2016 年 08 月 13 日
证券研究报告•2016 年中报点评
东阿阿胶（000423）医药生物

买入（维持）
当前价：58.98 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

单季度利润增速加快，持续看好全年业绩

投资要点

- **财务概况：**公司 2016 年上半年营业收入、扣非净利润分别为 26.7 亿元、7.9 亿元，同比增长分别为 5.0%、9.8%；2016Q2 营业收入、扣非净利润分别为 11.9 亿元、2.7 亿元，同比增长分别为 6.8%、24.8%。
- **Q2 利润增速加快，持续看好全年业绩。**2016 年上半年营业收入为 26.7 亿元，同比增长约 5%。其中阿胶系列产品收入为 22.7 亿元，同比增长约 7.5%；医药贸易收入约为 1 亿元，同比下滑约 38%。分地区来看，华东地区收入增长约为 34.6%。2016 年上半年扣非净利润为 7.9 亿元，同比增长约 9.8%。利润快于收入增速约 5 个百分点，主要原因为公司毛利率提升。上半年公司毛利率约为 69%，提升约 4 个百分点。其中阿胶系列毛利率提升约 3.5 个百分点，同时商业增速下滑导致收入结构变化，使得毛利率有提升。从单季度来看，Q2 营业收入、扣非净利润增速分别为 6.8%、24.8%。单季度高基数因素消除，Q2 业绩增速恢复，符合我们前期判断。由于公司核心业务区域收入仍保持高增长，我们判断产品提价后对公司销量提升的负面影响有限，稳定增长或将持续。
- **品牌中药稀缺标的，估值仍有提升空间。**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，品牌忠诚度高且有服用习惯，提价后客户流失的比率较小。本次中报披露公司在华东地区的收入高增长也印证该逻辑；2）产品梯队丰富，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。将逐渐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）品牌营销及网络优势，助力公司取胜 OTC 市场。通过品牌化、差异化等提升产品壁垒及溢价，为后期的产品提价、销售增长提供保障。公司布局药店、电商及医院等渠道，同时进行直营、商超等实体店方面拓展。我们认为公司产品的消费属性强，零售终端的发展或将促进产品销量的快速增长；4）股东及高管陆续增持，显现了其对公司未来发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 2.93 元、3.46 元、3.96 元（原预测 206-2018 年每股收益分别为 2.9 元、3.43 元、4.07 元，调整的原因为收入结构变化，且阿胶系列毛利率有提升），对应市盈率分别为 20 倍、17 倍、15 倍。我们认为阿胶系列产品由于原材料紧缺存在提价预期，且大健康布局能带动收入增长，公司未来业绩提升空间较大，且当前估值仍偏低，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、产品销售或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	5449.7	6196.1	7101.6	8141.8
增长率	35.9%	13.7%	14.6%	14.6%
归属母公司净利润（百万元）	1625.0	1918.7	2260.7	2591.6
增长率	19.0%	18.1%	17.8%	14.6%
每股收益 EPS（元）	2.48	2.93	3.46	3.96
净资产收益率 ROE	23.1%	23.0%	22.9%	22.3%
PE	24	20	17	15
PB	5.4	4.6	3.9	3.3

数据来源：Wind，西南证券

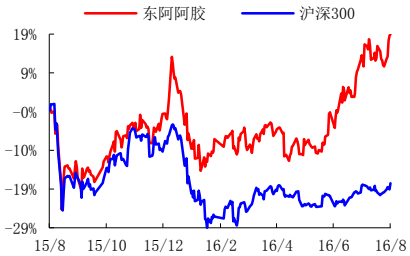
西南证券研究发展中心

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：hzl@swsc.com.cn

联系人：张肖星
电话：021-68415020
邮箱：zxxing@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)	38.06-59.15
总市值(亿元)	385.74
总资产(亿元)	89.47
每股净资产(元)	11.19

