

2018年03月16日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元) 68.0

## 东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买入

Q4 旺季业绩如期释放, 2017 年净利同比增长 10%

### 结论与建议:

### 公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2018/3/15)	60.74
深证成指(2018/3/15)	11163.65
股价 12 个月高/低	72.71/58
总发行股数(百万)	654.02
A 股数(百万)	653.87
A 市值(亿元)	397.16
主要股东	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)
每股净值(元)	15.05
股价/账面净值	4.04
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.3 1.2 2.1

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-11-23	63.45	买入
2017-08-15	64.11	买入

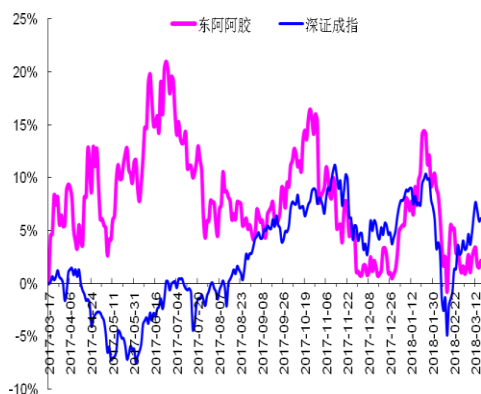
### 产品组合

阿胶及系列	85.3%
其他	12.5%
医药贸易	1.8%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.4%
一般法人	37.9%

### 股价相对大盘走势



■ **公司业绩:** 公司2017年实现营收73.7亿元, YOY+16.7%, 录得净利润20.4亿元, YOY+10.4% (扣非后YOY+12.7%), 折合EPS为3.13元, 公司业绩符合预期。其中2017Q4单季度公司实现营收28.9亿元, YOY+24.0%, 录得净利润8.0亿元, YOY+27.3%。公司另拟每10股派发现金红利9元(含税)。

■ **Q4 旺季如期放量, 预计 Q1 仍将得到延续:** 受公司产品提价影响, 公司Q2, Q3 淡季期间销售放缓, 前三季度净利 YOY 同比仅增长 1.7%。但随着渠道库存的下降以及冬季进补旺季的来临, 公司 2017Q4 营收、净利均如预期恢复了较快的增长。2018Q1 仍处于进补旺季, 并且 2017 年 11 月底的提价在终端还未完全实施, 我们预计 2018Q1 销售量仍将保持较快增长。

■ **毛利率下滑, 费用率下降:** 从全年来看, 公司阿胶系列产品营收同比增长 17.1%, 预计其中阿胶块保持稳健增长, 阿胶浆在 OTC 端预计继续实现快速增长, 阿胶糕销售预计有所回落。毛驴养殖业在公司的大力培育下保持高速增长。受销售结构的变化以及原材料价格上涨影响, 公司 2017 年综合毛利率同比下降 2 个百分点至 65.0%。但公司费用端控制力度提升, 公司全年销售费用率同比下降 1.2 个百分点至 24.4%, 使得期间费用率同比下降 0.8 个百分点至 32.4%。

■ **原料端有保障, 销售网络全面, 产品定位清晰, 看好公司长期发展:** 从原材料端来看, 目前毛驴供需关系仍较紧张, 公司已在山东、内蒙古、辽宁等地建立多个毛驴养殖基地, 并在国外多个国家建立采购网络。我们认为公司在全球原料端的掌控将确保公司的长远发展。从销售端来看, 公司与百强连锁形成稳固战略合作关系, 并布局医馆医院, 广阔的营销网络建设使得阿胶产品已成为 OTC 端规模最大的单品。公司产品定位明确, 阿胶块聚焦“滋补国宝”打造, 复方阿胶浆广谱气血保养, 阿胶糕布局快消市场。我们认为随着消费升级以及公司品牌建设力度持续增加, 公司产品销售将会保持稳健增长, 我们看好公司的长期发展。

■ **盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2018/2019 年分别实现净利润 23.0 亿元 (YOY+12.6%) / 25.9 亿元 (YOY+12.5%), EPS 分别为 3.52 元/3.96 元, 对应 PE 分别为 17 倍/15 倍。目前估值相对合理, 维持“买入”投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2015	2016E	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1625	1852	2044	2301	2588
同比增减	%	19.00	14.00	10.36	12.56	12.45
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.48	2.83	3.13	3.52	3.96
同比增减	%	19.00	13.99	10.36	12.56	12.45
市盈率 (P/E)	X	24.45	21.44	19.43	17.26	15.35
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.90	0.90	0.42	0.47
GON 股息率 (Yield)	%	1.32	1.48	1.48	0.70	0.78

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	5450	6317	7372	8634	10167
经营成本	1929	2088	2577	3043	3655
营业税金及附加	65	70	92	95	112
销售费用	1277	1618	1805	2210	2603
管理费用	423	493	578	673	793
财务费用	-17	-17	12	-13	0
资产减值损失	5	10	35	30	30
投资收益	152	107	120	130	90
营业利润	1920	2163	2410	2725	3065
营业外收入	21	39	4	5	5
营业外支出	14	6	5	5	5
利润总额	1927	2196	2408	2725	3065
所得税	289	341	364	420	472
少数股东损益	13	3	0	5	5
归属于母公司所有者的净利润	1625	1852	2044	2301	2588

## 附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	1659	1415	1627	1871	2152
应收账款	308	386	464	556	668
存货	1725	3014	2863	2720	2584
流动资产合计	6433	7583	9099	10919	13103
长期股权投资	94	84	109	142	185
固定资产	1363	1418	1560	1716	1887
在建工程	176	304	365	438	526
非流动资产合计	2176	2367	2722	3130	3600
资产总计	8609	9950	11821	14049	16703
流动负债合计	1455	1491	1789	2146	2576
非流动负债合计	71	73	76	79	82
负债合计	1526	1563	1864	2225	2658
少数股东权益	69	27	35	81	266
股东权益合计	7014	8359	9922	11743	13779
负债及股东权益合计	8609	9950	11821	14049	16703

## 附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	978	625	687	756	831
投资活动产生的现金流量净额	-1400	-330	-1400	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	-469	-539	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-891	-244	-2713	-2644	-2569

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。