

# 东阿阿胶 (000423.SZ)

2017年3月12日

## 东阿阿胶 2016 年年报点评: 毛利率持续提升, 业绩好于预期

增持 (首次覆盖)

### 投资要点

#### 一、事件: 公司发布 2016 年年报及分红方案

2016 年公司实现销售收入 63.17 亿元, 同比增长 15.92%; 实现归属母公司净利润 18.52 亿元, 同比增长 14.00%; 扣非后归属母公司净利润 17.39 亿元, 同比增长 16.17%; 对应稀释后 EPS 2.83 元, 略好于预期。

2016 年公司 Q4 单季度实现销售收入 23.32 亿元, 同比增长 40.10%; 实现归属母公司净利润 6.27 亿元, 同比增长 26.52%。

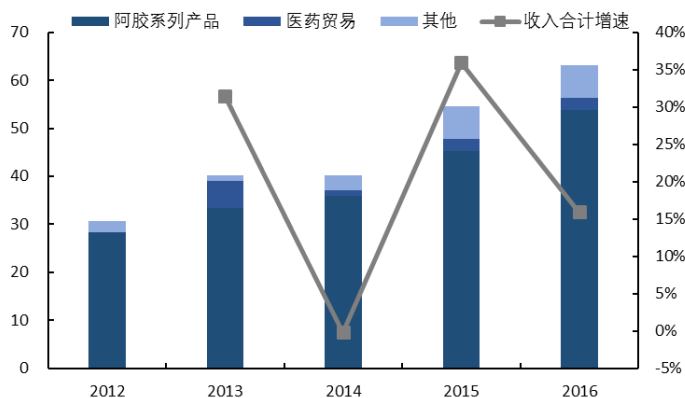
同时公司公告 2016 年分红预案, 拟每 10 股派 9 元 (含税)。

#### 二、我们的观点: Q4 销售表现突出, 毛利率持续上升

##### 1、主营产品“阿胶系列”表现强劲, 收入同比增长 18.65%。

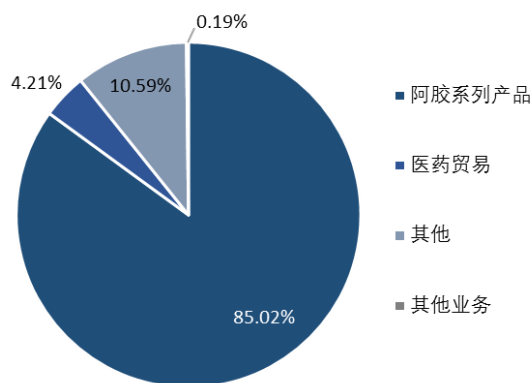
2016 年公司实现销售收入 63.17 亿元, 同比增长 15.92%; Q4 单季度实现销售收入 23.32 亿元, 同比增长 40.10%。在销售收入上, 公司保持了较高的增长速度, 主要产品“阿胶系列”销售额达到 53.71 亿元, 同比增长 18.65%, 占比公司收入的比例进一步提升, 达到 85.02%, 带动公司实现收入和利润的高速增长。

图表 1: 公司历年销售收入 (亿元) 与增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 2016 年公司营业收入结构



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

证券分析师 焦德智  
执业资格证书号码: S0600516120001

[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

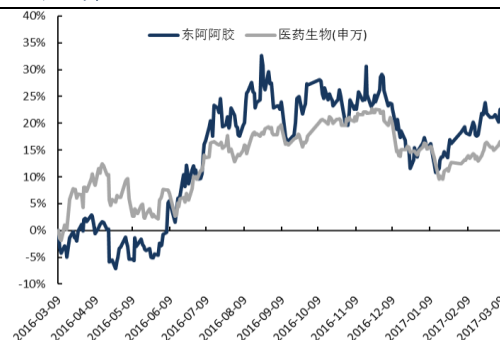
021-60199780

证券分析师 全铭  
执业资格证书号码: S0600517010002

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

010-66573567

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	56.92
一年最低价/最高价 (元)	43.39/63.63
市净率	4.83
流通 A 股市值 (亿元)	372

### 基础数据

每股净资产 (元)	8.9
资产负债率 (%)	29.0%
总股本 (亿股)	6.54
流通 A 股 (亿股)	6.54

### 相关报告

## 2、掌控原材料，降低制造费用，带动毛利率持续提升。

直接材料和能源成本达到总成本的 93.94%，因此公司特别重视上游原材料培育，在山东、内蒙古、辽宁建设原材料基地，掌控主要的毛驴交易市场，在保证质量的同时有效的控制了成本的上升。同时公司持续优化生产，制造费用同比降低 5.66%。原材料管控结合生产成本降低，直接带动公司销售收入占比 85.02% 的阿胶系列产品毛利率同比上升 1.47%，到达 74.11% 的水平。通过原材料的管控和生产费用的降低，公司整体毛利率上升 2.34 个百分点，达到 67.0%。

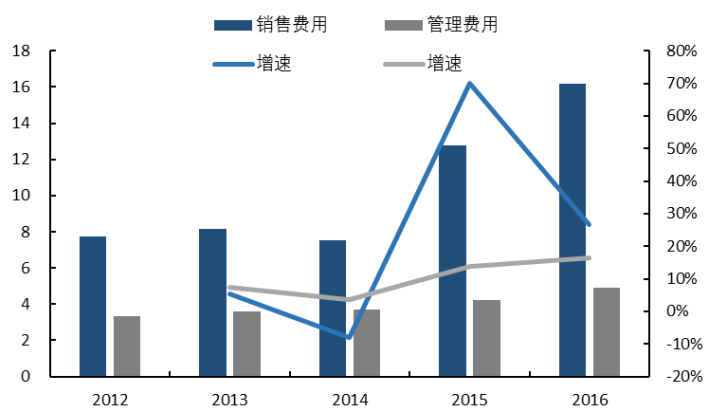
## 3、市场推广费用增加 2.80 亿元，导致销售费用同比大幅增长，拖累净利率。

在市场销售方面，公司持续加大市场推广费用，夯实行业龙头的品牌地位，确保终端销售增长和市场占有率。2016 年公司销售费用达到 16.18 亿元，同比增长 26.72%，销售费用绝对值增加 3.41 亿元，其中市场推广费用增长了 45%，达到 9.07 亿元，同比增加了 2.80 亿元。

公司管理费用得到了较好的控制，全年为 4.93 亿元，绝对值上升 0.7 亿元，同比增长 16.46%，其中主要增量来自于职工工资的上涨。

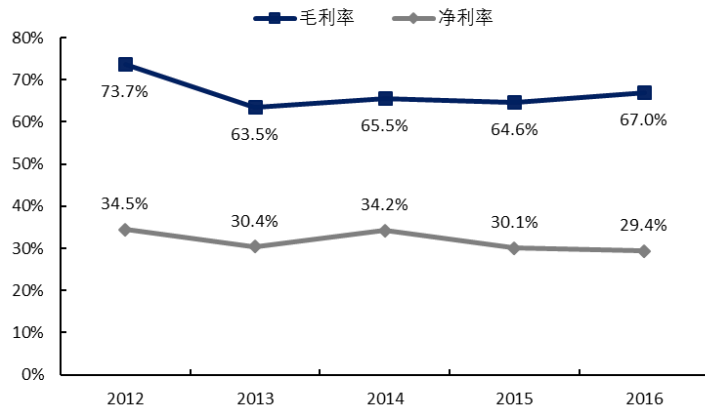
虽然毛利率略有上升，但是由于销售费用和管理费用上升，公司净利润率下降了 0.7 个百分点，为 29.4%。

图表 3：2016 年销售费用与管理费用（亿元）变化情况



数据来源：公司 2016 年报，东吴证券研究所

图表 4：公司毛利率和净利率变化情况



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

## 三、盈利预测与投资建议：

公司作为高端滋补品龙头企业，在品牌建设、渠道推广方面具备领先优势，在原材料方面全产业链掌控，具备生产成本优势。我们认为公司东阿阿胶品牌系列产品具备强大的品牌辨识度和消费者认可度，在消费升级+健康理念升级的大健康发展趋势下，公司作为阿胶产品绝对龙头，发展空间持续扩大。因此，首次覆盖，给予“增持”评级。

我们预期公司 2017 年到 2019 年，营业收入为 73.93 亿元、85.12 亿元和 96.68 亿元，同比增长 17.0%、15.1%和 13.6%；归属母公司净利润为 21.94 亿元、26.09 亿元和 30.46 亿元，同比增长 18.4%、18.9%和 16.8%；对应 EPS 为 3.35 元、3.99 元和 4.66 元。因此，我们对公司给予“增持”评级。

## 四、风险提示：

原材料成本波动超出预期；市场推广低于预期。

## 东阿阿胶 (000423) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7372	9380	11558	14167	营业收入	6317	7393	8512	9668
现金	1205	3685	4489	7548	营业成本	2088	2336	2624	2919
应收账款	453	580	609	741	营业税金及附加	70	86	99	113
其它应收款	65	56	83	75	营业费用	1618	1884	2158	2439
预付账款	230	364	303	439	管理费用	493	580	671	766
存货	3014	2290	3668	2958	财务费用	-17	-54	-91	-134
其他	2405	2405	2405	2405	资产减值损失	10	10	10	10
非流动资产	2254	1976	1698	1438	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	84	84	84	84	投资净收益	107	0	0	0
固定资产	1434	1511	1283	1055	营业利润	2163	2551	3041	3556
无形资产	184	160	131	101	营业外损益	33	33	33	33
其他	552	221	201	198	利润总额	2196	2584	3074	3589
资产总计	9626	11356	13256	15605	所得税	341	388	461	538
流动负债	1240	1393	1417	1575	净利润	1855	2197	2613	3051
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	3	3	4	4
应付账款	393	235	470	314	归属母公司净利润	1852	2194	2609	3046
其他	847	1158	947	1261	EBITDA	2285	2797	3250	3705
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	2.83	3.35	3.99	4.66
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
负债合计	1240	1393	1417	1575	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	27	30	34	38	营业收入	15.9%	17.0%	15.1%	13.6%
归属母公司股东权益	8359	9933	11805	13991	营业利润	12.6%	17.9%	19.2%	16.9%
负债和股东权益	9626	11356	13256	15605	归属母公司净利润	14.0%	18.4%	18.9%	16.8%
					毛利率	67.0%	68.4%	69.2%	69.8%
					净利率	29.4%	29.7%	30.7%	31.6%
<b>现金流量表</b>					ROE	22.2%	22.1%	22.1%	21.8%
经营活动现金流	625	3016	1421	3756	ROIC	31.9%	29.5%	39.7%	39.3%
净利润	1855	2197	2613	3051	资产负债率	12.9%	12.3%	10.7%	10.1%
折旧摊销	106	268	268	251	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-6	-55	-92	-135	流动比率	5.9	6.7	8.2	9.0
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.6	3.4	3.9	5.6
营运资金变动	909	1855	2154	2451	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
其它	-2239	-1248	-3522	-1861	应收帐款周转率	13.9	12.8	14.0	13.0
投资活动现金流	-330	28	28	28	应付帐款周转率	7.4	7.4	7.4	7.4
资本支出	0	0	0	0	每股收益	2.8	3.4	4.0	4.7
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金	1.0	4.6	2.2	5.7
其他	-330	28	28	28	每股净资产	12.8	15.2	18.1	21.5
筹资活动现金流	-539	-565	-645	-725	P/E	20	17	14	12
短期借款	0	0	0	0	P/B	4.5	3.7	3.2	2.7
长期借款	0	-565	-645	-725	EV/EBITDA	15.8	12.0	10.1	8.0
其他	-539	0	0	0					
现金净增加额	-243	2480	804	3059					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>