东阿阿胶(000423.SZ)

毛利率提升明显，业绩环比改善

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：65

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

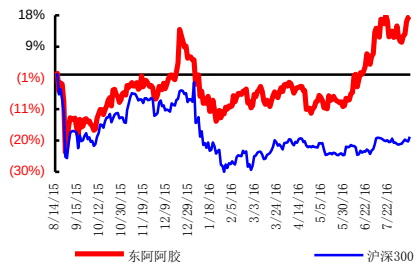
联系人 张喆 021-20315280 zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2016 年 08 月 14 日

基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	58.98
市值(百万元)	38,574
流通市值(百万元)	38,565

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	6,167.8	7,168.8	8,222.2
营业收入增速	-0.18%	35.94%	13.18%	16.23%	14.69%
净利润增长率	13.52%	19.00%	11.28%	15.23%	10.46%
摊薄每股收益（元）	2.09	2.48	2.76	3.19	3.52
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	17.17	14.90	13.49
PEG	1.32	1.11	1.52	0.98	1.29
每股净资产（元）	9.06	10.72	12.69	15.87	19.39
每股现金流量	1.00	1.49	3.73	3.16	3.32
净资产收益率	23.06%	23.17%	21.79%	20.07%	18.15%
市净率	4.12	4.88	3.74	2.99	2.45
总股本（百万股）	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

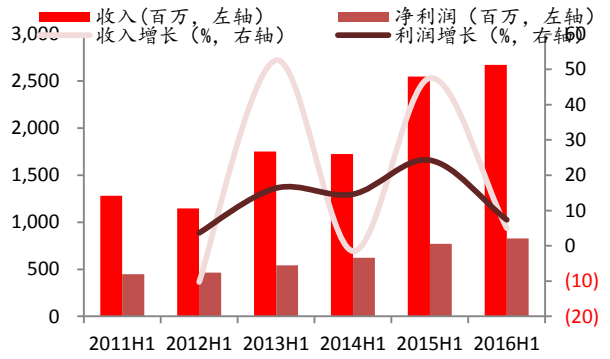
投资要点

- **事件：东阿阿胶公布 2016 年半年报，16H1 公司实现收入 26.74 亿元，同比增长 4.99%；实现净利润 8.29 亿元，同比增长 7.36%；其中 16Q2 实现收入 11.91 亿元，同比增长 6.82%，实现净利润 2.85 亿元，同比增长 15.65%。**

- **业绩环比改善明显，收入增速低于净利润增速：**16Q2 公司收入和利润增速均相较于 16Q1 出现明显改善，其中 16Q2 实现收入 11.91 亿元，同比增长 6.82%，环比提高了 3.26 个百分点。分产品结构来看，2016 年上半年公司主营业务阿胶及系列产品实现收入 22.70 亿元，同比增长 7.48%；医药贸易业务实现收入 1.06 亿元，同比大幅下滑 37.92%。分地区来看，华东地区表现亮眼，实现收入 13.96 亿元，同比大幅提高 34.59%，占公司总收入的 52.40%。而 16Q2 公司的净利润同比增长 15.65%，相较于 16Q1 环比大幅提高了 12.17%。

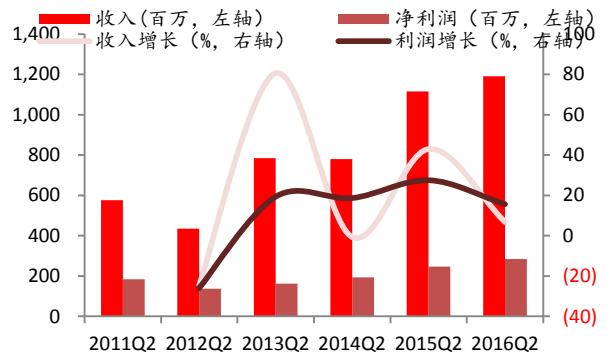
- **毛利率提升显著，经营性现金流压力较大：**2016 年上半年公司的整体毛利率水平为 69%，同比提高了 3.81%，其中 16Q2 的毛利率为 64.55%，同比大幅提高了 5.62 个百分点。阿胶系列产品的毛利率达到 75.98%，同比大幅提升 3.72%，是驱动公司毛利率提升的主要因素。同时公司的费用率水平出现了一定幅度的上升，2016H1 整体期间费用率为 31.03%，同比提高了 1.74%。其中销售费用率为 24.08%，同比提高了 1.53 个百分点。单就二季度来看，公司的期间费用率为 34.59%，同比提高 1.26%；期间费用率为 27.17%，同比提高了 2.72%。由于毛利率和期间费用率的同步提升，公司上半年的净利率为 31%，同比小幅增长 0.69%。但是公司的现金流情况持续恶化，经营活动产生的现金流净流出 9.09 亿元，主要是采购原料支付现金增加、销售收到银行承兑汇票增加等因素的影响。

