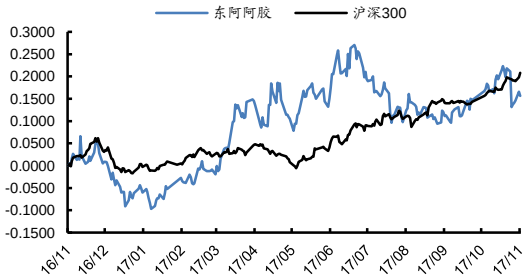
2017 年 11 月 07 日 公司研究 评级：买入（维持）

研究所
证券分析师： 胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn
联系人 ： 王安艺
wangay@ghzq.com.cn

# 加强销售推广，品牌价值有望持续回归

## ——东阿阿胶（000423）事件点评

最近一年走势




相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 东阿阿胶 | 0.9 | 5.4 | 14.1 |
| 沪深 300 | 5.7 | 8.8 | 20.8 |

| 市场数据 | 2017-11-07 |
|---|---|
| 当前价格（元） | 65.50 |
| 52 周价格区间（元） | 50.68 - 72.71 |
| 总市值（百万） | 42838.41 |
| 流通市值（百万） | 42828.31 |
| 总股本（万股） | 65402.15 |
| 流通股（万股） | 65386.73 |
| 日均成交额（百万） | 457.21 |
| 近一月换手（%） | 37.50 |

相关报告

《东阿阿胶（000423）事件点评：淡季消化提价影响，长期受益消费升级》——2017-08-15

《东阿阿胶（000423）事件点评：阿胶浆继续放量，原料储备继续加强》——2017-05-02

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 事件：

公司发布公告：Q1-Q3 公司营业收入 44.81 亿元，同比增长 12.45%；归母净利润 12.47 亿元，同比增长 1.69%；扣非后归母净利润 11.76 亿元，同比增长 4.65%。

## 投资要点：

- **单季度收入增速明显提高，销售费用拖累业绩，业绩略低于我们预期。**Q3 公司营业收入 15.47 亿元，同比增长 18.03%，高于 Q1&Q2 的增速（13.03% & 5.61%）；归母净利润 3.45 亿元，同比减少 13.06%；扣非后归母净利润 3.37 亿元，同比增长 2.44%。归母净利润的同比降低主要由于 2016 年转让联营公司股权（东阿阿胶阿华医疗器械 36%股权）导致的非经常性损益增高以及提升终端服务、加大品牌投入力度导致的销售费用的增高。Q1-Q3 销售费用 11.28 亿，同比增长 21.04%，销售费用率 25.17%，相比 2016H1 增长 0.95%，估计主要为品牌宣传、广告费的增加，我们推算前三季度广告宣传费用增加 1 亿元以上。

- **受益消费升级及品牌推广，阿胶浆、阿胶块收入增速或保持上半年增速。**公司围绕阿胶、复方阿胶浆、桃花姬三大产品，全产业链、全过程溯源，感知质量、剂型方便化，文化体验营销和价值回归三大工程，进一步确立了东阿阿胶的行业领导地位和品牌定位。我们估计，Q3 阿胶浆增速相比 Q2 提升；阿胶块收入恢复增长，预计 2017 年阿胶块的增速有望提升。虽然母公司 Q3 净利润增速较低（-8.94%），但是收入同比增速为 30.07%，显著提高。随着终端服务的提升，公司产品的品牌竞争力和消费定位提高，逐渐与其他品牌拉开距离，市场份额有望提升，2018 年阿胶块销量有望恢复。

- **存货储备丰富，Q4 有望快速消化。**前三季度公司存货 41.48 亿元，相比上半年降低 1.56 亿元，预计随着 Q4 促销的加强，库存有望快速消化，收入或可较快的增长。

- **维持买入评级。**继续看好公司的品牌潜力，盈利预测预计 2017-2019 年 EPS 3.20/3.73/4.26 元。受益于消费升级趋势以及品牌价值回归，衍生品潜力逐步发掘，年初大股东增持彰显发展信心，维持买入评级。

■ **风险提示：**销量受提价影响较大；原材料涨幅超预期。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入（百万元） | 6317 | 7376 | 8681 | 10229 |
| 增长率(%) | 16% | 17% | 18% | 18% |
| 净利润（百万元） | 1852 | 2092 | 2442 | 2784 |
| 增长率(%) | 14% | 13% | 17% | 14% |
| 摊薄每股收益（元） | 2.83 | 3.20 | 3.73 | 4.26 |
| ROE(%) | 22.09% | 21.36% | 21.36% | 20.92% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1：东阿阿胶盈利预测表

