

东阿阿胶 (000423.SZ) 中药行业

评级：增持 维持评级

公司点评

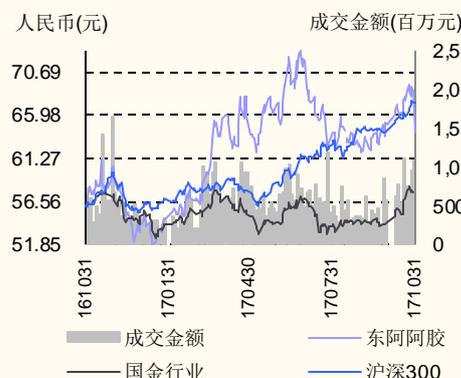
市场价格(人民币)：64.06元

收入快速增长，费用提高拉低利润

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)	41,896.62
年内股价最高最低(元)	72.95/51.85
沪深 300 指数	4006.72
深证成指	11367.62



相关报告

- 1.《中报基本符合预期，迎接下半年回升-东阿阿胶公司点评》，2017.8.16
- 2.《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	3.158	3.589	4.043
每股净资产(元)	10.72	12.78	14.92	17.36	20.11
每股经营性现金流(元)	1.49	0.95	2.53	3.31	4.00
市盈率(倍)	21.05	19.02	20.28	17.85	15.84
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%	11.49%	13.66%	12.64%
净资产收益率(%)	23.17%	22.16%	21.16%	20.67%	20.11%
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

- 公司于公布 2017 三季报，实现收入 44.8 亿元、归母净利润 12.5 亿元、扣非归母净利润 11.76 亿元，同比增长分别为 12.5%、1.7%、4.7%。
- 三季度单季度实现收入 15.5 亿元、归母净利润 3.50 亿元、扣非归母净利润 3.4 亿元，同比增长 18.0%、-13.1%、2.4%。

经营分析

- **收入快速增长，销售费用降低利润：**
 - **母公司收入增速亮眼：**母公司三季度实现收入 11.7 亿元，同比增长 30.1%。母公司主营阿胶块及阿胶浆，进入了传统的销售旺季，作为高端滋补品的阿胶块收入回升，复方阿胶浆也逐步在各地落实新价后量价齐升。
 - **销售费用率提升：**公司三季度销售费用同比上升 45.0%，用于公司产品的推广，由去年三季度的 2.9 亿元增长至 4.2 亿元，导致利润下滑。
- **上游原材料：**
 - **驴皮战略存货库存充足：**母公司存货自 2016 年底的 21.36 亿元快速上升至半年报的 33.13 亿元，新增存货中约 90%均为驴皮，三季度母公司存货为 33.10 亿元，基本维持半年报水平。现有驴皮存货保证公司生产原材料的供给，以备生产无虞。未来公司将视上游情况，进行存货的调整。
 - **拥有上游较强的话语权：**公司应付账款较年初上升 104.66%，主要是由于公司对上游话语权提升，相较于之前的现金结算，拥有了更长的付款账期。
- **全产业链发展模式初见成效：**公司目前驴产业链的营业收入（如驴屠宰、驴肉等）已超 5 亿元，该部分毛利率较低，但有助于提升毛驴单头养殖效益，激发农户养驴积极性，进一步加强公司对产业链的控制力。

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

3.16/3.59/4.04 元，对应 PE 为 20/18/16 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，第三季度的营业收入增速超预期，产品有望在四季度销售旺季进一步放量，维持“增持”评级。

风险提示

- 销售费用高于预期；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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,009	5,450	6,317	7,291	8,209	9,064	货币资金	2,550	1,659	1,415	2,456	3,884	5,661
增长率		35.9%	15.9%	15.4%	12.6%	10.4%	应收款项	193	468	518	615	692	764
主营业务成本	-1,381	-1,929	-2,088	-2,370	-2,615	-2,828	存货	1,464	1,725	3,014	3,376	3,654	3,874
%销售收入	34.5%	35.4%	33.0%	32.5%	31.9%	31.2%	其他流动资产	1,220	2,581	2,636	2,762	2,799	2,831
毛利	2,628	3,521	4,230	4,921	5,593	6,236	流动资产	5,427	6,433	7,583	9,209	11,029	13,130
%销售收入	65.5%	64.6%	67.0%	67.5%	68.1%	68.8%	%总资产	72.7%	74.7%	76.2%	79.7%	82.5%	85.0%
营业税金及附加	-49	-65	-70	-89	-90	-100	长期投资	148	175	152	152	152	152
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	固定资产	1,467	1,560	1,739	1,731	1,721	1,707
营业费用	-751	-1,277	-1,618	-1,969	-2,216	-2,447	%总资产	19.7%	18.1%	17.5%	15.0%	12.9%	11.0%
%销售收入	18.7%	23.4%	25.6%	27.0%	27.0%	27.0%	无形资产	242	212	225	216	215	214
管理费用	-372	-423	-493	-565	-636	-702	非流动资产	2,033	2,176	2,367	2,351	2,339	2,324
%销售收入	9.3%	7.8%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	%总资产	27.3%	25.3%	23.8%	20.3%	17.5%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	1,456	1,756	2,049	2,298	2,651	2,986	资产总计	7,460	8,609	9,950	11,560	13,368	15,455
%销售收入	36.3%	32.2%	32.4%	31.5%	32.3%	32.9%	短期借款	0	80	0	0	0	0
财务费用	40	17	17	19	32	48	应付款项	1,151	1,169	1,240	1,448	1,627	1,810
%销售收入	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	205	206	251	251	280	384
资产减值损失	-6	-5	-10	0	0	0	流动负债	1,357	1,455	1,491	1,698	1,907	2,194
公允价值变动收益	0	0	0	20	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	102	152	107	90	80	80	其他长期负债	75	71	73	72	72	72
%税前利润	6.3%	7.9%	4.9%	3.7%	2.9%	2.6%	负债	1,432	1,526	1,563	1,771	1,979	2,267
营业利润	1,592	1,920	2,163	2,428	2,762	3,114	普通股股东权益	5,922	7,014	8,359	9,759	11,355	13,150
营业利润率	39.7%	35.2%	34.2%	33.3%	33.7%	34.4%	少数股东权益	105	69	27	30	33	37
营业外收支	21	7	33	20	20	20	负债股东权益合计	7,460	8,609	9,950	11,560	13,368	15,455
税前利润	1,613	1,927	2,196	2,448	2,782	3,134							
利润率	40.2%	35.4%	34.8%	33.6%	33.9%	34.6%							
所得税	-241	-289	-341	-379	-431	-486							
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	2,068	2,351	2,648							
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	2,065	2,348	2,644							
净利率	34.1%	29.8%	29.3%	28.3%	28.6%	29.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,372	1,638	1,855	2,068	2,351	2,648	每股指标						
少数股东损益	7	13	3	3	4	4	每股收益	2.088	2.485	2.832	3.158	3.589	4.043
非现金支出	85	104	116	96	99	102	每股净资产	9.055	10.724	12.781	14.922	17.362	20.107
非经营收益	-117	-180	-130	-131	-100	-100	每股经营现金净流	1.005	1.495	0.955	2.533	3.313	3.997
营运资金变动	-683	-584	-1,216	-377	-183	-36	每股股利	0.700	0.800	0.900	1.017	1.149	1.299
经营活动现金净流	657	978	625	1,657	2,167	2,614	回报率						
资本开支	-275	-275	-349	-60	-67	-67	净资产收益率	23.06%	23.17%	22.16%	21.16%	20.67%	20.11%
投资	566	-1,211	-69	0	0	0	总资产收益率	18.31%	18.88%	18.62%	17.87%	17.56%	17.11%
其他	110	85	89	110	80	80	投入资本收益率	20.55%	20.83%	20.64%	19.84%	19.67%	19.14%
投资活动现金净流	401	-1,400	-330	50	13	13	增长率						
股权募资	3	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-0.18%	35.94%	15.92%	15.42%	12.58%	10.42%
债权募资	-14	78	22	0	0	0	EBIT 增长率	9.47%	20.63%	16.68%	12.16%	15.32%	12.67%
其他	-411	-547	-561	-665	-752	-849	净利润增长率	13.52%	19.00%	14.00%	11.49%	13.66%	12.64%
筹资活动现金净流	-422	-469	-539	-665	-752	-849	总资产增长率	24.75%	15.40%	15.57%	16.19%	15.64%	15.61%
现金净流量	636	-891	-244	1,041	1,428	1,777	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	69.9	60.3	52.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-42.30%	-22.29%	-16.87%	-25.09%	-34.10%	-42.93%
							EBIT 利息保障倍数	-36.1	-100.8	-124.2	-118.8	-83.6	-62.6
							资产负债率	19.20%	17.73%	15.71%	15.32%	14.81%	14.67%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	1	2	14	14
增持	1	1	1	10	11
中性	2	2	2	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.25	2.25	2.00	1.64	1.70

来源：朝阳永续

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

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
2	2017-08-16	增持	64.11	70.00~75.00

来源：国金证券研究所



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 7GH