

东阿阿胶 (000423.SZ) 中药行业

评级：增持 维持评级

公司点评

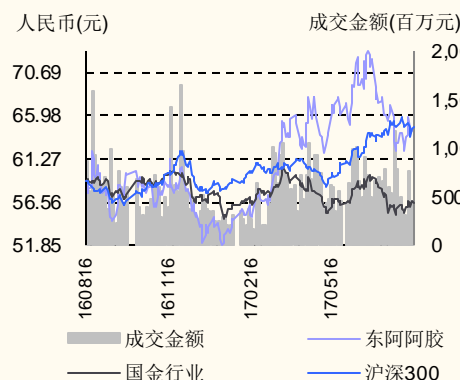
市场价格(人民币)：64.11元

中报基本符合预期，迎接下半年回升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 653.87 |
| 总市值(百万元) | 41,929.32 |
| 年内股价最高最低(元) | 72.95/51.85 |
| 沪深 300 指数 | 3706.06 |
| 深证成指 | 10559.78 |



相关报告

1. 《广铺 OTC 渠道，阿胶浆量价齐升-东阿阿胶公司研究》，2017.6.19

许菲菲 联系人
xufeifei@gjzq.com.cn李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 2.485 | 2.832 | 3.252 | 3.691 | 4.171 |
| 每股净资产(元) | 10.72 | 12.78 | 15.02 | 17.56 | 20.43 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.49 | 0.95 | 2.62 | 3.49 | 4.15 |
| 市盈率(倍) | 21.05 | 19.02 | 19.71 | 17.37 | 15.37 |
| 行业优化市盈率(倍) | 29.58 | 29.58 | 29.58 | 29.58 | 29.58 |
| 净利润增长率(%) | 19.00% | 14.00% | 14.82% | 13.49% | 13.03% |
| 净资产收益率(%) | 23.17% | 22.16% | 21.66% | 21.02% | 20.42% |
| 总股本(百万股) | 654.02 | 654.02 | 654.02 | 654.02 | 654.02 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 公司公布 2017 中报，实现收入 29.3 亿元、归母净利润 9.0 亿元、扣非归母净利润 8.4 亿元，同比增长分别为 9.7%、8.7%、5.6%。
- 二季度单季度实现收入 12.6 亿元、归母净利润 3.0 亿元，同比增长 5.61%、4.3%。

经营分析

- 母公司阿胶系列产品业绩基本符合预期，随着价格执行到位，阿胶系列产品静待下半年业绩回升：主营阿胶块及阿胶浆的母公司实现收入 24.3 亿元、净利润 9.55 亿元，同比增长分别为 14.9%、11.8%，符合预期。去年提价开始逐步落地执行，预计下半年会继续回升。
 - 阿胶块：大约于春节后执行新价，作为高端滋补品，消费者对价格敏感度较低，整体销量保持平稳。
 - 阿胶浆：由于各地政策不同，执行新价时间有先后。如上海需要报批，执行新价是在 7 月后。随着 OTC 门店的拓展，阿胶浆量价齐升，引领成长，全年预计收入增速 30% 以上。
 - 阿胶糕：新推出“真颜”，与“桃花姬”形成双品牌，上半年较去年同期保持平稳，通过进一步品牌宣传，有望于传统销售旺季（中秋节、春节）放量。
- 短期、长期两手加强上游驴皮控制：
 - 短期：继续增加驴皮战略存货，付款方式转优，应付账款增加：母公司存货自 2016 年底的 21.36 亿元上升至 2017 一季度的 28.40 亿元，新增 7.04 亿元；二季度新增 4.73 亿元至 33.13 亿元。2017 年母公司总计新增存货 11.78 亿元，预计其中约 90% 均为驴皮，通过锁定价格、保证生产。付款方式由此前的现款交易，目前可有一定付款期：公司应付账款同比增长 788.4% 至 12.24 亿元，体现了公司对上游话语权提升。
 - 长期：“提升上游价值”初见成效，黑毛驴牧业子公司扭亏为盈：公司全资子公司山东东阿黑毛驴牧业科技有限公司（“黑毛驴牧业”）实现营业收入 2.65 亿元，较 2016 年同比增长 593.0%，超过 2016 年全年收入 2.25 亿元，营业利润及净利润与去年同期相比亦由负转正。黑毛驴牧业主营毛驴相关业务，包含毛驴肉制品、驴奶、活驴交易等，黑毛驴

已经逐步推向产业。目前驴皮占一头毛驴价格的 25%，通过推出驴肉、驴奶等多种产品，提升毛驴单头养殖效益，有利于激发农户养驴积极性，进一步加强公司对上游的控制力。

- 由于受子公司活驴交易、非核心业务中药材贸易等低毛利业务影响，及新老价格交替的影响，合并报表业绩略低于预期。二季度是东阿阿胶传统的销售淡季，过去 5 年二季度收入占全年比 14.2%~20.5%，净利润占全年 13.3~15.4%，均为当年占比最低的季度，因此对全年影响有限。随着提价执行到位、进一步加强主业，预计公司下半年收入、利润增速加快。

盈利调整

- 依据公司经营情况，我们调整盈利预测，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 3.25/3.70/4.17 元，对应 PE 为 20/17/15 倍。

投资建议

- 在消费升级、保健意识日益提高的背景下，我们看好优质消费类公司的发展。公司作为保健消费细分领域阿胶行业的龙头，具有较强的上游掌控能力及定价能力，看好下半年公司阿胶浆的持续放量及阿胶糕的企稳回升，维持“增持”评级。

风险提示

- OTC 渠道开拓低于预期；“真颜”新品牌开拓低于预期；产品提价导致客户流失。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 4,009 | 5,450 | 6,317 | 7,352 | 8,278 | 9,141 |
| 增长率 | | 35.9% | 15.9% | 16.4% | 12.6% | 10.4% |
| 主营业务成本 | -1,381 | -1,929 | -2,088 | -2,374 | -2,582 | -2,781 |
| %销售收入 | 34.5% | 35.4% | 33.0% | 32.3% | 31.2% | 30.4% |
| 毛利 | 2,628 | 3,521 | 4,230 | 4,977 | 5,695 | 6,360 |
| %销售收入 | 65.5% | 64.6% | 67.0% | 67.7% | 68.8% | 69.6% |
| 营业税金及附加 | -49 | -65 | -70 | -81 | -91 | -101 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | -751 | -1,277 | -1,618 | -1,956 | -2,235 | -2,468 |
| %销售收入 | 18.7% | 23.4% | 25.6% | 26.6% | 27.0% | 27.0% |
| 管理费用 | -372 | -423 | -493 | -570 | -641 | -708 |
| %销售收入 | 9.3% | 7.8% | 7.8% | 7.8% | 7.7% | 7.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,456 | 1,756 | 2,049 | 2,371 | 2,728 | 3,083 |
| %销售收入 | 36.3% | 32.2% | 32.4% | 32.3% | 33.0% | 33.7% |
| 财务费用 | 40 | 17 | 17 | 20 | 33 | 50 |
| %销售收入 | -1.0% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.4% | -0.5% |
| 资产减值损失 | -6 | -5 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 20 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 102 | 152 | 107 | 90 | 80 | 80 |
| %税前利润 | 6.3% | 7.9% | 4.9% | 3.6% | 2.8% | 2.5% |
| 营业利润 | 1,592 | 1,920 | 2,163 | 2,501 | 2,841 | 3,213 |
| 营业利润率 | 39.7% | 35.2% | 34.2% | 34.0% | 34.3% | 35.2% |
| 营业外收支 | 21 | 7 | 33 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 1,613 | 1,927 | 2,196 | 2,521 | 2,861 | 3,233 |
| 利润率 | 40.2% | 35.4% | 34.8% | 34.3% | 34.6% | 35.4% |
| 所得税 | -241 | -289 | -341 | -391 | -443 | -501 |
| 所得税率 | 14.9% | 15.0% | 15.5% | 15.5% | 15.5% | 15.5% |
| 净利润 | 1,372 | 1,638 | 1,855 | 2,130 | 2,417 | 2,732 |
| 少数股东损益 | 7 | 13 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,366 | 1,625 | 1,852 | 2,127 | 2,414 | 2,728 |
| 净利率 | 34.1% | 29.8% | 29.3% | 28.9% | 29.2% | 29.8% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 1,372 | 1,638 | 1,855 | 2,130 | 2,417 | 2,732 |
| 少数股东损益 | 7 | 13 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 非现金支出 | 85 | 104 | 116 | 96 | 99 | 102 |
| 非经营收益 | -117 | -180 | -130 | -131 | -100 | -100 |
| 营运资金变动 | -683 | -584 | -1,216 | -385 | -132 | -19 |
| 经营活动现金净流 | 657 | 978 | 625 | 1,710 | 2,284 | 2,716 |
| 资本开支 | -275 | -275 | -349 | -60 | -67 | -67 |
| 投资 | 566 | -1,211 | -69 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 110 | 85 | 89 | 110 | 80 | 80 |
| 投资活动现金净流 | 401 | -1,400 | -330 | 50 | 13 | 13 |
| 股权募资 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -14 | 78 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -411 | -547 | -561 | -665 | -752 | -849 |
| 筹资活动现金净流 | -422 | -469 | -539 | -665 | -752 | -849 |
| 现金净流量 | 636 | -891 | -244 | 1,095 | 1,546 | 1,879 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,550 | 1,659 | 1,415 | 2,509 | 4,055 | 5,934 |
| 应收款项 | 193 | 468 | 518 | 620 | 698 | 771 |
| 存货 | 1,464 | 1,725 | 3,014 | 3,383 | 3,608 | 3,809 |
| 其他流动资产 | 1,220 | 2,581 | 2,636 | 2,763 | 2,794 | 2,824 |
| 流动资产 | 5,427 | 6,433 | 7,583 | 9,275 | 11,155 | 13,338 |
| %总资产 | 72.7% | 74.7% | 76.2% | 79.8% | 82.7% | 85.2% |
| 长期投资 | 148 | 175 | 152 | 152 | 152 | 152 |
| 固定资产 | 1,467 | 1,560 | 1,739 | 1,731 | 1,721 | 1,707 |
| %总资产 | 19.7% | 18.1% | 17.5% | 14.9% | 12.7% | 10.9% |
| 无形资产 | 242 | 212 | 225 | 216 | 215 | 214 |
| 非流动资产 | 2,033 | 2,176 | 2,367 | 2,351 | 2,339 | 2,324 |
| %总资产 | 27.3% | 25.3% | 23.8% | 20.2% | 17.3% | 14.8% |
| 资产总计 | 7,460 | 8,609 | 9,950 | 11,626 | 13,494 | 15,662 |
| 短期借款 | 0 | 80 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,151 | 1,169 | 1,240 | 1,451 | 1,626 | 1,806 |
| 其他流动负债 | 205 | 206 | 251 | 252 | 280 | 384 |
| 流动负债 | 1,357 | 1,455 | 1,491 | 1,703 | 1,906 | 2,190 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 75 | 71 | 73 | 72 | 72 | 72 |
| 负债 | 1,432 | 1,526 | 1,563 | 1,775 | 1,978 | 2,262 |
| 普通股股东权益 | 5,922 | 7,014 | 8,359 | 9,821 | 11,483 | 13,362 |
| 少数股东权益 | 105 | 69 | 27 | 30 | 33 | 37 |
| 负债股东权益合计 | 7,460 | 8,609 | 9,950 | 11,626 | 13,494 | 15,662 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 2.088 | 2.485 | 2.832 | 3.252 | 3.691 | 4.171 |
| 每股净资产 | 9.055 | 10.724 | 12.781 | 15.016 | 17.558 | 20.431 |
| 每股经营现金净流 | 1.005 | 1.495 | 0.955 | 2.615 | 3.493 | 4.152 |
| 每股股利 | 0.700 | 0.800 | 0.900 | 1.017 | 1.149 | 1.299 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 23.06% | 23.17% | 22.16% | 21.66% | 21.02% | 20.42% |
| 总资产收益率 | 18.31% | 18.88% | 18.62% | 18.30% | 17.89% | 17.42% |
| 投入资本收益率 | 20.55% | 20.83% | 20.64% | 20.34% | 20.02% | 19.44% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -0.18% | 35.94% | 15.92% | 16.38% | 12.60% | 10.43% |
| EBIT 增长率 | 9.47% | 20.63% | 16.68% | 15.70% | 15.05% | 13.03% |
| 净利润增长率 | 13.52% | 19.00% | 14.00% | 14.82% | 13.49% | 13.03% |
| 总资产增长率 | 24.75% | 15.40% | 15.57% | 16.85% | 16.07% | 16.06% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 13.5 | 14.2 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 存货周转天数 | 266.3 | 301.8 | 414.4 | 520.0 | 510.0 | 500.0 |
| 应付账款周转天数 | 42.8 | 38.2 | 46.2 | 46.0 | 42.0 | 40.0 |
| 固定资产周转天数 | 121.2 | 92.7 | 82.9 | 69.4 | 59.8 | 52.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -42.30% | -22.29% | -16.87% | -25.47% | -35.21% | -44.29% |
| EBIT 利息保障倍数 | -36.1 | -100.8 | -124.2 | -120.8 | -83.1 | -61.7 |
| 资产负债率 | 19.20% | 17.73% | 15.71% | 15.27% | 14.66% | 14.44% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 增持 | 7 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 中性 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.56 | 1.61 | 1.68 | 1.68 | 1.68 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2017-06-19 | 增持 | 69.32 | 70.00~75.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD