

东阿阿胶 (000423)

证券研究报告

2017年08月15日

业绩平稳增长，上游原料成本压力犹在

公司上半年业绩增长 8.75%，基本符合预期

公司 2017 年半年报：营收、归母净利润、归母扣非后净利润分别为 29.34、9.01、8.39 亿元，分别同比增长 9.72%、8.75%、5.57%，业绩基本符合市场预期。分季度看：Q2 的经营环比有一定幅度的下降，同比增速也较一季度有所放缓，Q2 营收 12.58 亿元，同比增长 5.61%；Q2 净利润 2.97 亿元，同比增长 4.33%。我们认为 Q2 是传统的淡季，市场不够活跃，同时去年公司 11 月提价带来的对量的影响预计在 Q2 还有一定影响，导致 Q2 整体表现平淡。展望下半年，我们预计在提价效应的逐步释放下，公司的业绩有望重拾较快的增长，继续夯实公司大健康滋补龙头品牌的地位。

阿胶系列增长 8.9%，原料成本上涨及养殖业务扩张拉低了整体毛利率

分产品看：阿胶系列产品收入 24.72 亿元，同比增长 8.91%，受原料成本上涨的影响，毛利率下滑 0.48 个 pp；其他业务收入 3.74 亿元，同比增 29.19%，主要是养殖业等收入扩大，由于养殖业务毛利率低，使得其他收入板块毛利率下滑 18.64 个 pp，也拉低整体毛利率水平，报告期内公司毛利率下滑 2.96 个 pp。公司继续加大品牌宣传，使得销售费用稳定增长 10.35%，管理费用则同比略有减少。报告期内公司存货增长了约 80%，主要是原料储备增加，预计公司继续加大了对驴皮等资源的储备，以缓解不断涨价带来的持续的成本压力。

从销售区域看，主力的华东市场（销售占比超过 60%）上半收入同比增长近 30%，超过 18 亿元，侧面反映高端的消费群体对公司的产品提价敏感度低，这为后续的提价奠定了市场基础。我们判断受制于驴皮等原料价格持续上涨，下半年公司阿胶产品仍有较大的提价预期。

看好公司长远发展，维持“增持”评级

公司聚焦阿胶三大主力产品，实行多品牌细化市场定位，积极培育阿胶衍生品，为长远发展注入动力。我们看好阿胶的价值回归之路以及公司长期稳健的发展。我们暂不调整对公司的盈利预测，预计公司 2017-2019 年的 EPS 至 3.27、3.75 和 4.31 元，对应 PE 分别为 20、17 及 15 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 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,449.66 | 6,317.14 | 7,274.62 | 8,359.55 | 9,561.53 |
| 增长率(%) | 35.94 | 15.92 | 15.16 | 14.91 | 14.38 |
| EBITDA(百万元) | 1,996.91 | 2,249.45 | 2,561.38 | 2,952.79 | 3,392.17 |
| 净利润(百万元) | 1,625.03 | 1,852.47 | 2,136.03 | 2,453.12 | 2,820.54 |
| 增长率(%) | 19.00 | 14.00 | 15.31 | 14.84 | 14.98 |
| EPS(元/股) | 2.48 | 2.83 | 3.27 | 3.75 | 4.31 |
| 市盈率(P/E) | 25.89 | 22.72 | 19.70 | 17.15 | 14.92 |
| 市净率(P/B) | 6.00 | 5.03 | 4.32 | 3.69 | 3.17 |
| 市销率(P/S) | 7.72 | 6.66 | 5.78 | 5.03 | 4.40 |
| EV/EBITDA | 16.21 | 14.89 | 14.19 | 12.70 | 9.75 |

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 | 64.34 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) | 42,079.75 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 42,069.82 |
| 每股净资产(元) | 13.24 |
| 资产负债率(%) | 25.27 |
| 一年内最高/最低(元) | 73.71/51.38 |

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-年报点评报告:四季度业绩抢眼，2017 年有望延续良好增长态势》 2017-03-10
- 《东阿阿胶-公司点评:华润增持彰显信心，看好公司价值回归之路》 2017-02-03
- 《东阿阿胶-公司点评:提价为业绩后续增长保驾护航》 2016-11-18

