

2016年06月23日

证券研究报告·动态跟踪报告

东阿阿胶 (000423) 医药生物

增持 (维持)

当前价: 53.26 元

目标价: ——元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 股东及高管陆续增持，看好公司长期发展

### 投资要点

- **事件:** 公司公告称华润医药投资自 2016 年 4 月 20 日至 2016 年 5 月 5 日通过二级市场增持公司股份约 3048 万股, 占公司已发行总股数的 4.66%。本次增持完成后, 华润医药投资及其一致行动人华润东阿阿胶共计持有公司股份为约 1.82 亿股, 占公司已发行总股数的 27.8%。
- **股东及高管陆续增持, 看好公司长期发展。** 公司近期公告高管通过资管计划完成增持约 265 万股, 增持均价约为 46.31 元/股。本次大股东公告增持也显现了其对公司未来发展的信心, 我们长期看好公司发展的理由如下: 1) 驴皮供需关系仍未转变, 阿胶存在持续提价预期。养殖户对毛驴养殖积极性仍不高, 市场仍需要培育, 故短期内驴皮资源仍较紧缺。阿胶产品提价后终端接受程度较好, 同时布局高端市场。阿胶用户主要集中在东部沿海发达地区, 品牌忠诚度高具有服用习惯, 提价后客户流失的比率较小; 2) 传统产品未见下滑趋势, 大健康领域为新的增长点。预计目前衍生品的收入占比约在 5%, 主要品种是保健食品桃花姬。后期将向更加广阔的滋补健康品、饮品等领域发展, 培育为新增长点。3) 虽然 2016Q1 增速低于预期, 但要从公司产品提价时点考虑。2014 年 1 月提价, 预计经销商在 2013 年底已备货, 导致 2014Q1 增长慢。2015 年 4 月提价桃花姬, 预计会导致 2015 年 1 月经销商拿货较多, 这两个因素叠加导致 2015 年 Q1 增速超预期, 整体基数较高, 进而导致 2016Q1 业绩增速低于预期。综合考虑, 我们预计 2016Q2 业绩增速会有恢复。
- **阿胶终端需求稳步增长, 终端提价及衍生品多举措保增长。** 1) 驴皮供需关系仍未转变, 阿胶存在持续提价预期。由于养殖户对毛驴养殖积极性仍不高, 短期内驴皮资源仍较紧缺, 我们认为阿胶系列仍存在提价预期。对驴皮的长期战略, 公司将采用建设养殖基地、与养殖户合作等方式, 挖掘毛驴经济价值, 调动养殖户积极性; 2) 产品提价终端接受程度较好, 同时布局高端市场。阿胶用户主要集中在东部沿海发达地区, 品牌忠诚度高, 且已经培育了良好的服用习惯, 提价后客户流失的比率较小。此外产品多层次覆盖客户群体, 贡胶、红标阿胶、小分子阿胶等产品针对性强, 最大限度挖掘客户需求; 3) 大健康领域为新的增长点。持续推进阿胶衍生品开发, 预计目前衍生品的收入占比约在 5%, 主要品种是保健食品桃花姬。后期将向更加广阔的滋补健康品、饮品等领域发展, 培育为新增长点。
- **盈利预测及评级。** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.90 元、3.43 元、4.07 元, 对应市盈率分别为 18 倍、15 倍、13 倍, 公司具有优秀的品牌、渠道及终端能力, 且具有稀缺资源及业绩增长稳定等特征, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、产品销售或不达预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5449.7	6498.5	7757.9	9271.9
增长率	35.9%	19.2%	19.4%	19.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1625.0	1895.8	2246.1	2665.1
增长率	19.0%	16.7%	18.5%	18.7%
每股收益 EPS (元)	2.48	2.90	3.43	4.07
净资产收益率 ROE	23.1%	22.8%	22.8%	22.9%
PE	21	18	15	13
PB	4.9	4.1	3.5	3.0

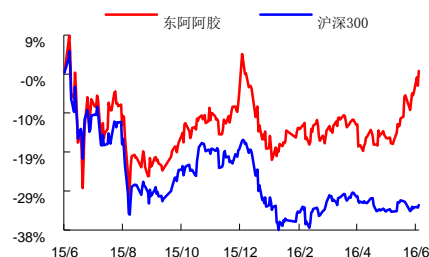
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
 执业证号: S1250513070001  
 电话: 021-68413530  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
 执业证号: S1250515090002  
 电话: 023-67898264  
 邮箱: hzli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.54
流通 A 股(亿股)	6.54
52 周内股价区间(元)	38.06-59.51
总市值(亿元)	348.33
总资产(亿元)	90.04
每股净资产(元)	11.56