图表 1：2016H1 公司的收入及利润增速变化情况



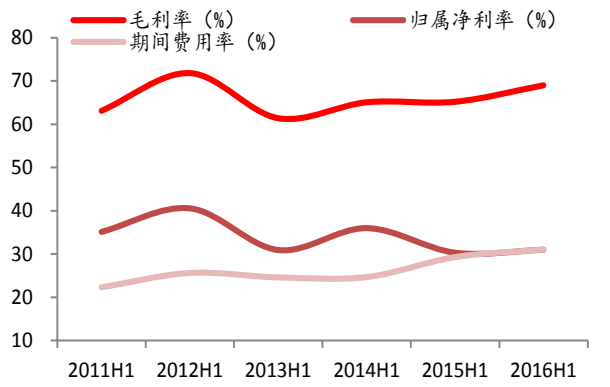
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：2016Q2 公司的收入及利润增速变化情况



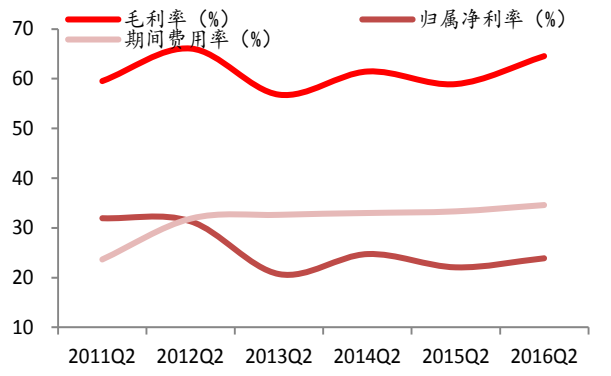
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：2016H1 公司的利润率变化情况



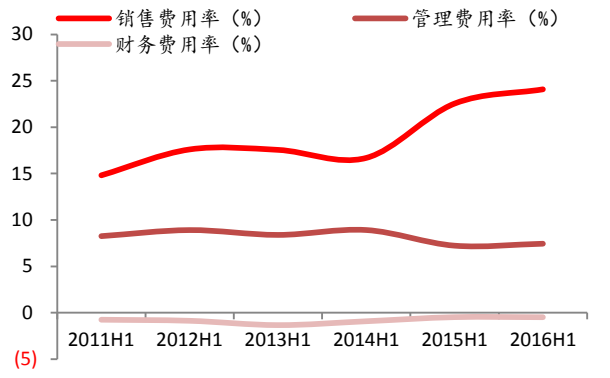
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：2016Q2 公司的利润率变化情况



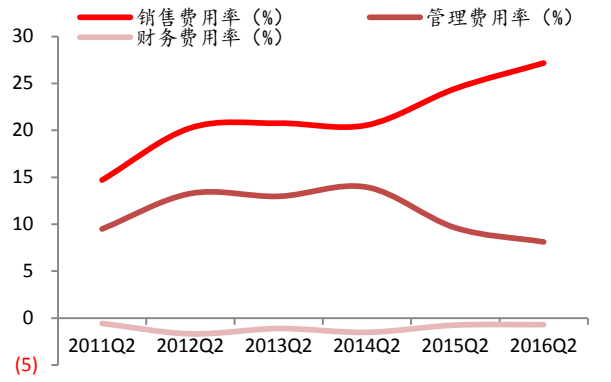
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：2016H1 公司的期间费用率变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：2016Q2 公司的期间费用率变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