| 证券代码： | 000423.SZ | | 股价： | 65.50 | 投资评级： | 买入 | | 日期： | 2017-11-07 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **财务指标** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** | **每股指标与估值** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| **盈利能力** | | | | | **每股指标** | | | | |
| ROE | 22% | 21% | 21% | 21% | EPS | 2.83 | 3.20 | 3.73 | 4.26 |
| 毛利率 | 67% | 68% | 70% | 71% | BVPS | 12.78 | 14.92 | 17.43 | 20.28 |
| 期间费率 | 34% | 35% | 37% | 39% | **估值** | | | | |
| 销售净利率 | 29% | 28% | 28% | 27% | P/E | 34.69 | 20.48 | 17.54 | 15.39 |
| **成长能力** | | | | | P/B | 5.12 | 4.39 | 3.76 | 3.23 |
| 收入增长率 | 16% | 17% | 18% | 18% | P/S | 6.78 | 5.81 | 4.93 | 4.19 |
| 利润增长率 | 14% | 13% | 17% | 14% | | | | | |
| **营运能力** | | | | | **利润表（百万元）** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| 总资产周转率 | 0.63 | 0.64 | 0.66 | 0.67 | **营业收入** | **6317** | **7376** | **8681** | **10229** |
| 应收账款周转率 | 12.20 | 12.20 | 12.20 | 12.20 | 营业成本 | 2088 | 2351 | 2629 | 2934 |
| 存货周转率 | 0.69 | 0.69 | 0.69 | 0.69 | 营业税金及附加 | 70 | 81 | 96 | 113 |
| **偿债能力** | | | | | 销售费用 | 1618 | 2014 | 2483 | 3151 |
| 资产负债率 | 16% | 14% | 13% | 12% | 管理费用 | 493 | 502 | 642 | 808 |
| 流动比 | 5.09 | 5.84 | 6.66 | 7.47 | 财务费用 | (17) | (31) | (43) | (57) |
| 速动比 | 3.07 | 3.63 | 4.32 | 5.00 | 其他费用/（-收入） | 97 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | **营业利润** | **2163** | **2459** | **2875** | **3281** |
| **资产负债表（百万元）** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** | 营业外净收支 | 33 | 23 | 23 | 23 |
| 现金及现金等价物 | 1415 | 2066 | 2899 | 3791 | **利润总额** | **2196** | **2482** | **2898** | **3304** |
| 应收款项 | 518 | 605 | 711 | 838 | 所得税费用 | 341 | 385 | 450 | 513 |
| 存货净额 | 3014 | 3512 | 3934 | 4398 | **净利润** | 1855 | 2097 | 2448 | 2791 |
| 其他流动资产 | 2636 | 3078 | 3623 | 4269 | 少数股东损益 | 3 | 5 | 6 | 7 |
| **流动资产合计** | **7583** | **9261** | **11167** | **13297** | **归属于母公司净利润** | **1852** | **2092** | **2442** | **2784** |
| 固定资产 | 1418 | 1241 | 1086 | 950 | | | | | |
| 在建工程 | 304 | 304 | 304 | 304 | **现金流量表（百万元）** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| 无形资产及其他 | 184 | 184 | 165 | 147 | **经营活动现金流** | **625** | **1365** | **1646** | **1815** |
| 长期股权投资 | 84 | 84 | 84 | 84 | 净利润 | 1855 | 2097 | 2448 | 2791 |
| **资产总计** | **9950** | **11450** | **13183** | **15159** | 少数股东权益 | 3 | 5 | 6 | 7 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 103 | 196 | 173 | 152 |
| 应付款项 | 393 | 457 | 512 | 573 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 174 | 204 | 240 | 282 | 营运资金变动 | (1336) | (933) | (982) | (1135) |
| 其他流动负债 | 924 | 924 | 924 | 924 | **投资活动现金流** | **(330)** | **177** | **155** | **136** |
| **流动负债合计** | **1491** | **1585** | **1676** | **1779** | 资本支出 | (183) | 177 | 155 | 136 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 73 | 73 | 73 | 73 | 其他 | (156) | 0 | 0 | 0 |
| **长期负债合计** | **73** | **73** | **73** | **73** | **筹资活动现金流** | **356** | **(690)** | **(806)** | **(919)** |
| **负债合计** | **1563** | **1658** | **1748** | **1852** | 债务融资 | (80) | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 654 | 654 | 654 | 654 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 8386 | 9793 | 11435 | 13307 | 其它 | 436 | (690) | (806) | (919) |
| **负债和股东权益总计** | **9950** | **11450** | **13183** | **15159** | **现金净增加额** | **651** | **852** | **995** | **1032** |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对 OTC 和原料药行业有长期跟踪经验。
王安艺，香港中文大学生物医学工程硕士，1 年证券行业医药研究经验，2017 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械和中药 OTC 板块。
朱凯旋，复旦大学医学硕士，多年医药行业经验，曾在阿斯利康、赛诺菲工作，1 年证券行业医药研究经验，2017 年加入国海证券医药组，主要覆盖化学制药板块。

## 【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。