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 1,658.56 | 1,414.68 | 5,414.14 | 4,266.28 | 8,674.32 | 营业收入 | 5,449.66 | 6,317.14 | 7,274.62 | 8,359.55 | 9,561.53 |
| 应收账款 | 346.31 | 450.97 | 327.74 | 116.94 | 391.67 | 营业成本 | 1,928.75 | 2,087.52 | 2,356.98 | 2,649.98 | 3,002.32 |
| 预付账款 | 300.89 | 229.83 | 417.05 | 285.16 | 509.13 | 营业税金及附加 | 64.58 | 69.55 | 84.94 | 96.24 | 109.00 |
| 存货 | 1,725.48 | 3,014.16 | 1,215.19 | 3,836.25 | 1,618.24 | 营业费用 | 1,276.78 | 1,617.92 | 1,916.86 | 2,190.20 | 2,509.90 |
| 其他 | 2,401.78 | 2,473.20 | 2,037.57 | 2,295.99 | 2,342.52 | 管理费用 | 423.18 | 492.84 | 564.90 | 660.40 | 750.58 |
| 流动资产合计 | 6,433.02 | 7,582.83 | 9,411.68 | 10,800.63 | 13,535.90 | 财务费用 | (17.43) | (16.50) | (41.00) | (34.00) | (29.00) |
| 长期股权投资 | 93.64 | 84.21 | 97.21 | 90.21 | 98.91 | 资产减值损失 | 5.40 | 9.68 | 7.01 | 7.36 | 8.02 |
| 固定资产 | 1,383.70 | 1,434.38 | 1,566.32 | 1,676.00 | 1,738.89 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 175.95 | 304.28 | 218.57 | 179.14 | 137.48 | 投资净收益 | 151.88 | 106.92 | 120.00 | 90.00 | 95.00 |
| 无形资产 | 203.68 | 189.23 | 171.55 | 153.86 | 136.18 | 其他 | (303.76) | (213.84) | (240.00) | (180.00) | (190.00) |
| 其他 | 319.02 | 354.63 | 303.97 | 320.13 | 307.52 | 营业利润 | 1,920.27 | 2,163.05 | 2,504.93 | 2,879.36 | 3,305.71 |
| 非流动资产合计 | 2,176.00 | 2,366.73 | 2,357.61 | 2,419.35 | 2,418.98 | 营业外收入 | 20.76 | 39.31 | 30.02 | 30.03 | 33.12 |
| 资产总计 | 8,609.02 | 9,949.57 | 11,769.29 | 13,219.98 | 15,954.87 | 营业外支出 | 13.85 | 6.18 | 9.61 | 9.88 | 8.56 |
| 短期借款 | 80.00 | 0.00 | (50.00) | (27.00) | (73.00) | 利润总额 | 1,927.19 | 2,196.18 | 2,525.34 | 2,899.51 | 3,330.27 |
| 应付账款 | 779.66 | 1,033.23 | 833.76 | 1,305.76 | 1,164.08 | 所得税 | 289.37 | 341.04 | 379.19 | 434.93 | 499.54 |
| 其他 | 595.35 | 457.31 | 1,134.78 | 428.58 | 1,446.61 | 净利润 | 1,637.81 | 1,855.14 | 2,146.15 | 2,464.58 | 2,830.73 |
| 流动负债合计 | 1,455.01 | 1,490.54 | 1,918.54 | 1,707.33 | 2,537.69 | 少数股东损益 | 12.79 | 2.67 | 10.12 | 11.47 | 10.20 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 1,625.03 | 1,852.47 | 2,136.03 | 2,453.12 | 2,820.54 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | 2.48 | 2.83 | 3.27 | 3.75 | 4.31 |
| 其他 | 70.99 | 72.90 | 73.12 | 72.33 | 72.78 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 70.99 | 72.90 | 73.12 | 72.33 | 72.78 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,526.00 | 1,563.44 | 1,991.66 | 1,779.67 | 2,610.47 | 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 少数股东权益 | 69.19 | 26.96 | 37.09 | 48.55 | 58.75 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 654.02 | 654.02 | 654.02 | 654.02 | 654.02 | 营业收入 | 35.94% | 15.92% | 15.16% | 14.91% | 14.38% |
| 资本公积 | 697.50 | 690.68 | 690.68 | 690.68 | 690.68 | 营业利润 | 20.61% | 12.64% | 15.81% | 14.95% | 14.81% |
| 留存收益 | 6,356.36 | 7,678.80 | 9,086.53 | 10,737.74 | 12,631.63 | 归属于母公司净利润 | 19.00% | 14.00% | 15.31% | 14.84% | 14.98% |
| 其他 | (694.05) | (664.33) | (690.68) | (690.68) | (690.68) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 7,083.02 | 8,386.13 | 9,777.64 | 11,440.31 | 13,344.40 | 毛利率 | 64.61% | 66.95% | 67.60% | 68.30% | 68.60% |
| 负债和股东权益总 | 8,609.02 | 9,949.57 | 11,769.29 | 13,219.98 | 15,954.87 | 净利率 | 29.82% | 29.32% | 29.36% | 29.35% | 29.50% |
| | | | | | | ROE | 23.17% | 22.16% | 21.93% | 21.53% | 21.23% |
| | | | | | | ROIC | 50.21% | 34.96% | 31.64% | 60.50% | 40.83% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 17.73% | 15.71% | 16.92% | 13.46% | 16.36% |
| | | | | | | 净负债率 | -15.78% | -2.53% | 1.52% | -29.48% | -18.43% |
| | | | | | | 流动比率 | 4.42 | 5.09 | 4.91 | 6.33 | 5.33 |
| | | | | | | 速动比率 | 3.24 | 3.07 | 4.27 | 4.08 | 4.70 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 21.51 | 15.85 | 18.68 | 37.60 | 37.60 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.42 | 2.67 | 3.44 | 3.31 | 3.51 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.68 | 0.68 | 0.67 | 0.67 | 0.66 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 2.48 | 2.83 | 3.27 | 3.75 | 4.31 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.49 | 0.95 | 7.27 | -0.50 | 8.22 |
| | | | | | | 每股净资产 | 10.72 | 12.78 | 14.89 | 17.42 | 20.31 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 25.89 | 22.72 | 19.70 | 17.15 | 14.92 |
| | | | | | | 市净率 | 6.00 | 5.03 | 4.32 | 3.69 | 3.17 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 16.21 | 14.89 | 14.19 | 12.70 | 9.75 |
| | | | | | | EV/EBIT | 17.02 | 15.60 | 14.75 | 13.18 | 10.09 |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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 37 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 |