- **公司高管和华润相继大规模增持，彰显未来发展决心：**6 月初公司董事秦玉峰等六位核心高管增持公司股票约 264.80 万股，合计增持金额超过 1.2 亿元。公司控股股东华润东阿阿胶的股东华润医药投资自 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 3047.61 万股，占公司已发行总股数的 4.66%，总增持金额将近 14 亿元。公司高管和控股股东华润相继大规模增持彰显出公司发展的决心，而华润直接增持 3047.61 万股后，直接持股比例接近 18%，控股地位更加牢固。但是二季度前海人寿再次增持 1130 万股，占总股本的比例达到 4.17%，后续走势有待进一步观察。

- **价值回归之路稳步推进：**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。

- **投资建议：16 年目标价 65 元，维持“买入”评级。**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，公司核心高管和华润大幅度增持公司股票彰显出发展的决心。考虑到上半年的业绩波动，我们小幅下调 2016-18 年的 EPS 至 2.76/3.19/3.52 元，维持 2016 目标价 65 元，对应 17 年 20xPE，“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7：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	4,978.92	5,725.76	6,470.11
增长率（YOY）	—	*7.73%*	*26.19%*	*10.00%*	*15.00%*	*13.00%*
毛利率	66.20%	71.06%	72.64%	75.00%	76.00%	76.00%
销售成本	1,125.28	1,038.02	1,238.25	1,244.73	1,374.18	1,552.83
增长率（YOY）	—	*-7.75%*	*19.29%*	*0.52%*	*10.40%*	*13.00%*
毛利	2,204.22	2,548.96	3,288.04	3,734.19	4,351.58	4,917.28
增长率（YOY）	—	*15.64%*	*29.00%*	*13.57%*	*16.53%*	*13.00%*
占总销售额比重	83.00%	89.71%	83.19%	80.72%	79.87%	78.69%
占主营业务利润比重	86.60%	97.27%	93.53%	92.56%	92.10%	91.65%
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%	18.00%	18.00%	18.50%
销售成本	516.73	109.99	207.14	268.55	335.68	417.05
增长率（YOY）	—	*-78.71%*	*88.33%*	*29.65%*	*25.00%*	*24.24%*
毛利	52.25	10.33	44.78	58.95	73.69	94.67
增长率（YOY）	—	*-80.23%*	*333.49%*	*31.64%*	*25.00%*	*28.47%*
占总销售额比重	14.18%	3.01%	4.63%	5.31%	5.71%	6.22%
占主营业务利润比重	2.05%	0.39%	1.27%	1.46%	1.56%	1.76%
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	861.41	1,033.69	1,240.42
增长率（YOY）	—	*438.24%*	*149.76%*	*30.00%*	*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	620.21	733.92	886.90
增长率（YOY）	—	*-194.09%*	*127.96%*	*29.19%*	*18.33%*	*20.85%*
毛利	273.10	54.71	182.55	241.19	299.77	353.52
增长率（YOY）	—	*-79.97%*	*233.67%*	*32.12%*	*24.29%*	*17.93%*
占总销售额比重	2.45%	13.17%	32.88%	—	51.25%	61.47%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	**4011.30**	**3998.30**	**5440.83**	**6167.82**	**7168.81**	**8222.24**
销售成本小计	**1465.97**	**1377.74**	**1925.46**	**2133.49**	**2443.78**	**2856.77**
毛利	**2545.33**	**2620.56**	**3515.37**	**4034.33**	**4725.03**	**5365.47**
平均毛利率	**63.45%**	**65.54%**	**64.61%**	**65.41%**	**65.91%**	**65.26%**

来源：中泰证券研究所

图表 8：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**	**6,168**	**7,169**	**8,222**
增长率	*31.42%*	*-0.2%*	*35.9%*	*13.2%*	*16.2%*	*14.7%*
营业成本	-1,467	-1,381	-1,929	-2,133	-2,444	-2,857
%销售收入	*36.5%*	*34.5%*	*35.4%*	*34.6%*	*34.1%*	*34.7%*
毛利	2,550	2,628	3,521	4,034	4,725	5,365
%销售收入	*63.5%*	*65.5%*	*64.6%*	*65.4%*	*65.9%*	*65.3%*
营业税金及附加	-45	-49	-65	-74	-87	-97
%销售收入	*1.1%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
营业费用	-816	-751	-1,277	-1,480	-1,756	-2,056
%销售收入	*20.3%*	*18.7%*	*23.4%*	*24.0%*	*24.5%*	*25.0%*
管理费用	-359	-372	-423	-463	-548	-625
%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	2,017	2,333	2,588
%销售收入	*33.1%*	*36.3%*	*32.2%*	*32.7%*	*32.5%*	*31.5%*
财务费用	48	40	17	19	38	50
%销售收入	*-1.2%*	*-1.0%*	*-0.3%*	*-0.3%*	*-0.5%*	*-0.6%*
资产减值损失	-6	-6	-5	-1	0	-2
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%*	*4.2%*	*3.5%*	*2.8%*
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,126	2,457	2,713
营业利润率	*35.3%*	*39.7%*	*35.2%*	*34.5%*	*34.3%*	*33.0%*
营业外收支	19	21	7	20	20	20
税前利润	**1,437**	**1,613**	**1,927**	**2,146**	**2,478**	**2,734**
利润率	*35.8%*	*40.2%*	*35.4%*	*34.8%*	*34.6%*	*33.2%*
所得税	-217	-241	-289	-322	-372	-410
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	1,824	2,106	2,324
少数股东损益	17	7	13	16	22	22
归属于母公司的净利润	**1,203**	**1,366**	**1,625**	**1,808**	**2,084**	**2,302**
净利率	*29.9%*	*34.1%*	*29.8%*	*29.3%*	*29.1%*	*28.0%*

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	1,824	2,106	2,324
少数股东损益	0	0	0	16	22	22
非现金支出	67	85	104	123	150	178
非经营收益	-25	-117	-180	-107	-104	-94
营运资金变动	-382	-683	-584	596	-87	-234
经营活动现金净流	**879**	**657**	**978**	**2,453**	**2,087**	**2,196**
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**	**1,764**	**1,164**	**1,829**

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	3,406	4,548	6,355
应收款项	305	193	468	383	457	518
存货	551	1,464	1,725	1,537	1,721	2,004
其他流动资产	934	1,220	2,581	2,592	2,598	2,669
流动资产	4,003	5,427	6,433	7,918	9,323	11,545
%总资产	*66.9%*	*72.7%*	*74.7%*	*73.7%*	*74.5%*	*76.9%*
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%*	*20.2%*	*20.0%*	*18.3%*
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%*	*26.3%*	*25.5%*	*23.1%*
资产总计	**5,980**	**7,460**	**8,609**	**10,748**	**12,508**	**15,013**
短期借款	0	0	80	80	80	80
应付款项	685	1,151	1,169	1,420	1,594	1,737
其他流动负债	113	205	206	793	273	312
流动负债	798	1,357	1,455	2,293	1,947	2,128
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**	**2,364**	**2,018**	**2,199**
普通股股东权益	5,002	5,922	7,014	8,299	10,383	12,684
少数股东权益	82	105	69	85	108	129
负债股东权益合计	**5,980**	**7,460**	**8,609**	**10,748**	**12,508**	**15,013**

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	2.765	3.186	3.519
每股净资产(元)	7.649	9.055	10.724	12.689	15.875	19.394
每股经营现金净流(元)	1.344	1.005	1.495	3.725	3.157	3.324
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%	21.79%	20.07%	18.15%
总资产收益率	20.12%	18.31%	18.88%	16.82%	16.66%	15.33%
投入资本收益率	41.11%	37.19%	28.00%	35.16%	33.96%	34.67%
增长率						
营业总收入增长率	31.42%	-0.18%	35.94%	13.18%	16.23%	14.69%
EBIT增长率	20.79%	9.47%	20.63%	14.87%	15.63%	10.94%
净利润增长率	15.64%	13.52%	19.00%	11.28%	15.23%	10.46%
总资产增长率	12.28%	24.75%	15.40%	24.84%	16.37%	20.03%
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	95.7	99.8	94.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.54%	-42.30%	-22.29%	-39.67%	-42.59%	-48.97%
EBIT利息保障倍数	-27.8	-36.1	-100.8	-105.3	-62.0	-51.7
资产负债率	14.97%	19.20%	17.73%	21.99%	16.13%	14.65%

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。