

2016年11月01日

王睿哲  
C0062@e-capital.com.tw  
目标价(元) 66

## 东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买入

前三季度业绩稳定增长，期待 Q4 阿胶块上量

### 结论与建议：

- 公司业绩：**2016前三季度公司实现营收39.8亿元，YOY+5.3%，录得净利润12.3亿元，YOY+8.5%，折合EPS为1.87元，基本符合预期。分季度来看，公司Q3单季实现营收13.1亿元，YOY+5.9%，录得净利润4.0亿元，YOY+11.0%。
- Q3 毛利率、费用率微升：**我们预计公司阿胶块产品营收稳定增长，目前管道库存整理预计基本完成，阿胶块作为冬季进补品，在 Q4 及明年 Q1 销售旺季期间出货预计将会有所提升，将会带动公司业绩增速持续恢复。复方阿胶浆及桃花姬产品预计在公司的的大力推广以及包装更换的作用下将维持 30%左右的增速。公司 Q3 单季综合毛利率为 62.6%，同比小幅提升 0.2 个百分点，我们认为在目前国内驴皮资源不断上涨的背景下，公司海外驴皮资源全球布局将使得公司成本端持续得到控制，另外，公司阿胶块未来还存在提价的可能。公司 Q3 销售费用率同比下降 1.2 个百分点至 22.0%，管理费用率同比上升有所上升 1.6 个百分点至 9.1%，综合来看，公司 Q3 三项费用率同比提升 0.4 个百分点至 30.9%。
- 预计年末经营性现金流将会恢复：**从三季报来看公司现金流还未得到较好的恢复，我们认为这主要还是由于公司加大产品推广力度，激励经销商，对经销商的授信提升，使得销售收到的票据有所增加。但预计随着后续票据兑付以及原材购置支出的回落，公司全年经营性现金流将可得到较好的恢复。
- 险资资金进出造成股价波动：**从三季报来看，前海人寿大幅减持公司股份，持股比例已降至 1.14%（在二季末持股比例为 4.17%），市场对险资的举牌预期消失，造成公司股价短期产生了一定的波动，但我们认为这并不会改变公司的长期投资价值。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2016/2017 年实现净利润 18.0 亿元（YOY+10.9%）/21.1 亿元（YOY+16.9%），EPS 分别为 2.76 元/3.22 元，对应 PE 分别为 21 倍/18 倍。目前公司管道库存已基本整理充分，我们预计未来随着旺季的来临以及公司积极的行销及宣传手段，营收将加速回升，并且公司目前估值较低，我们维持“买入”的投资建议。

### 公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2016/10/31)	56.00
深证成指(2016/10/31)	10704.30
股价 12 个月高/低	62.1/42.85
总发行股数(百万)	654.02
A 股数(百万)	653.87
A 市值(亿元)	366.17
主要股东	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)
每股净值(元)	11.78
股价/帐面净值	4.75
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.8 0.1 20.1

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-15	59.76	买入
2016-04-20	44.66	买入

### 产品组合

阿胶及系列	89.7%
其他	6.6%
医药贸易	3.0%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.3%
一般法人	23.2%

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1203	1366	1625	1802	2106
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	10.88%	16.86%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.84	2.09	2.48	2.76	3.22
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	31.96%	16.86%
市盈率(P/E)	X	32	28	23	21	18
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.80	0.80	0.83	0.97
GON 股息率 (Yield)	%	1.20%	1.38%	1.38%	1.42%	1.66%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业收入	4,016	4,009	5,450	5,827	6,568
经营成本	1,467	1,381	1,929	1,925	2,110
主营业务利润	2,550	2,628	3,521	3,902	4,458
销售费用	816	751	1,277	1,381	1,543
管理费用	359	372	423	449	502
财务费用	-48	-40	-17	-29	-33
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,120	2,481
补贴收入	22	30	21	21	20
税前利润	1,437	1,613	1,927	2,136	2,496
所得税	217	241	289	320	374
少数股东损益	17	7	13	14	16
归属于母公司净利润	1,203	1,366	1,625	1,802	2,106

附二: 合并资产负债表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	2,214	2,550	1,659	3,800	4,680
存货	551	1,464	1,725	816	919
应收账款	256	149	429	291	328
流动资产合计	4,083	5,427	6,433	5,851	6,977
长期股权投资	122	74	94	120	120
固定资产	641	1,326	1,363	660	680
无形资产及其他资产合计	184	231	199	190	200
资产总计	5,980	7,460	8,609	7,331	8,527
流动负债合计	798	1,357	1,455	1,100	1,200
长期负债合计	97	75	71	-1,071	-1,465
负债合计	895	1,432	1,526	29	-265
少数股东权益	82	105	69	55	66
股东权益合计	5,084	6,028	7,083	7,303	8,793
负债及股东权益合计	5,980	7,460	8,609	7,331	8,527

附三: 合并现金流量表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	879	657	978	1,597	1,835
投资活动产生的现金流量净额	-1,200	401	-1,400	310	-405
筹资活动产生的现金流量净额	-453	-422	-469	-320	-550
现金及现金等价物净增加额	-774	636	-891	1,587	880

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。