### 相关研究

1. 东阿阿胶 (000423): 产品资源稀缺, 公司业绩持续增长 (2016-03-10)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5449.66	6498.46	7757.95	9271.87	净利润	1637.81	1905.83	2256.12	2675.08
营业成本	1928.75	2349.68	2792.74	3327.30	折旧与摊销	98.64	207.34	207.34	207.34
营业税金及附加	64.58	77.13	92.42	110.22	财务费用	-17.43	1.06	1.27	1.51
销售费用	1276.78	1387.11	1676.15	2023.37	资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00
管理费用	423.18	549.78	648.80	769.17	经营营运资本变动	-1879.40	-559.69	-749.91	-948.49
财务费用	-17.43	1.06	1.27	1.51	其他	1132.58	-104.31	-105.34	-104.94
资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>977.61</b>	<b>1455.23</b>	<b>1614.48</b>	<b>1835.50</b>
投资收益	151.88	100.00	100.00	100.00	资本支出	-135.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1264.55	113.86	97.70	98.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1400.44</b>	<b>113.86</b>	<b>97.70</b>	<b>98.84</b>
<b>营业利润</b>	<b>1920.27</b>	<b>2228.70</b>	<b>2641.58</b>	<b>3135.29</b>	短期借款	80.00	-80.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.91	13.68	12.68	12.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1927.19</b>	<b>2242.39</b>	<b>2654.26</b>	<b>3147.35</b>	股权融资	-16.35	0.00	0.00	0.00
所得税	289.37	336.56	398.13	472.27	支付股利	-523.22	-622.64	-726.40	-860.61
净利润	1637.81	1905.83	2256.12	2675.08	其他	-9.01	-4.51	-1.27	-1.51
少数股东损益	12.79	10.00	10.00	10.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-468.57</b>	<b>-707.14</b>	<b>-727.66</b>	<b>-862.13</b>
归属母公司股东净利润	1625.03	1895.83	2246.12	2665.08	<b>现金流量净额</b>	<b>-891.26</b>	<b>861.94</b>	<b>984.51</b>	<b>1072.21</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1658.56	2520.50	3505.01	4577.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	768.83	870.10	1038.60	1251.29	销售收入增长率	35.94%	19.25%	19.38%	19.51%
存货	1725.48	2101.35	2498.06	2976.23	营业利润增长率	20.61%	16.06%	18.53%	18.69%
其他流动资产	2280.15	2718.97	3245.94	3879.37	净利润增长率	19.35%	16.36%	18.38%	18.57%
长期股权投资	93.64	93.64	93.64	93.64	EBITDA 增长率	22.72%	21.76%	16.95%	17.33%
投资性房地产	30.53	16.68	18.98	20.14	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1539.10	1361.20	1183.29	1005.39	毛利率	64.61%	63.84%	64.00%	64.11%
无形资产和开发支出	204.60	175.94	147.29	118.63	三费率	30.87%	29.82%	29.98%	30.13%
其他非流动资产	308.12	307.34	306.56	305.78	净利率	30.05%	29.33%	29.08%	28.85%
<b>资产总计</b>	<b>8609.02</b>	<b>10165.73</b>	<b>12037.38</b>	<b>14227.70</b>	ROE	23.12%	22.79%	22.81%	22.85%
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.02%	18.75%	18.74%	18.80%
应付和预收款项	743.40	962.52	1159.36	1360.16	ROIC	35.25%	32.38%	35.01%	37.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.73%	37.50%	36.74%	36.07%
其他负债	702.60	840.44	985.53	1160.58	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1526.00</b>	<b>1802.96</b>	<b>2144.89</b>	<b>2520.75</b>	总资产周转率	0.68	0.69	0.70	0.71
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	固定资产周转率	4.05	5.10	7.08	10.10
资本公积	697.50	697.50	697.50	697.50	应收账款周转率	25.69	21.57	23.70	23.12
留存收益	5658.87	6932.06	8451.78	10256.25	存货周转率	1.21	1.23	1.21	1.22
归属母公司股东权益	7013.83	8283.58	9803.30	11607.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.07%	—	—	—
少数股东权益	69.19	79.19	89.19	99.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7083.02</b>	<b>8362.77</b>	<b>9892.49</b>	<b>11706.95</b>	资产负债率	17.73%	17.74%	17.82%	17.72%
负债和股东权益合计	8609.02	10165.73	12037.38	14227.70	带息债务/总负债	5.24%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.42	4.74	4.96	5.18
					速动比率	3.24	3.53	3.76	3.96
					股利支付率	32.20%	32.84%	32.34%	32.29%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	2001.48	2437.10	2850.18	3344.15	每股收益	2.48	2.90	3.43	4.07
PE	21.27	18.23	15.39	12.97	每股净资产	10.83	12.79	15.13	17.90
PB	4.88	4.13	3.49	2.95	每股经营现金	1.49	2.23	2.47	2.81
PS	6.34	5.32	4.46	3.73	每股股利	0.80	0.95	1.11	1.32
EV/EBITDA	16.29	13.00	10.77	8.86					
股息率	1.51%	1.80%	2.10%	2.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn