

## 东阿阿胶(000423)/中药

## 增长略低于预期, 品牌价值突出

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 58.91

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

电话: 021-20315150

Email: chics@r.qlzq.com.cn

分析师: 江琦

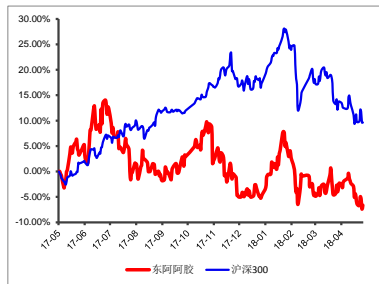
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	58.91
市值(百万元)	38,527
流通市值(百万元)	38,527

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 东阿阿胶(000423)-公司点评: 四季度增速提升, 业绩符合预期-增持-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20180316

2 东阿阿胶(000423)-公司点评: 三季度收入增长提速, 等待销售旺季到来-增持-(中泰证券\_江琦\_池陈森)-20171031

3 东阿阿胶(000423)-公司点评: 业绩基本符合预期, 阿胶系列平稳增长-买入-(中泰证券\_江琦\_池陈森)-20170814

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6317.14	7372.34	7990.36	8656.28	9433.93
增长率 yoy%	15.92%	16.70%	8.38%	8.33%	8.98%
净利润	1852.47	2044.35	2223.61	2465.21	2744.90
增长率 yoy%	14.00%	10.36%	8.77%	10.87%	11.35%
每股收益(元)	2.83	3.13	3.40	3.77	4.20
每股现金流量	0.95	2.69	2.87	3.23	3.53
净资产收益率	22.16%	20.77%	18.43%	17.72%	17.25%
P/E	20.80	18.85	17.33	15.63	14.04
PEG	1.49	1.82	1.98	1.44	1.24
P/B	4.61	3.91	3.19	2.77	2.42

备注:

**投资要点**

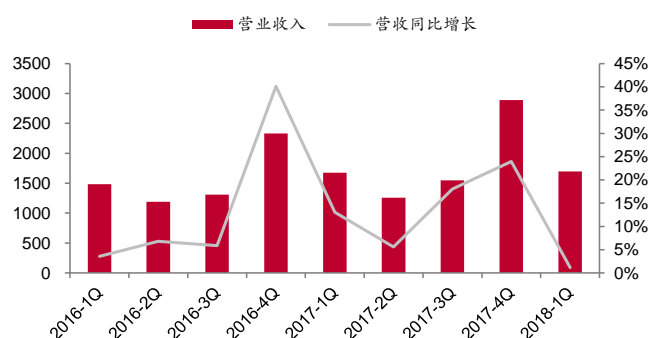
- **事件:** 公司公告 2018 年一季度报, 实现营业收入 16.96 亿元, 同比增长 1.17%; 归母净利润 6.09 亿元, 同比增长 0.8%; 扣非净利润 5.97 亿元, 同比增长 2.02%。
- **点评:**
- **公司 2018 年一季度营业收入同比增长 1.17%, 略低于预期。** 主要由于一季度是阿胶消费淡季, 另外“水煮驴皮”事件负面舆论对公司阿胶销售造成一定影响。母公司(主要是阿胶块和阿胶浆)实现收入 13.58 亿元, 下滑 7.19%。母公司实现净利润 5.98 亿元, 同比增长 2.95%。
- **公司 2018 年一季度毛利率为 67.11%, 同比降低 3.68pp; 销售费用率 18.09%, 同比降低 4.08pp; 管理费用率、财务费用率保持稳定。** 经营性现金流为 -3.88 亿元, 去年同期为 1.44 亿元, 主要是本期支付税金增加及代收代付业务减少。
- **阿胶作为传统名贵消费品, 有厚重历史文化积淀, 其名贵滋补品的属性能够持续。** 通过品牌塑造和历次提价, 东阿阿胶的消费者更加集中于经济条件好的高端客户, 越高端的客户对价格的敏感度越低。而且随着消费升级和老龄化, 东阿阿胶的目标客户群体将继续扩大。目前东阿阿胶的日均消费金额约 20-30 元, 同其他高端消费品相比日消费金额其实不高。2018 年 4 月份, 媒体曝光“阿胶糕造假”, 对阿胶行业造成一定冲击。阿胶行业小企业众多, 从长期来看, 阿胶行业的规范将利好规范经营的龙头企业。
- **盈利预测与估值:** 我们预计 2018-2020 年, 营业收入分别为 79.90 亿元、86.56 亿元和 94.34 亿元; 同比分别增长 8.38%、8.33%和 8.98%; 实现归母净利润为 22.24、24.65 和 27.45 亿元, 同比分别增长 8.77%、10.87%和 11.35%。目前公司股价对应 2018-2020 年 PE 为 17 倍、16 倍和 14 倍。公司品牌价值突出, 名贵消费品属性稀缺, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料涨价的风险; 产品提价后销量下滑的风险

图表 1: 东阿阿胶分季度财务数据

	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q
营业收入	1483.07	1191.28	1310.32	2332.46	1676.34	1258.05	1546.55	2891.40	1695.87
营收同比增长	3.56%	6.82%	5.88%	40.10%	13.03%	5.61%	18.03%	23.96%	1.17%
营收环比增长	-10.92%	-19.68%	9.99%	78.01%	-28.13%	-24.95%	22.93%	86.96%	-41.35%
营业成本	406.90	422.26	494.56	763.80	489.57	504.42	597.70	985.27	557.72
销售费用	320.37	323.68	287.86	686.02	371.62	339.09	417.26	677.20	306.81
管理费用	102.22	96.68	119.07	174.87	97.39	88.28	121.05	271.35	98.35
财务费用	-4.73	-8.27	-2.58	-0.92	-2.59	-3.70	5.80	12.28	-0.04
营业利润	646.29	339.64	467.25	707.76	713.32	348.06	399.80	948.53	715.67
利润总额	651.04	340.69	470.69	733.76	716.41	351.53	403.70	936.50	716.73
所得税	103.41	54.88	73.31	109.44	111.30	53.97	57.00	141.88	110.35
归母净利润	544.38	284.57	396.97	626.54	604.57	296.90	345.13	797.76	609.42
归母净利润同比增长	3.48%	15.65%	11.00%	26.52%	11.05%	4.33%	-13.06%	27.33%	0.80%

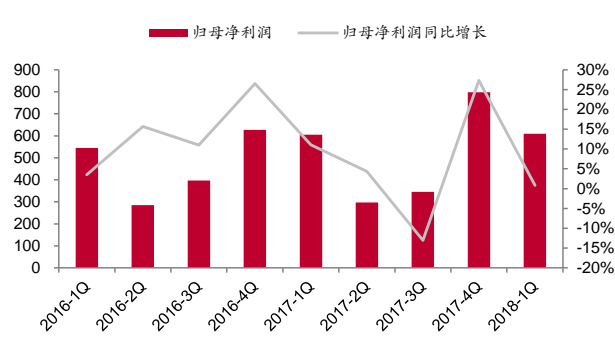
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 东阿阿胶分季度营业收入情况



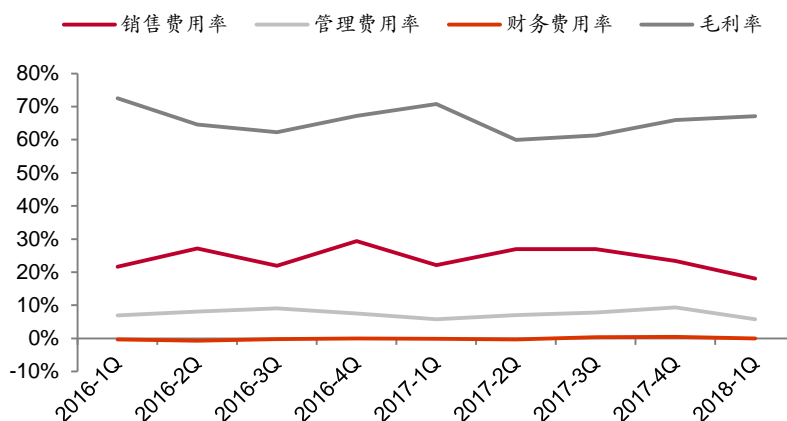
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 东阿阿胶分季度归母净利润情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 东阿阿胶分季度毛利率和期间费用率情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 东阿阿胶财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	9640	11282	13140	15170	<b>营业收入</b>	7372	7990	8656	9434
现金	1725	3515	4955	6531	营业成本	2577	2740	2916	3121
应收账款	505	513	564	617	营业税金及附加	92	100	108	118
其他应收款	59	69	75	80	营业费用	1805	2085	2268	2481
预付账款	166	260	255	269	管理费用	578	625	678	739
存货	3607	3875	4109	4403	财务费用	12	-71	-116	-157
其他流动资产	3578	3050	3181	3270	资产减值损失	35	21	24	25
<b>非流动资产</b>	2736	2909	3033	3142	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	127	167	167	167	投资净收益	120	121	118	119
固定资产	1710	1865	2001	2121	<b>营业利润</b>	2410	2611	2897	3228
无形资产	329	322	314	306	营业外收入	4	18	17	15
其他非流动资产	570	555	551	547	营业外支出	5	6	5	6
<b>资产总计</b>	12376	14191	16172	18312	<b>利润总额</b>	2408	2623	2908	3237
<b>流动负债</b>	2441	2028	2167	2304	所得税	364	400	443	493
短期借款	0	27	9	12	<b>净利润</b>	2044	2223	2465	2744
应付账款	829	638	736	804	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	1612	1363	1422	1488	<b>归属母公司净利润</b>	2044	2224	2465	2745
<b>非流动负债</b>	63	69	68	67	EBITDA	2533	2666	2922	3226
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.13	3.40	3.77	4.20
其他非流动负债	63	69	68	67					
<b>负债合计</b>	2505	2096	2235	2370					
少数股东权益	27	27	26	26	<b>主要财务比率</b>				
股本	654	654	654	654	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	691	691	691	691	<b>成长能力</b>				
留存收益	8444	10723	12566	14571	营业收入	16.7%	8.4%	8.3%	9.0%
归属母公司股东权益	9844	12068	13911	15916	营业利润	11.5%	8.3%	11.0%	11.4%
<b>负债和股东权益</b>	12376	14191	16172	18312	归属于母公司净利润	10.4%	8.8%	10.9%	11.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	65.0%	65.7%	66.3%	66.9%
					净利率 (%)	27.7%	27.8%	28.5%	29.1%
					ROE (%)	20.8%	18.4%	17.7%	17.2%
					ROIC (%)	26.3%	26.2%	27.4%	28.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	20.2%	14.8%	13.8%	12.9%
					净负债比率 (%)	0.00%	1.27%	0.40%	0.50%
					流动比率	3.95	5.56	6.06	6.59
					速动比率	2.47	3.65	4.17	4.67
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.66	0.60	0.57	0.55
					应收账款周转率	16	15	15	15
					应付账款周转率	4.33	3.73	4.24	4.05
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	3.13	3.40	3.77	4.20
					每股经营现金流 (最新摊薄)	2.69	2.87	3.23	3.53
					每股净资产 (最新摊薄)	15.05	18.45	21.27	24.34
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.85	17.33	15.63	14.04
					P/B	3.91	3.19	2.77	2.42
					EV/EBITDA	14	14	13	11

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。