

核心产品持续提价，销量增长或恢复

投资要点

- **事件:** 公司公告称，其重点产品东阿阿胶出厂价上调 6%。
- **提价超市场预期，销量增长或恢复。** 公司公告其重点品种东阿阿胶出厂价上调 6%，由于 2018 年公司销售重点在渠道清理，故我们认为本次提价是超市场预期的，具体点评如下：1) 整体提价幅度较往年有下降。本次公告提价涉及的产品为东阿阿胶（阿胶块系列），未包括桃花姬、复方阿胶浆等产品。如按照阿胶块及其他阿胶产品的收入占比加权计算，我们估计 2016 年阿胶系列整体提价幅度超过 15%，2017 年提价幅度约为 8%，而本次整体提价幅度约为 4%，呈逐年下降趋势；2) 提价时间点相比 2017 年延迟。2016 和 2017 年的产品提价日期分别为 11 月 18 日、11 月 20 日，2018 年提价时间点相比 2017 年延迟 1 个月，避免了渠道囤货对报表质量的影响。我们认为从提价幅度持续下降以及年终提价来看，均从侧面反映了公司对核心产品销量稳定而有质量增长的重视；3) 原材料成本上升是本次提价主要原因。在行业内加大对假冒驴皮的检查后，供不应求趋势或将加剧，我们判断原材料成本增加的压力仍较大。且在产品提价后也将提升农户对毛驴养殖积极性，不仅有助于上游原料稳定供应，也将促进阿胶全产业链持续健康发展。同时结合公司前期对于主流媒体广告宣传、以及终端销售推广如熬胶等的大力投入，预计提价效果将逐渐显现同时叠加消费旺季，2018Q4 单季度或将实现销量稳步增长。
- **传统中药稀缺标的，持续看好其前景。** 1) 驴皮供需关系仍未转变，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，消费者价格敏感性有所减弱。国内驴皮检测水平提升，供不应求趋势或将加剧，公司原材料存货充足，且布局毛驴产业链，话语权强；2) 产品梯队丰富，能多层次覆盖客户群体。九朝贡胶、金标/红标阿胶、小分子阿胶、阿胶浆、阿胶糕等产品针对性强，最大限度挖掘客户需求。产品线逐渐向更加广阔的滋补健康品、饮品等领域发展，且与正官庄签署协议开发阿胶人参饮品，培育新的增长点；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，同时进行直营店、商超等实体店方面拓展。我们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，对应市盈率分别为 13 倍、12 倍、12 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，维持“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 | 13 | 13 | 12 | 12 |
| PB | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |

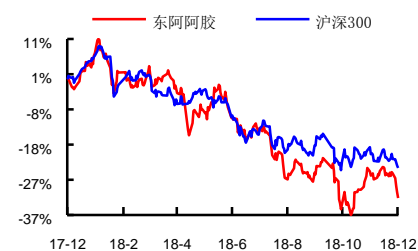
数据来源: Wind, 西南证券

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

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) | 38.25-68.06 |
| 总市值(亿元) | 268.15 |
| 总资产(亿元) | 122.26 |
| 每股净资产(元) | 16.00 |

相关研究

1. 东阿阿胶(000423): 阿胶系列收入下滑, 渠道改善后或有增长 (2018-08-16)
2. 东阿阿胶(000423): 核心产品稳健增长, 业绩增速略超预期 (2018-03-16)

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 | 经营活动现金流净额 | 1757.39 | 1241.86 | 1659.21 | 1573.29 |
| 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 | 投资活动现金流净额 | -833.98 | -24.17 | -19.15 | -19.73 |
| 营业利润 | 2409.70 | 2415.40 | 2568.89 | 2705.65 | 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 |
| 利润总额 | 2408.14 | 2426.81 | 2579.60 | 2714.55 | 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 | 筹资活动现金流净额 | -612.83 | -691.14 | -631.14 | -664.90 |
| 归属母公司股东净利润 | 2044.35 | 2049.79 | 2179.38 | 2296.73 | 现金流量净额 | 310.65 | 526.55 | 1008.93 | 888.66 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 成长能力 | | | | |
| 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 | 获利能力 | | | | |
| 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% |
| 资产总计 | 12376.03 | 13673.53 | 15596.80 | 17602.50 | 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 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2504.52 | 2450.38 | 2838.72 | 3235.64 | 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 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 9871.51 | 11223.15 | 12758.08 | 14366.86 | 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% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 2533.31 | 2596.51 | 2744.01 | 2873.35 | 每股收益 | 3.13 | 3.13 | 3.33 | 3.51 |
| PE | 13.12 | 13.08 | 12.30 | 11.68 | 每股净资产 | 15.09 | 17.16 | 19.51 | 21.97 |
| PB | 2.72 | 2.39 | 2.10 | 1.87 | 每股经营现金 | 2.69 | 1.90 | 2.54 | 2.41 |
| PS | 3.64 | 3.42 | 3.13 | 2.86 | 每股股利 | 0.90 | 0.99 | 1.00 | 1.06 |
| EV/EBITDA | 9.76 | 9.32 | 8.45 | 7.76 | | | | | |
| 股息率 | 2.20% | 2.42% | 2.43% | 2.58% | | | | | |

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 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 高级销售经理 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 15558686883 | 15558686883 | ybz@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 孙瑶瑶 | 销售经理 | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |