

# 东阿阿胶 (000423)

证券研究报告

2017年02月03日

## 华润增持彰显信心，看好公司价值回归之路

### 华润医药投资增持公司股份至 5%

公司公告，控股股东华润东阿母公司华润医药投资于 2016 年 4 月 20 日至 2017 年 1 月 25 日增持 3271.08 万股，占公司总股本的 5.00%。交易价格区间为 43.99-55 元/股，涉及资金总额逾 15 亿元(以此计算，增持均价为 45.86 元/股)。本次权益变动后，华润医药投资及其一致行动人华润东阿合计持有公司 28.14%股份，不排除后续继续增持。

### 增持彰显信心

公司此前已公告董监高等 6 名高管于去年在二级市场增持公司股票 1.2 亿元。公司大股东及高管增持一方面强化了与公司的利益一致性，也彰显了对公司发展的信心。而公司大股东华润医药已经在港股上市带来了积极的变化，公司作为业绩优质的稳健白马对大股东而言重要性凸显，未来不排除华润医药投资或大股东强化公司控制权继续增持公司股份。

### 稳步推进价值回归之路

公司去年底对重点产品进行提价，东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调 14%、28%、25%，继续推进阿胶价值回归。阿胶块日服用成本大约在 32 元左右，复方阿胶浆更是不到 30 元，而燕窝、虫草及鹿茸等滋补品日均服用费用均在 100 元以上，阿胶还有很大的提价空间，同时上游驴皮资源不断萎缩带来的成本压力也倒逼阿胶通过提价来反哺上游，促进整个阿胶产业链的持续健康发展。

### 业绩有望实现平稳较快增长

公司实施全产业链掌控，覆盖从上游原料基地建设、驴皮收购终端再到下游 OTC、商超、医院、自建连锁等营销终端，形成了明显的全产业链优势。在提价及渠道拓展下，我们预计阿胶块收入有望保持超过 10%的稳健增长，阿胶浆、桃花姬明确细分定位，未来 2-3 年有望保持 30%的复合增速，带动公司整体业绩实现平稳较快增长。

### 滋补保健品龙头，维持“增持”评级

公司聚焦阿胶三大主力产品，实行多品牌细化区分市场，积极培育阿胶衍生品，为长远发展注入动力，大股东一致行动人及高管增持彰显信心。我们看好公司作为滋补保健品龙头企业长期稳定的发展。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 2.87、3.36 和 3.87 元，对应 PE 分别为 19、16 及 14 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**高端市场拓展效果低于预期，上游原料成本上涨超出预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,009.01	5,449.66	6,151.53	7,204.84	8,283.95
增长率(%)	(0.18)	35.94	12.88	17.12	14.98
EBITDA(百万元)	1,625.70	1,996.91	2,261.27	2,628.86	3,017.88
净利润(百万元)	1,365.55	1,625.03	1,874.86	2,198.25	2,532.12
增长率(%)	13.52	19.00	15.37	17.25	15.19
EPS(元/股)	2.09	2.48	2.87	3.36	3.87
市盈率(P/E)	26.06	21.90	18.98	16.19	14.06
市净率(P/B)	6.01	5.07	4.34	3.70	3.16
市销率(P/S)	8.88	6.53	5.79	4.94	4.30
EV/EBITDA	13.34	16.21	13.50	11.60	9.16

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	54.42 元
目标价格	69 元
上次目标价	69 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	654.02
流通 A 股股本(百万股)	653.87
A 股总市值(百万元)	35,591.85
流通 A 股市值(百万元)	35,583.45
每股净资产(元)	11.78
资产负债率(%)	14.25
一年内最高/最低(元)	63.63/43.56

### 作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《东阿阿胶-公司点评:提价为业绩后续增长保驾护航》 2016-11-18
- 《东阿阿胶-季报点评:业绩平稳增长，全产业链优势明显》 2016-10-31

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,549.82	1,658.56	4,811.72	4,894.50	7,757.98
应收账款	160.49	346.31	332.95	0.10	382.84
预付账款	212.67	300.89	226.50	419.45	306.99
存货	1,464.30	1,725.48	858.55	2,560.20	977.87
其他	1,039.37	2,401.78	1,415.89	1,693.70	1,819.93
<b>流动资产合计</b>	<b>5,426.65</b>	<b>6,433.02</b>	<b>7,645.61</b>	<b>9,567.95</b>	<b>11,245.60</b>
长期股权投资	74.11	93.64	93.64	93.64	93.64
固定资产	1,330.77	1,383.70	1,406.83	1,419.77	1,413.59
在建工程	136.58	175.95	141.57	132.94	109.77
无形资产	233.47	203.68	192.17	180.66	169.15
其他	258.34	319.02	344.68	303.45	318.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,033.27</b>	<b>2,176.00</b>	<b>2,178.89</b>	<b>2,130.46</b>	<b>2,104.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,459.93</b>	<b>8,609.02</b>	<b>9,824.51</b>	<b>11,698.41</b>	<b>13,350.47</b>
短期借款	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	689.20	779.66	636.42	1,082.15	904.72
其他	667.64	595.35	814.29	815.49	969.87
<b>流动负债合计</b>	<b>1,356.84</b>	<b>1,455.01</b>	<b>1,450.71</b>	<b>1,897.63</b>	<b>1,874.59</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	75.46	70.99	81.18	75.88	76.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>75.46</b>	<b>70.99</b>	<b>81.18</b>	<b>75.88</b>	<b>76.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,432.31</b>	<b>1,526.00</b>	<b>1,531.89</b>	<b>1,973.51</b>	<b>1,950.61</b>
少数股东权益	105.17	69.19	85.91	101.81	122.09
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	713.84	697.50	697.50	697.50	697.50
留存收益	5,270.90	6,356.36	7,552.69	8,969.06	10,623.75
其他	(716.32)	(694.05)	(697.50)	(697.50)	(697.50)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,027.62</b>	<b>7,083.02</b>	<b>8,292.62</b>	<b>9,724.90</b>	<b>11,399.86</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,459.93</b>	<b>8,609.02</b>	<b>9,824.51</b>	<b>11,698.41</b>	<b>13,350.47</b>

  

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,372.28	1,637.81	1,874.86	2,198.25	2,532.12
折旧摊销	79.09	98.64	82.77	87.20	90.86
财务费用	0.63	(5.90)	(29.65)	(48.63)	(63.39)
投资损失	(101.71)	(151.88)	(120.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(648.44)	(1,908.56)	2,001.56	(1,359.08)	1,148.99
其它	(44.74)	1,307.50	16.72	15.90	20.27
<b>经营活动现金流</b>	<b>657.11</b>	<b>977.61</b>	<b>3,826.25</b>	<b>803.65</b>	<b>3,638.85</b>
资本支出	360.55	180.51	49.81	85.30	49.86
长期投资	(47.53)	19.54	0.00	0.00	0.00
其他	88.22	(1,600.48)	10.19	(75.30)	(9.86)
<b>投资活动现金流</b>	<b>401.24</b>	<b>(1,400.44)</b>	<b>60.00</b>	<b>10.00</b>	<b>40.00</b>
债权融资	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	78.24	26.96	45.39	70.19	83.63
其他	(500.26)	(575.53)	(778.49)	(801.06)	(899.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(422.02)</b>	<b>(468.57)</b>	<b>(733.09)</b>	<b>(730.87)</b>	<b>(815.37)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>636.32</b>	<b>(891.40)</b>	<b>3,153.16</b>	<b>82.78</b>	<b>2,863.48</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>4,009.01</b>	<b>5,449.66</b>	<b>6,151.53</b>	<b>7,204.84</b>	<b>8,283.95</b>
营业成本	1,381.37	1,928.75	2,060.76	2,348.78	2,733.70
营业税金及附加	48.79	64.58	72.47	85.98	98.21
营业费用	751.30	1,276.78	1,384.10	1,606.68	1,822.47
管理费用	371.51	423.18	570.06	706.07	786.98
财务费用	(40.37)	(17.43)	(29.65)	(48.63)	(63.39)
资产减值损失	5.96	5.40	5.65	5.67	5.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	101.71	151.88	120.00	90.00	90.00
其他	(203.41)	(303.76)	(240.00)	(180.00)	(180.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,592.15</b>	<b>1,920.27</b>	<b>2,208.15</b>	<b>2,590.29</b>	<b>2,990.42</b>
营业外收入	29.98	20.76	24.20	24.98	23.32
营业外支出	8.80	13.85	8.50	10.39	10.91
<b>利润总额</b>	<b>1,613.33</b>	<b>1,927.19</b>	<b>2,223.85</b>	<b>2,604.89</b>	<b>3,002.82</b>
所得税	241.06	289.37	332.28	390.73	450.42
<b>净利润</b>	<b>1,372.28</b>	<b>1,637.81</b>	<b>1,891.57</b>	<b>2,214.15</b>	<b>2,552.40</b>
少数股东损益	6.73	12.79	16.72	15.90	20.27
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,365.55</b>	<b>1,625.03</b>	<b>1,874.86</b>	<b>2,198.25</b>	<b>2,532.12</b>
每股收益(元)	2.09	2.48	2.87	3.36	3.87

  

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.18%	35.94%	12.88%	17.12%	14.98%
营业利润	12.28%	20.61%	14.99%	17.31%	15.45%
归属于母公司净利润	13.52%	19.00%	15.37%	17.25%	15.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.54%	64.61%	66.50%	67.40%	67.00%
净利率	34.06%	29.82%	30.48%	30.51%	30.57%
ROE	23.06%	23.17%	22.85%	22.84%	22.45%
ROIC	53.13%	50.21%	35.73%	68.87%	54.95%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.20%	17.73%	15.59%	16.87%	14.61%
净负债率	-21.87%	-15.78%	-2.56%	-33.73%	-25.62%
流动比率	4.00	4.42	5.27	5.04	6.00
速动比率	2.92	3.24	4.68	3.69	5.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.62	21.51	18.11	43.27	43.27
存货周转率	3.98	3.42	4.76	4.21	4.68
总资产周转率	0.60	0.68	0.67	0.67	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.09	2.48	2.87	3.36	3.87
每股经营现金流	1.00	1.49	5.85	1.23	5.56
每股净资产	9.06	10.72	12.55	14.71	17.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.06	21.90	18.98	16.19	14.06
市净率	6.01	5.07	4.34	3.70	3.16
EV/EBITDA	13.34	16.21	13.50	11.60	9.16
EV/EBIT	13.97	17.02	14.01	12.00	9.44

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com