>	<b>2397.38</b>	<b>2847.07</b>	<b>3466.41</b>
<b>毛利</b>	<b>2545.33</b>	<b>2620.56</b>	<b>3515.37</b>	<b>4219.81</b>	<b>5109.93</b>	<b>6229.56</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>63.45%</b>	<b>65.54%</b>	<b>64.61%</b>	<b>63.77%</b>	<b>64.22%</b>	<b>64.25%</b>

来源: 中泰证券研究所

**图表 3: 东阿阿胶财务预测表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>4,016</b>	<b>4,009</b>	<b>5,450</b>	<b>6,617</b>	<b>7,957</b>	<b>9,696</b>	货币资金	2,214	2,550	1,659	3,339	4,544	6,594
增长率	31.42%	-0.2%	35.9%	21.4%	20.2%	21.9%	应收款项	305	193	468	411	508	610
营业成本	-1,467	-1,381	-1,929	-2,397	-2,847	-3,466	存货	551	1,464	1,725	1,727	2,005	2,431
%销售收入	36.5%	34.5%	35.4%	36.2%	35.8%	35.8%	其他流动资产	934	1,220	2,581	2,630	2,650	2,752
毛利	2,550	2,628	3,521	4,220	5,110	6,230	流动资产	4,003	5,427	6,433	8,107	9,706	12,388
%销售收入	63.5%	65.5%	64.6%	63.8%	64.2%	64.2%	%总资产	66.9%	72.7%	74.7%	74.1%	75.3%	78.1%
营业税金及附加	-45	-49	-65	-79	-97	-114	长期投资	125	148	175	183	186	196
%销售收入	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,204	1,467	1,560	2,176	2,500	2,744
营业费用	-816	-751	-1,277	-1,588	-1,949	-2,424	%总资产	20.1%	19.7%	18.1%	19.9%	19.4%	17.3%
%销售收入	20.3%	18.7%	23.4%	24.0%	24.5%	25.0%	无形资产	195	242	212	242	270	299
管理费用	-359	-372	-423	-496	-609	-737	非流动资产	1,977	2,033	2,176	2,830	3,184	3,468
%销售收入	8.9%	9.3%	7.8%	7.5%	7.7%	7.6%	%总资产	33.1%	27.3%	25.3%	25.9%	24.7%	21.9%
息税前利润 (EBIT)	1,330	1,456	1,756	2,056	2,455	2,954	<b>资产总计</b>	<b>5,980</b>	<b>7,460</b>	<b>8,609</b>	<b>10,937</b>	<b>12,891</b>	<b>15,856</b>
%销售收入	33.1%	36.3%	32.2%	31.1%	30.8%	30.5%	短期借款	0	0	80	80	80	80
财务费用	48	40	17	20	38	52	应付款项	685	1,151	1,169	1,551	1,804	2,070
%销售收入	-1.2%	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	113	205	206	818	310	374
资产减值损失	-6	-6	-5	-2	-1	-3	流动负债	798	1,357	1,455	2,450	2,194	2,524
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	102	152	91	87	77	其他长期负债	97	75	71	71	71	71
%税前利润	3.2%	6.3%	7.9%	4.1%	3.4%	2.5%	<b>负债</b>	<b>895</b>	<b>1,432</b>	<b>1,526</b>	<b>2,521</b>	<b>2,265</b>	<b>2,595</b>
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,164	2,579	3,080	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,002</b>	<b>5,922</b>	<b>7,014</b>	<b>8,331</b>	<b>10,517</b>	<b>13,127</b>
营业利润率	35.3%	39.7%	35.2%	32.7%	32.4%	31.8%	少数股东权益	82	105	69	86	109	134
营业外收支	19	21	7	20	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,980</b>	<b>7,460</b>	<b>8,609</b>	<b>10,937</b>	<b>12,891</b>	<b>15,856</b>
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%	<b>比率分析</b>						
所得税	-217	-241	-289	-328	-390	-465		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	15.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	1,220	1,372	1,638	1,857	2,209	2,635	每股收益(元)	1.839	2.088	2.485	2.814	3.342	3.991
少数股东损益	17	7	13	16	23	25	每股净资产(元)	7.649	9.055	10.724	12.738	16.080	20.072
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,203</b>	<b>1,366</b>	<b>1,625</b>	<b>1,840</b>	<b>2,186</b>	<b>2,610</b>	每股经营现金净流(元)	1.344	1.005	1.495	3.622	3.254	3.696
净利率	29.9%	34.1%	29.8%	27.8%	27.5%	26.9%	每股股利(元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	24.05%	23.06%	23.17%	22.09%	20.78%	19.88%
净利润	1,220	1,372	1,638	1,857	2,209	2,635	总资产收益率	20.12%	18.31%	18.88%	16.83%	16.96%	16.46%
少数股东损益	0	0	0	16	23	25	投入资本收益率	41.11%	37.19%	28.00%	35.12%	34.90%	38.32%
非现金支出	67	85	104	124	151	179	<b>增长率</b>						
非经营收益	-25	-117	-180	-107	-104	-94	营业总收入增长率	31.42%	-0.18%	35.94%	21.42%	20.25%	21.85%
营运资金变动	-382	-683	-584	496	-128	-304	EBIT增长率	20.79%	9.47%	20.63%	17.06%	19.39%	20.35%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>879</b>	<b>657</b>	<b>978</b>	<b>2,386</b>	<b>2,152</b>	<b>2,442</b>	净利润增长率	15.64%	13.52%	19.00%	13.25%	18.78%	19.42%
资本开支	481	275	275	748	481	430	总资产增长率	12.28%	24.75%	15.40%	27.04%	17.86%	23.00%
投资	-764	566	-1,211	-8	-3	-10	<b>资产管理能力</b>						
其他	45	110	85	91	87	77	应收账款周转天数	—	13.9	14.9	14.0	13.7	13.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,200</b>	<b>401</b>	<b>-1,400</b>	<b>-665</b>	<b>-397</b>	<b>-363</b>	存货周转天数	—	266.3	301.8	263.0	257.0	256.0
股权筹资	34	3	0	0	0	0	应付账款周转天数	—	42.8	38.2	35.0	38.5	35.0
债权筹资	-102	-14	78	0	0	0	固定资产周转天数	52.9	89.8	90.9	89.2	89.9	80.5
其他	-385	-412	-547	-24	-527	-4	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-453</b>	<b>-422</b>	<b>-468</b>	<b>-24</b>	<b>-527</b>	<b>-4</b>	净负债/股东权益	-43.54%	-42.30%	-22.29%	-38.72%	-42.01%	-49.12%
<b>现金净流量</b>	<b>-774</b>	<b>636</b>	<b>-891</b>	<b>1,697</b>	<b>1,228</b>	<b>2,075</b>	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。