相关研究

1. 东阿阿胶(000423)：品牌中药稀缺标的，估值仍有提升空间 (2016-07-12)
2. 东阿阿胶（000423）：股东及高管陆续增持，看好公司长期发展 (2016-06-23)
3. 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）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5449.66	6196.08	7101.60	8141.83
营业成本	1928.75	2025.93	2313.80	2644.38
营业税金及附加	64.58	73.54	84.60	96.79
销售费用	1276.78	1487.06	1633.37	1872.62
管理费用	423.18	464.71	532.62	610.64
财务费用	-17.43	-15.81	-26.50	-36.43
资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00
投资收益	151.88	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1920.27	2255.66	2658.72	3048.84
其他非经营损益	6.91	13.68	12.68	12.05
利润总额	1927.19	2269.34	2671.40	3060.89
所得税	289.37	340.60	400.70	459.30
净利润	1637.81	1928.74	2270.69	2601.59
少数股东损益	12.79	10.00	10.00	10.00
归属母公司股东净利润	1625.03	1918.74	2260.69	2591.59

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	1637.81	1928.74	2270.69	2601.59
折旧与摊销	98.64	207.34	207.34	207.34
财务费用	-17.43	-15.81	-26.50	-36.43
资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-1879.40	-255.33	-520.56	-636.24
其他	1132.58	-104.31	-105.34	-104.94
经营活动现金流净额	977.61	1765.63	1830.62	2036.31
资本支出	-135.89	0.00	0.00	0.00
其他	-1264.55	113.86	97.70	98.84
投资活动现金流净额	-1400.44	113.86	97.70	98.84
短期借款	80.00	-80.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-16.35	0.00	0.00	0.00
支付股利	-523.22	-622.64	-735.18	-866.20
其他	-9.01	12.37	26.50	36.43
筹资活动现金流净额	-468.57	-690.27	-708.67	-829.77
现金流量净额	-891.26	1189.22	1219.65	1305.39

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1658.56	2847.78	4067.42	5372.81
应收和预付款项	768.83	796.31	912.98	1055.66
存货	1725.48	1811.73	2069.60	2365.28
其他流动资产	2280.15	2592.45	2971.33	3406.56
长期股权投资	93.64	93.64	93.64	93.64
投资性房地产	30.53	16.68	18.98	20.14
固定资产和在建工程	1539.10	1361.20	1183.29	1005.39
无形资产和开发支出	204.60	175.94	147.29	118.63
其他非流动资产	308.12	307.34	306.56	305.78
资产总计	8609.02	10003.07	11771.10	13743.89
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	743.40	882.97	1021.21	1150.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	702.60	734.42	828.69	936.95
负债合计	1526.00	1617.40	1849.90	2087.30
股本	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	697.50	697.50	697.50	697.50
留存收益	5658.87	6954.97	8480.49	10205.88
归属母公司股东权益	7013.83	8306.49	9832.00	11557.40
少数股东权益	69.19	79.19	89.19	99.19
股东权益合计	7083.02	8385.68	9921.19	11656.59
负债和股东权益合计	8609.02	10003.07	11771.10	13743.89

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	35.94%	13.70%	14.61%	14.65%
营业利润增长率	20.61%	17.47%	17.87%	14.67%
净利润增长率	19.35%	17.76%	17.73%	14.57%
EBITDA 增长率	22.72%	22.27%	16.03%	13.39%
获利能力				
毛利率	64.61%	67.30%	67.42%	67.52%
三费率	30.87%	31.24%	30.13%	30.05%
净利率	30.05%	31.13%	31.97%	31.95%
ROE	23.12%	23.00%	22.89%	22.32%
ROA	19.02%	19.28%	19.29%	18.93%
ROIC	35.25%	33.48%	37.60%	39.89%
EBITDA/销售收入	36.73%	39.50%	39.98%	39.55%
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.67	0.65	0.64
固定资产周转率	4.05	4.86	6.48	8.87
应收账款周转率	25.69	21.04	23.27	22.69
存货周转率	1.21	1.15	1.19	1.19
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.07%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	17.73%	16.17%	15.72%	15.19%
带息债务/总负债	5.24%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.42	5.20	5.63	6.05
速动比率	3.24	4.03	4.47	4.88
股利支付率	32.20%	32.45%	32.52%	33.42%
每股指标				
每股收益	2.48	2.93	3.46	3.96
每股净资产	10.83	12.82	15.17	17.82
每股经营现金	1.49	2.70	2.80	3.11
每股股利	0.80	0.95	1.12	1.32

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	2001.48	2447.18	2839.56	3219.74
PE	23.74	20.10	17.06	14.88
PB	5.45	4.60	3.89	3.31
PS	7.08	6.23	5.43	4.74
EV/EBITDA	18.29	14.46	12.03	10.20
股息率	1.36%	1.61%	1.91%	2.25%

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn