

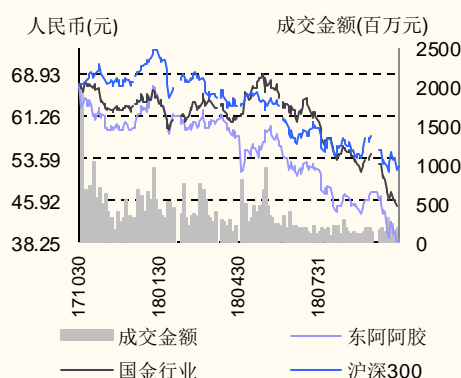
东阿阿胶 (000423.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 38.60 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	653.87
总市值 (百万元)	25,245.23
年内股价最高最低 (元)	67.32/38.25
沪深 300 指数	3110.26
深证成指	7375.23



从“价值回归”到推动放量，渠道调整阵痛期

从“价值回归”到推动放量

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	2.832	3.101	3.149	3.266	3.465
每股净资产(元)	12.78	15.05	17.30	19.67	22.11
每股经营性现金流(元)	0.95	2.69	0.34	2.68	2.92
市盈率(倍)	19.02	19.44	12.26	11.82	11.14
净利润增长率(%)	14.00%	9.47%	1.56%	3.70%	6.12%
净资产收益率(%)	22.16%	20.60%	18.20%	16.60%	15.67%
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2018 年三季报，公司实现营业收入 43.8 亿元、归母净利润 20.4 亿元、扣非归母净利润 19.6 亿元，同比增长分别为-2.2%、-1.7%、-6.1%。
- 三季度单季度实现收入 14.0 亿元、归母净利润 3.6 亿元、扣非归母净利润 3.2 亿元，同比增长-9.6%、5.1%、-3.8%。

经营分析

■ 营销改革，重点从“价值回归”到推动放量：

- 自 2005 年以来，公司推动“价值回归”，进行数次提价；未来，公司将以营销为中心，推动产品的放量。
- 18Q3 业绩同比下滑，主要系驴皮风波和公司渠道调整影响。公司于去年底提出“构建工商命运共同体”，并开启经销渠道的改革，推进与优质经销商的战略合作、精简中小经销商，清理渠道库存，对销售网络压缩层级。渠道调整短期为公司销售带来负面影响，长期有助于公司的健康持续发展。

■ 阿胶系列毛利率微增，销量有待提振：

- 母公司主营阿胶块与阿胶浆，2018 年前三季度毛利率同比提升 4.2pct 至 75.8%，收入同比增速-6.9%，主要系阿胶浆的销量有所下滑。
- 阿胶糕双品牌“真颜”和“桃花姬”布局快消市场，整体销售平稳。

■ 继续研发投入，拓展“阿胶+”：

- 公司前三季度研发费用同比增长 6.6%，研发费用率同比提升 0.2pct 至 2.8%，进行临床试验并拓展“阿胶+”，以开发更多产品。

盈利调整

- 依据公司经营情况，我们调整盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 为 3.15/3.27/3.47 元，对应当前股价 PE 为 12.3/11.8/11.1 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 销售费用高于预期；渠道整合低于预期；研发投入产出比低于预期；“阿胶+”产品开拓低于预期；销售整合低于预期。

相关报告

- 1.《业绩符合预期，四季度高增长有望延续-东阿阿胶公司点评》，2018.3.19
- 2.《收入快速增长，费用提高拉低利润-东阿阿胶公司点评》，2017.10.31

许菲菲 联系人
xufeifei@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,450	6,317	7,372	7,598	8,022	8,610	货币资金	1,659	1,415	1,725	1,072	2,008	3,083
增长率		15.9%	16.7%	3.1%	5.6%	7.3%	应收账款	468	518	1,116	2,330	2,482	2,687
主营业务成本	-1,929	-2,088	-2,577	-2,755	-2,950	-3,198	存货	1,725	3,014	3,607	3,999	4,282	4,643
%销售收入	35.4%	33.0%	35.0%	36.3%	36.8%	37.1%	其他流动资产	2,581	2,636	3,192	3,219	3,232	3,250
毛利	3,521	4,230	4,795	4,844	5,072	5,412	流动资产	6,433	7,583	9,640	10,620	12,005	13,664
%销售收入	64.6%	67.0%	65.0%	63.7%	63.2%	62.9%	%总资产	74.7%	76.2%	77.9%	78.0%	79.1%	80.6%
营业税金及附加	-65	-70	-92	-93	-98	-105	长期投资	175	152	178	218	248	268
%销售收入	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,560	1,739	1,941	2,158	2,309	2,397
营业费用	-1,277	-1,618	-1,805	-1,900	-2,005	-2,152	%总资产	18.1%	17.5%	15.7%	15.9%	15.2%	14.1%
%销售收入	23.4%	25.6%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	无形资产	212	225	370	371	373	376
管理费用	-423	-493	-578	-532	-562	-603	非流动资产	2,176	2,367	2,736	2,994	3,177	3,288
%销售收入	7.8%	7.8%	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	25.3%	23.8%	22.1%	22.0%	20.9%	19.4%
息税前利润 (EBIT)	1,756	2,049	2,320	2,320	2,407	2,552	资产总计	8,609	9,950	12,376	13,615	15,182	16,952
%销售收入	32.2%	32.4%	31.5%	30.5%	30.0%	29.6%	短期借款	80	0	0	0	0	0
财务费用	17	17	-12	14	15	25	应付款项	1,169	1,240	1,987	1,814	1,891	2,041
%销售收入	-0.3%	-0.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	206	251	455	394	337	355
资产减值损失	-5	-10	-35	-1	0	0	流动负债	1,455	1,491	2,441	2,208	2,228	2,395
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	152	107	120	100	100	100	其他长期负债	71	73	63	63	63	63
%税前利润	7.9%	4.9%	5.0%	4.1%	4.0%	3.7%	负债	1,526	1,563	2,505	2,271	2,291	2,458
营业利润	1,920	2,163	2,393	2,433	2,523	2,677	普通股股东权益	7,014	8,359	9,844	11,315	12,862	14,464
营业利润率	35.2%	34.2%	32.5%	32.0%	31.4%	31.1%	少数股东权益	69	27	27	28	29	30
营业外收支	7	33	-2	0	0	0	负债股东权益合计	8,609	9,950	12,376	13,615	15,182	16,952
税前利润	1,927	2,196	2,392	2,433	2,523	2,677	比率分析						
利润率	35.4%	34.8%	32.4%	32.0%	31.4%	31.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-289	-341	-364	-372	-386	-410	每股指标						
所得税率	15.0%	15.5%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	2.485	2.832	3.101	3.149	3.266	3.465
净利润	1,638	1,855	2,028	2,061	2,137	2,267	每股净资产	10.724	12.781	15.052	17.301	19.666	22.115
少数股东损益	13	3	0	1	1	1	每股经营现金净流	1.495	0.955	2.687	0.341	2.679	2.919
归属于母公司的净利润	1,625	1,852	2,028	2,060	2,136	2,266	每股股利	0.700	0.800	0.900	0.900	0.900	1.017
净利率	29.8%	29.3%	27.5%	27.1%	26.6%	26.3%	回报率						
							净资产收益率	23.17%	22.16%	20.60%	18.20%	16.60%	15.67%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.88%	18.62%	16.39%	15.13%	14.07%	13.37%
净利润	1,638	1,855	2,044	2,061	2,137	2,267	投入资本收益率	20.83%	20.64%	19.93%	17.32%	15.82%	14.91%
少数股东损益	13	3	0	1	1	1	增长率						
非现金支出	104	116	147	129	145	158	主营业务收入增长率	35.94%	15.92%	16.70%	3.07%	5.57%	7.33%
非经营收益	-180	-130	-127	-100	-100	-100	EBIT增长率	20.63%	16.68%	13.22%	-0.03%	3.78%	5.99%
营运资金变动	-584	-1,216	-306	-1,867	-429	-416	净利润增长率	19.00%	14.00%	9.47%	1.56%	3.70%	6.12%
经营活动现金净流	978	625	1,757	223	1,752	1,909	总资产增长率	15.40%	15.57%	24.39%	10.01%	11.51%	11.66%
资本开支	-275	-349	-312	-347	-298	-249	资产管理能力						
投资	-1,211	-69	-627	-40	-30	-20	应收账款周转天数	14.2	20.0	22.1	25.0	26.0	27.0
其他	85	89	105	100	100	100	存货周转天数	301.8	414.4	468.9	530.0	530.0	530.0
投资活动现金净流	-1,400	-330	-834	-287	-228	-169	应付账款周转天数	38.2	46.2	84.2	80.0	75.0	75.0
股权募资	0	0	1	0	0	0	固定资产周转天数	92.7	82.9	85.3	91.8	92.5	88.6
债权募资	78	22	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-547	-561	-613	-589	-589	-665	净负债/股东权益	-22.29%	-16.87%	-17.48%	-9.45%	-15.58%	-21.27%
筹资活动现金净流	-469	-539	-613	-589	-589	-665	EBIT利息保障倍数	-100.8	-124.2	196.9	-165.8	-156.3	-100.2
现金净流量	-891	-244	311	-653	936	1,075	资产负债率	17.73%	15.71%	20.24%	16.68%	15.09%	14.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	9
增持	1	1	2	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	1	1
评分	2.00	2.00	2.00	1.86	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-19	增持	69.32	70.00~75.00
2	2017-08-16	增持	64.11	70.00~75.00
3	2017-10-31	增持	68.60	70.00~75.00
4	2018-03-19	增持	61.38	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH