

东阿阿胶 (000423)

证券研究报告

2017年11月20日

阿胶块、浆出厂价分别上调 10%、5%，有助于业绩持续稳健增长

东阿阿胶、复方阿胶浆出厂价分别上调 10%、5%

公司公告重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆出厂价分别上调 10%、5%，零售价亦做相应调整。这是继去年 11 月以来，公司再次的提价，从提价幅度上看，相较于去年有所下滑。我们认为，公司的持续提价有利于阿胶的价值不断回归，同时也利于公司持续增加阿胶的研发投入、推进科技研发创新、提升工艺标准，不断反补上游成本端，促进公司业绩长期稳健增长。

提价有力的拉动了公司销售的增长并缓解成本压力

公司前三季度实现营收 44.81、同比增长 12.45%。我们预计阿胶整体收入增速在 5%-10%，其中阿胶块估计增长 10%左右，阿胶浆增长预计达到 40%，桃花姬由于销售主动调整预计相对平稳。我们估计由于上游驴皮资源持续紧张导致阿胶块销量相对平稳，近年来销量在 1200-1300 吨范围内，增长有限，而销售收入的增长主要来自于提价的驱动，而阿胶浆的收入增长也极大的受益于提价效应的逐步体现。

公司前三季度整体毛利率下降 2.30 个 pp，一方面养殖业等业务高增长营收占比扩大，其低毛利水平拉低了整体毛利水平；另一方面我们预计阿胶上游成本端仍存一定压力，通过提价则有利于缓解成本端持续上涨的压力。公司除了提价之外，也进一步加强在对驴皮进行战略储备，报告期内存货大增 37.61%，主要是原料储备增长所致，公司的驴皮资源掌控已冠绝业内，同时公司上游养殖业务持续发展，交易日益活跃，促进了整个阿胶产业链的良性发展，也利于公司应对驴皮资源短缺带来的成本压力。

持续加大营销促进持续发展

公司加大营销力度，一方面持续推进广告、品牌中国建设等媒体宣传，另一方面加大熬胶等文化体验活动，加大高端客户人群拓展以促进阿胶块的增长，为后续持续发展奠定基础。前三季度销售费用达到 11.28 亿元，同比增长 21.03%。

看好滋补保健品龙头的长远发展，维持“增持”评级

公司聚焦阿胶块、浆、膏三大主力产品，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。预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 3.15、3.56 和 4.07 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

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	61.80 元
目标价格	81.88 元
上次目标价	81.88 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)	40,418.53
流通 A 股市值(百万元)	40,409.00
每股净资产(元)	13.77
资产负债率(%)	17.22
一年内最高/最低(元)	73.71/51.38

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《东阿阿胶-季报点评:费用加大投入,前三季度业绩相对平稳》 2017-10-31
- 2 《东阿阿胶-半年报点评:业绩平稳增长,上游原料成本压力犹在》 2017-08-15
- 3 《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

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	7,341.06	8,435.95	9,645.58
增长率(%)	35.94	15.92	16.21	14.91	14.34
EBITDA(百万元)	1,996.91	2,249.45	2,470.19	2,805.11	3,203.19
净利润(百万元)	1,625.03	1,852.47	2,058.90	2,328.17	2,660.48
增长率(%)	19.00	14.00	11.14	13.08	14.27
EPS(元/股)	2.48	2.83	3.15	3.56	4.07
市盈率(P/E)	24.87	21.82	19.63	17.36	15.19
市净率(P/B)	5.76	4.84	4.17	3.59	3.10
市销率(P/S)	7.42	6.40	5.51	4.79	4.19
EV/EBITDA	16.21	14.89	15.59	13.31	11.29

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,658.56	1,414.68	1,646.15	2,851.38	4,019.20
应收账款	346.31	450.97	334.85	602.48	469.25
预付账款	300.89	229.83	475.34	292.53	575.10
存货	1,725.48	3,014.16	4,836.70	4,822.47	5,653.70
其他	2,401.78	2,473.20	2,039.45	2,296.31	2,344.65
流动资产合计	6,433.02	7,582.83	9,332.49	10,865.16	13,061.89
长期股权投资	93.64	84.21	97.21	90.21	98.91
固定资产	1,383.70	1,434.38	1,566.32	1,676.00	1,738.89
在建工程	175.95	304.28	218.57	179.14	137.48
无形资产	203.68	189.23	171.55	153.86	136.18
其他	319.02	354.63	303.97	320.13	307.52
非流动资产合计	2,176.00	2,366.73	2,357.61	2,419.35	2,418.98
资产总计	8,609.02	9,949.57	11,690.10	13,284.51	15,480.87
短期借款	80.00	0.00	20.00	35.00	15.00
应付账款	779.66	1,033.23	1,002.00	1,337.56	1,267.88
其他	595.35	457.31	868.55	535.19	1,024.75
流动负债合计	1,455.01	1,490.54	1,890.55	1,907.75	2,307.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	1,963.67	1,980.09	2,380.41
少数股东权益	69.19	26.96	36.72	47.60	57.22
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	697.50	690.68	690.68	690.68	690.68
留存收益	6,356.36	7,678.80	9,035.70	10,602.80	12,389.22
其他	(694.05)	(664.33)	(690.68)	(690.68)	(690.68)
股东权益合计	7,083.02	8,386.13	9,726.44	11,304.43	13,100.46
负债和股东权益总	8,609.02	9,949.57	11,690.10	13,284.51	15,480.87

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,637.81	1,855.14	2,058.90	2,328.17	2,660.48
折旧摊销	98.64	106.07	97.46	107.43	115.46
财务费用	(5.90)	(5.87)	(41.00)	(34.00)	(29.00)
投资损失	(151.88)	(106.92)	(120.00)	(90.00)	(95.00)
营运资金变动	(1,908.56)	(1,298.06)	(1,115.46)	(331.73)	(601.93)
其它	1,307.50	74.20	9.76	10.88	9.62
经营活动现金流	977.61	624.57	889.65	1,990.75	2,059.62
资本支出	180.51	256.12	125.78	160.78	118.55
长期投资	19.54	(9.43)	13.00	(7.00)	8.70
其他	(1,600.48)	(576.21)	(144.78)	(223.78)	(151.25)
投资活动现金流	(1,400.44)	(329.52)	(6.00)	(70.00)	(24.00)
债权融资	80.00	0.00	20.00	35.00	15.00
股权融资	26.96	32.59	29.82	45.71	37.96
其他	(575.53)	(571.73)	(702.00)	(796.23)	(920.76)
筹资活动现金流	(468.57)	(539.14)	(652.18)	(715.52)	(867.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(891.40)	(244.09)	231.47	1,205.23	1,167.82

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,449.66	6,317.14	7,341.06	8,435.95	9,645.58
营业成本	1,928.75	2,087.52	2,569.37	2,897.75	3,279.50
营业税金及附加	64.58	69.55	85.72	97.12	109.96
营业费用	1,276.78	1,617.92	1,912.35	2,210.22	2,531.96
管理费用	423.18	492.84	513.87	615.82	723.42
财务费用	(17.43)	(16.50)	(41.00)	(34.00)	(29.00)
资产减值损失	5.40	9.68	7.01	7.36	8.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	151.88	106.92	120.00	90.00	95.00
其他	(303.76)	(213.84)	(240.00)	(180.00)	(190.00)
营业利润	1,920.27	2,163.05	2,413.74	2,731.68	3,116.73
营业外收入	20.76	39.31	30.02	30.03	33.12
营业外支出	13.85	6.18	9.61	9.88	8.56
利润总额	1,927.19	2,196.18	2,434.14	2,751.83	3,141.29
所得税	289.37	341.04	365.49	412.77	471.19
净利润	1,637.81	1,855.14	2,068.65	2,339.05	2,670.09
少数股东损益	12.79	2.67	9.76	10.88	9.62
归属于母公司净利润	1,625.03	1,852.47	2,058.90	2,328.17	2,660.48
每股收益(元)	2.48	2.83	3.15	3.56	4.07

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.94%	15.92%	16.21%	14.91%	14.34%
营业利润	20.61%	12.64%	11.59%	13.17%	14.10%
归属于母公司净利润	19.00%	14.00%	11.14%	13.08%	14.27%
获利能力					
毛利率	64.61%	66.95%	65.00%	65.65%	66.00%
净利率	29.82%	29.32%	28.05%	27.60%	27.58%
ROE	23.17%	22.16%	21.25%	20.68%	20.40%
ROIC	50.21%	34.96%	30.47%	29.46%	32.15%
偿债能力					
资产负债率	17.73%	15.71%	16.80%	14.91%	15.38%
净负债率	-15.78%	-2.53%	1.53%	2.63%	-6.92%
流动比率	4.42	5.09	4.94	5.70	5.66
速动比率	3.24	3.07	2.38	3.17	3.21
营运能力					
应收账款周转率	21.51	15.85	18.68	18.00	18.00
存货周转率	3.42	2.67	1.87	1.75	1.84
总资产周转率	0.68	0.68	0.68	0.68	0.67
每股指标(元)					
每股收益	2.48	2.83	3.15	3.56	4.07
每股经营现金流	1.49	0.95	1.36	3.04	3.15
每股净资产	10.72	12.78	14.82	17.21	19.94
估值比率					
市盈率	24.87	21.82	19.63	17.36	15.19
市净率	5.76	4.84	4.17	3.59	3.10
EV/EBITDA	16.21	14.89	15.59	13.31	11.29
EV/EBIT	17.02	15.60	16.23	13.84	11.71

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com