

提价符合预期, 看好销量增长

投资要点

- **事件:** 公司公告称, 其重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆出厂价分别上调 10%、5%, 零售价亦做相应调整。
- **本次提价时点符合预期, 提价幅度缩小或助于销量提升。** 公告称东阿阿胶、复方阿胶浆出厂价分别上调 10%, 5%, 我们认为本次提价符合预期, 结合前期公司在销售上的大力投入, 预计或将迎来销量稳步增长, 具体点评如下: 1) **提价时间点符合预期。** 按照历史经验, 2015 年及 2016 年提价时间点均在 11 月中旬, 我们认为在该时点提价有助于推动节前阿胶系列销量增长; 2) **整体提价幅度较往年有下降。** 按照阿胶块和阿胶浆的收入占比加权计算, 2016 年整体提价幅度超过 15%, 而本次提价幅度约为 8%。我们认为提价幅度下降, 从侧面反映了公司对核心产品销量增长的重视。结合公司在前三季度对于主流媒体广告宣传、以及终端销售推广如熬胶等的大力投入, 我们预计 2018 年阿胶系列或将实现销量稳步增长。
- **传统中药稀缺标的, 持续看好其稳定增长。** 1) 驴皮供需关系仍未转变, 在本轮提价后, 我们认为阿胶仍存在持续提价预期。从阿胶系列产品历史提价情况来看, 消费者价格敏感性有所减弱, 终端接受程度仍较好, 如阿胶浆仍维持高速增长。由于公司原材料存货充足, 在国内驴皮产量仍供不应求的背景下, 我们认为阿胶系列产品存在持续提价预期; 2) 产品梯队丰富, 能多层次覆盖客户群体。贡胶、红标阿胶、小分子阿胶等产品针对性强, 最大限度挖掘客户需求。产品线逐渐向更加广阔的滋补健康品、饮品等领域发展, 培育为新增长点; 3) 品牌营销及网络优势, 助力公司取胜 OTC 市场。通过品牌化、差异化等提升产品壁垒及溢价, 为后期的产品提价、销售增长提供保障。且公司布局药店、电商及医院等渠道, 同时进行直营、商超等实体店方面拓展。我们认为公司产品消费属性强, 零售终端的发展或将促进产品销量的快速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 3.30 元、3.91 元、4.57 元, 对应市盈率分别为 19 倍、16 倍、14 倍。公司产品由于驴皮紧缺存在持续提价预期, 大健康布局将能带动收入增长, 其未来业绩提升空间较大。参考其未来业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值情况, 给予公司 2018 年 20 倍估值, 对应目标股价 78.2 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期, 原材料价格或大幅波动。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6317.1	7189.2	8193.6	9376.9
增长率	15.9%	13.8%	14.0%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	1852.5	2161.2	2554.4	2989.8
增长率	14.0%	16.7%	18.2%	17.0%
每股收益 EPS(元)	2.83	3.30	3.91	4.57
净资产收益率 ROE	22.1%	21.9%	21.7%	21.5%
PE	22	19	16	14
PB	4.8	4.1	3.4	2.9

数据来源: Wind, 西南证券

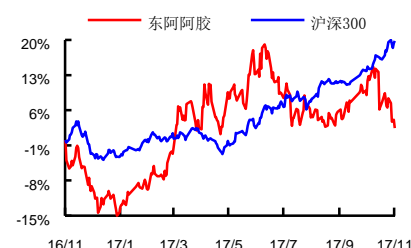
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.54
流通 A 股(亿股)	6.54
52 周内股价区间(元)	51.85-72.95
总市值(亿元)	404.19
总资产(亿元)	109.19
每股净资产(元)	13.77

相关研究

1. 东阿阿胶(000423): 收入增速超预期, 单季度费用投入增加 (2017-10-30)
2. 东阿阿胶(000423): 业绩增速略超预期, 继续看好全年增长 (2017-08-14)
3. 东阿阿胶(000423): Q1 收入结构优化, 净利润增速符合预期 (2017-05-01)
4. 东阿阿胶(000423): 第四季度业绩高增长, 全年业绩略超预期 (2017-03-09)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6317.14	7189.17	8193.62	9376.93	净利润	1855.14	2171.24	2564.39	2999.84
营业成本	2087.52	2339.38	2591.45	2879.87	折旧与摊销	106.07	155.57	155.57	155.57
营业税金及附加	69.55	82.56	93.30	106.49	财务费用	-16.50	-14.08	-22.62	-33.30
销售费用	1617.92	1797.29	2007.44	2297.35	资产减值损失	9.68	5.00	5.00	5.00
管理费用	492.84	539.19	614.52	703.27	经营营运资本变动	-1304.50	-685.38	-678.06	-768.54
财务费用	-16.50	-14.08	-22.62	-33.30	其他	-25.31	-104.38	-105.26	-104.97
资产减值损失	9.68	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	624.57	1527.97	1919.03	2253.60
投资收益	106.92	100.00	100.00	100.00	资本支出	-161.66	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-167.87	103.18	97.93	100.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-329.52	3.18	-2.07	0.51
营业利润	2163.05	2539.84	3004.53	3518.26	短期借款	-80.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	33.13	22.40	23.39	24.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2196.18	2562.24	3027.93	3542.94	股权融资	-6.82	0.00	0.00	0.00
所得税	341.04	390.99	463.54	543.10	支付股利	-523.22	-596.45	-695.87	-822.45
净利润	1855.14	2171.24	2564.39	2999.84	其他	70.89	-12.26	22.62	33.30
少数股东损益	2.67	10.00	10.00	10.00	筹资活动现金流净额	-539.14	-608.71	-673.25	-789.15
归属母公司股东净利润	1852.47	2161.24	2554.39	2989.84	现金流量净额	-243.94	922.45	1243.71	1464.96
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1414.68	2337.12	3580.83	5045.78	成长能力				
应收和预付款项	747.56	826.19	940.44	1070.82	销售收入增长率	15.92%	13.80%	13.97%	14.44%
存货	3014.16	3377.22	3741.46	4157.91	营业利润增长率	12.64%	17.42%	18.30%	17.10%
其他流动资产	2406.44	2738.64	3121.27	3572.04	净利润增长率	13.27%	17.04%	18.11%	16.98%
长期股权投资	84.21	84.21	84.21	84.21	EBITDA 增长率	12.55%	19.03%	17.01%	16.03%
投资性房地产	27.64	24.46	26.53	26.03	获利能力				
固定资产和在建工程	1722.20	1698.78	1675.36	1651.94	毛利率	66.95%	67.46%	68.37%	69.29%
无形资产和开发支出	190.15	161.44	132.73	104.02	三费率	33.15%	32.30%	31.72%	31.64%
其他非流动资产	342.53	339.08	335.64	332.20	净利率	29.37%	30.20%	31.30%	31.99%
资产总计	9949.57	11587.14	13638.47	16044.96	ROE	22.12%	21.86%	21.73%	21.46%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.65%	18.74%	18.80%	18.70%
应付和预收款项	817.58	825.52	927.06	1063.18	ROIC	28.31%	28.37%	30.55%	32.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.66%	37.30%	38.29%	38.82%
其他负债	745.85	827.05	908.30	1001.28	营运能力				
负债合计	1563.44	1652.56	1835.37	2064.46	总资产周转率	0.68	0.67	0.65	0.63
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	固定资产周转率	4.54	5.30	6.65	8.45
资本公积	690.68	690.68	690.68	690.68	应收账款周转率	18.21	18.52	19.14	18.79
留存收益	6988.12	8552.92	10411.44	12578.84	存货周转率	0.88	0.73	0.73	0.73
归属母公司股东权益	8359.16	9897.62	11756.14	13923.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.93%	—	—	—
少数股东权益	26.96	36.96	46.96	56.96	资本结构				
股东权益合计	8386.13	9934.58	11803.11	13980.50	资产负债率	15.71%	14.26%	13.46%	12.87%
负债和股东权益合计	9949.57	11587.14	13638.47	16044.96	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.09	5.87	6.46	6.95
					速动比率	3.07	3.74	4.34	4.86
					股利支付率	28.24%	27.60%	27.24%	27.51%
					每股指标				
					每股收益	2.83	3.30	3.91	4.57
					每股净资产	12.82	15.19	18.05	21.38
					每股经营现金	0.95	2.34	2.93	3.45
					每股股利	0.80	0.91	1.06	1.26
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2252.63	2681.33	3137.49	3640.53					
PE	21.82	18.70	15.82	13.52					
PB	4.82	4.07	3.42	2.89					
PS	6.40	5.62	4.93	4.31					
EV/EBITDA	17.14	14.06	11.62	9.61					
股息率	1.29%	1.48%	1.72%	2.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn