

## 阿胶系列收入下滑, 渠道改善后或有增长

### 投资要点

- **事件:** 公司2018H1营业收入、扣非净利润分别为30亿元、7.8亿元, 同比增速约为1.8%、-7%; 2018Q2营业收入、扣非净利润分别为12.9亿元、1.8亿元, 同比增速约为2.6%、-28%。
- **阿胶系列收入下滑, 渠道改善后或有增长。** 公司2018H1营业收入约30亿元, 同比增速约为1.8%; 其中阿胶系列约为23.4亿元, 同比增速约为-5.2%; 从子公司角度, 阿胶保健品公司收入约为1.8亿元, 同比增速下降约28%; 黑毛驴牧业收入约为4.5亿元, 同比增加约4.2亿元。结合阿胶系列毛利率约为77%, 较2017年年报同比提升约为3.6个百分点; 我们判断阿胶浆及阿胶糕的收入占比较2017年水平有下降趋势, 主要原因为公司销售策略变化, 重点进行渠道整理。2018H1应收账款约为5.1亿元, 同比减少约20%; 存货中库存商品同比增加2.6亿元, 发出商品减少约0.45亿元, 可见公司对渠道库存逐渐进行整理, 且态度坚决。公司2018H1扣非净利润约为7.8亿元, 低于收入增速近9个百分点, 且低于市场预期, 具体分析如下: 1) 公司毛利率约为63%, 同比下降约3个百分点, 主要原因为流通毛利率下滑、牧业公司亏损等原因。但公司核心盈利点阿胶系列毛利率同比提升约1.8个百分点, 主要原因为阿胶块占比提升所致; 2) 公司期间费用率约为30%, 整体维持平稳。但其中销售费用约为6.9亿元, 同比下降约2.8%, 广告费用投入减少; 管理费用约为2.1亿元, 同比增加约10.9%, 折旧摊销及研发支出增长较快。单季度来看, 公司2018Q2营业收入、扣非净利润分别为12.9亿元、1.8亿元, 同比增速约为2.6%、-28%, 净利润下滑趋势明显。结合母公司Q2收入增速约为-12%, 我们判断阿胶浆及阿胶块增速目前处于下降趋势。公司在2017年公告产品提价, 但整体提价幅度减小, 从侧面也反映了公司对核心产品销量增长的重视, 本次半年报则体现出对渠道整理的重视。结合公司加强对主流媒体广告宣传、以及终端销售推广如熬胶等大力投入, 预计2018年全年来看阿胶系列或将实现销量平稳增长。
- **传统中药稀缺标的, 短期有压力但长期看好。** 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, 消费者对价格敏感性是逐渐减弱, 终端接受程度仍较好。2017年核心产品的整体提价幅度较小, 公司加强对主流媒体广告宣传、以及终端销售推广如熬胶等大力投入; 2) 公司产品梯队丰富, 能多层次覆盖客户群体。陆续开发阿胶、红标阿胶、阿胶糕系列等产品针对性强, 最大限度挖掘客户需求。未来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。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2018-2020年每股收益分别为3.13元、3.33元、3.51元(原预测2018-2019年EPS分别为3.56元、4.05元, 调整的原因为对阿胶系列收入增速预期下降), 对应市盈率分别为15倍、14倍、13倍。公司对大健康布局将带动收入增长, 其未来业绩提升空间较大, 但当前核心产品处于渠道整理阶段, 且收入增速下降, 故下调为“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期, 市场拓展或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7372.3	7850.3	8561.7	9361.6
增长率	16.7%	6.5%	9.1%	9.3%
归属母公司净利润(百万元)	2044.4	2049.8	2179.4	2296.7
增长率	10.4%	0.3%	6.3%	5.4%
每股收益EPS(元)	3.13	3.13	3.33	3.51
净资产收益率ROE	20.7%	18.3%	17.1%	16.0%
PE	15	15	14	13
PB	3.1	2.7	2.4	2.1

数据来源: Wind, 西南证券

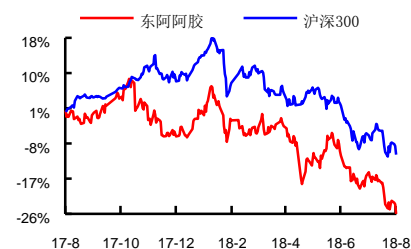
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
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)	46.43-69.27
总市值(亿元)	303.66
总资产(亿元)	123.96
每股净资产(元)	15.48

### 相关研究

1. 东阿阿胶(000423): 核心产品稳健增长, 业绩增速略超预期 (2018-03-16)
2. 东阿阿胶(000423): 提价符合预期, 看好销量增长 (2017-11-20)
3. 东阿阿胶(000423): 收入增速超预期, 单季度费用投入增加 (2017-10-30)

## 关键假设:

1) 阿胶及相关产品受渠道整理影响, 我们预计 2018-2020 年阿胶及相关产品销量增速分别约为 1.34%、6.79%、6.85%。

2) 医药流通行业在 2018 仍将为下滑趋势, 故预计 2018-2020 年收入增速分别约为 -50%、0%、0%;

3) 其他收入结构中包含牧业公司、连锁公司等, 由于公司布局毛驴养殖及相关产业, 故预计其他收入在 2018-2020 年增速分别约为 50%、20%、20%;

4) 预计 2018-2020 年销售费用率分别约为 23%、22%、21%, 管理费用率分别约为 8%、8%、8%。

**表 1: 主要业务收入分拆情况 (百万元)**

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	5,440.83	6,304.96	7,344.92	7,821.08	8,529.82	9,326.79
yoy	36.08%	15.88%	16.49%	6.48%	9.06%	9.34%
营业成本	1,925.47	2,081.70	2,568.71	2,961.18	3,379.69	3,891.80
毛利率	64.61%	66.98%	65.03%	62.14%	60.38%	58.27%
<b>阿胶及相关产品</b>						
收入	4,526.29	5,370.54	6,288.98	6,373.48	6,806.33	7,272.23
yoy	26.19%	18.65%	17.10%	1.34%	6.79%	6.85%
成本	1,238.26	1,390.35	1,658.23	1,720.84	1,871.74	2,036.23
毛利率	72.64%	74.11%	73.63%	73.00%	72.50%	72.00%
<b>医药贸易</b>						
收入	251.92	265.64	136.31	68.16	68.16	68.16
yoy	109.38%	5.45%	-48.69%	-50.00%	0.00%	0.00%
成本	207.14	252.26	135.67	67.81	67.81	67.81
毛利率	17.78%	5.04%	0.47%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>其他</b>						
收入	662.62	668.78	919.63	1,379.45	1,655.33	1,986.40
yoy	127.70%	0.93%	37.51%	50.00%	20.00%	20.00%
成本	480.07	439.09	774.81	1,172.53	1,440.14	1,787.76
毛利率	27.55%	34.34%	15.75%	15.00%	13.00%	10.00%

数据来源: 公司公告、西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7372.34	7850.28	8561.66	9361.61	净利润	2043.99	2056.98	2186.25	2301.28
营业成本	2576.96	2972.24	3392.31	3906.33	折旧与摊销	111.82	195.30	195.30	195.30
营业税金及附加	91.91	93.25	102.14	112.36	财务费用	11.79	-14.19	-20.18	-27.59
销售费用	1805.17	1805.56	1883.57	1965.94	资产减值损失	34.85	30.00	30.00	30.00
管理费用	578.07	628.02	684.93	748.93	经营营运资本变动	-796.16	-916.29	-622.14	-815.70
财务费用	11.79	-14.19	-20.18	-27.59	其他	351.09	-109.94	-110.03	-110.00
资产减值损失	34.85	30.00	30.00	30.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1757.39</b>	<b>1241.86</b>	<b>1659.21</b>	<b>1573.29</b>
投资收益	119.64	80.00	80.00	80.00	资本支出	-205.34	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-628.64	75.83	80.85	80.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-833.98</b>	<b>-24.17</b>	<b>-19.15</b>	<b>-19.73</b>
<b>营业利润</b>	<b>2409.70</b>	<b>2415.40</b>	<b>2568.89</b>	<b>2705.65</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.56	11.42	10.71	8.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2408.14</b>	<b>2426.81</b>	<b>2579.60</b>	<b>2714.55</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	364.15	369.84	393.35	413.27	支付股利	-588.62	-649.59	-651.32	-692.49
净利润	2043.99	2056.98	2186.25	2301.28	其他	-24.21	-41.55	20.18	27.59
少数股东损益	-0.36	7.19	6.87	4.54	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-612.83</b>	<b>-691.14</b>	<b>-631.14</b>	<b>-664.90</b>
归属母公司股东净利润	2044.35	2049.79	2179.38	2296.73	<b>现金流量净额</b>	<b>310.65</b>	<b>526.55</b>	<b>1008.93</b>	<b>888.66</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1725.32	2251.87	3260.80	4149.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1282.14	1394.82	1525.31	1690.10	销售收入增长率	16.70%	6.48%	9.06%	9.34%
存货	3606.93	4160.16	4748.19	5467.68	营业利润增长率	11.40%	0.24%	6.35%	5.32%
其他流动资产	3025.95	3222.12	3514.10	3842.44	净利润增长率	10.18%	0.64%	6.28%	5.26%
长期股权投资	127.21	127.21	127.21	127.21	EBITDA 增长率	12.46%	2.49%	5.68%	4.71%
投资性房地产	20.27	24.44	23.59	23.32	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1927.01	1880.18	1833.36	1786.54	毛利率	65.05%	62.14%	60.38%	58.27%
无形资产和开发支出	335.25	290.24	245.23	200.21	三费率	32.49%	30.82%	29.76%	28.71%
其他非流动资产	325.95	322.48	319.02	315.55	净利率	27.73%	26.20%	25.54%	24.58%
<b>资产总计</b>	<b>12376.03</b>	<b>13673.53</b>	<b>15596.80</b>	<b>17602.50</b>	ROE	20.71%	18.33%	17.14%	16.02%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.52%	15.04%	14.02%	13.07%
应付和预收款项	1753.11	1593.38	1869.50	2129.12	ROIC	26.30%	22.92%	22.46%	22.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.36%	33.08%	32.05%	30.69%
其他负债	751.41	857.00	969.21	1106.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2504.52</b>	<b>2450.38</b>	<b>2838.72</b>	<b>3235.64</b>	总资产周转率	0.66	0.60	0.59	0.56
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	固定资产周转率	4.71	4.80	5.75	6.97
资本公积	690.68	690.68	690.68	690.68	应收账款周转率	16.55	15.59	16.16	16.03
留存收益	8443.86	9844.06	11372.13	12976.36	存货周转率	0.78	0.77	0.76	0.76
归属母公司股东权益	9844.30	11188.76	12716.82	14321.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.46%	—	—	—
少数股东权益	27.21	34.39	41.26	45.80	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9871.51</b>	<b>11223.15</b>	<b>12758.08</b>	<b>14366.86</b>	资产负债率	20.24%	17.92%	18.20%	18.38%
负债和股东权益合计	12376.03	13673.53	15596.80	17602.50	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.95	4.62	4.70	4.78
					速动比率	2.47	2.88	2.99	3.05
					股利支付率	28.79%	31.69%	29.89%	30.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.13	3.13	3.33	3.51
					每股净资产	15.09	17.16	19.51	21.97
					每股经营现金	2.69	1.90	2.54	2.41
					每股股利	0.90	0.99	1.00	1.06
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2533.31	2596.51	2744.01	2873.35					
PE	14.85	14.81	13.93	13.22					
PB	3.08	2.71	2.38	2.11					
PS	4.12	3.87	3.55	3.24					
EV/EBITDA	11.17	10.69	9.75	9.00					
股息率	1.94%	2.14%	2.14%	2.28%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn