

## 东阿阿胶(000423)/医药生物

## 调整期业绩平稳, 四季度趋势好转

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 47.53

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

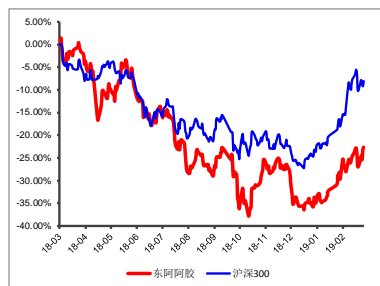
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	653.87
市价(元)	47.53
市值(百万元)	31085.64
流通市值(百万元)	31078.31

**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: 增长略低于预期, 品牌价值突出-增持-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20180501

2 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

3 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

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7372.34	7338.32	7375.57	7697.92	8075.65
增长率 yoy%	16.70%	-0.46%	0.51%	4.37%	4.91%
净利润	2044.35	2084.87	2236.31	2380.90	2538.10
增长率 yoy%	10.36%	1.98%	7.26%	6.47%	6.60%
每股收益(元)	3.13	3.19	3.42	3.64	3.88
每股现金流量	2.69	1.54	4.15	3.21	3.22
净资产收益率	20.77%	18.45%	16.52%	15.57%	14.83%
P/E	15.21	14.91	13.90	13.06	12.25
PEG	1.47	7.52	1.91	2.02	1.86
P/B	3.16	2.75	2.30	2.03	1.82

备注:

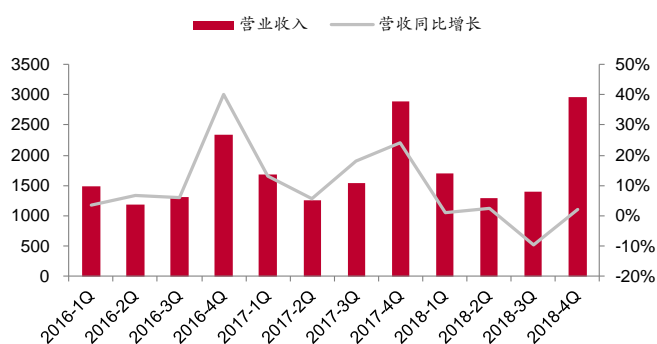
**投资要点**

- **事件:**公司公告 2018 年年度报告, 实现营业收入 73.38 亿元, 同比下滑 0.46%; 实现归母净利润 20.85 亿元, 同比增长 1.98%; 实现扣非净利润 19.15 亿元, 同比下滑 2.32%。
- **点评:**
- **四季度收入、利润趋势好转。**四季度是公司传统销售旺季, 2018 年 Q4 公司实现收入 29.54 亿元, 同比增长 2.17%, Q4 占全年收入比例达到 40.3%。Q4 扭转 Q3 收入下滑趋势, 归母净利润同比增长 7.78%。
- **阿胶系列受渠道调整影响, 价提而量缩, 收入保持平稳。**公司 2018 年阿胶系列产品实现营业收入 63.17 亿元, 收入占比达到 86.08%, 同比增长 0.44%。阿胶系列继续价值回归; 2017 年 11 月底, 东阿阿胶、复方阿胶浆出厂价分别上调 10%、5%, 2018 年 12 月底, 东阿阿胶出厂价上调 6%。2018 年实现销售 8188 吨, 同比下滑 11.04%。2018 年是公司的“重塑之年”, 对产品渠道等进行了重大调整, 其中复方阿胶浆受影响较大, 出厂量下滑。
- 2018 年公司整体毛利率为 65.99%; 其中阿胶系列毛利率为 74.98%, 同比上升 1.34pct, 与公司阿胶系列产品提价有关。销售费用率 24.2%, 管理费用率 4.94%, 销售费用率、管理费用率同比保持平稳。研发费用支出 2.41 亿元, 同比增长 6.78%, 占营业收入比例 3.28%。经营性现金净流入 10.09 亿元, 同比下滑 42.58%, 主要是本期销售收到银行承兑汇票尚未到期托收影响。
- 2018 年, 东阿阿胶与韩国高丽参品牌老字号韩国人参公社(正官庄)签署战略合作协议, 在渠道、原料、研发、生产、营销等方面展开进一步战略合作。公司的国际化跨出一步, 同时未来公司有望进入更多滋补品市场实现产品线的丰富。
- **盈利预测与估值:** 预计 2019-2021 年, 营业收入分别为 73.76、76.98 和 80.76 亿元; 实现归母净利润为 22.36、23.81 和 25.38 亿元, 同比分别增长 7.26%、6.47%和 6.60%。目前公司股价对应 2019-2021 年 PE 为 14 倍、13 倍和 12 倍。公司产品品牌力卓越, 经营现金流好, 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

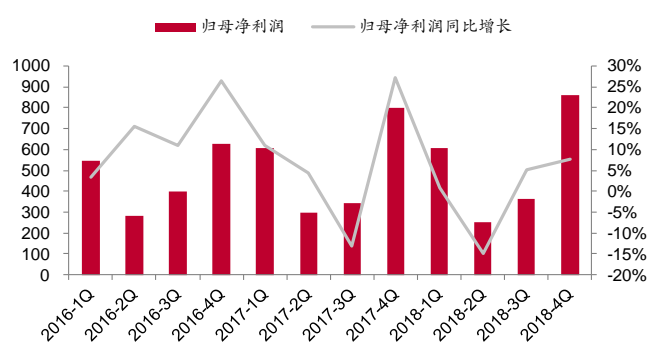
**图表 1: 东阿阿胶分季度财务指标 (百万元)**

	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q
营业收入	1483.07	1191.28	1310.32	2332.46	1676.34	1258.05	1546.55	2891.40	1695.87	1290.11	1398.30	2954.03
营收同比增长	3.56%	6.82%	5.88%	40.10%	13.03%	5.61%	18.03%	23.96%	1.17%	2.55%	-9.59%	2.17%
营收环比增长	-10.92%	-19.68%	9.99%	78.01%	-28.13%	-24.95%	22.93%	86.96%	-41.35%	-23.93%	8.39%	111.26%
营业成本	406.90	422.26	494.56	763.80	489.57	504.42	597.70	985.27	557.72	541.28	463.80	932.94
销售费用	320.37	323.68	287.86	686.02	371.62	339.09	417.26	677.20	306.81	384.04	435.39	649.84
管理、研发费用	102.22	96.68	119.07	174.87	97.39	88.28	121.05	271.34	98.35	107.46	115.18	282.31
财务费用	-4.73	-8.27	-2.58	-0.92	-2.59	-3.70	5.80	12.28	-0.04	9.58	-5.15	11.27
营业利润	646.29	339.64	467.25	707.76	713.32	347.23	408.15	941.00	715.67	309.42	418.00	997.47
利润总额	651.04	340.69	470.69	733.76	716.41	351.53	403.70	936.50	716.73	307.69	420.36	999.09
所得税	103.41	54.88	73.31	109.44	111.30	53.97	57.00	141.88	110.35	49.94	58.91	138.06
归母净利润	544.38	284.57	396.97	626.54	604.57	296.90	345.13	797.76	609.42	252.84	362.82	859.79
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%	-14.84%	5.13%	7.78%

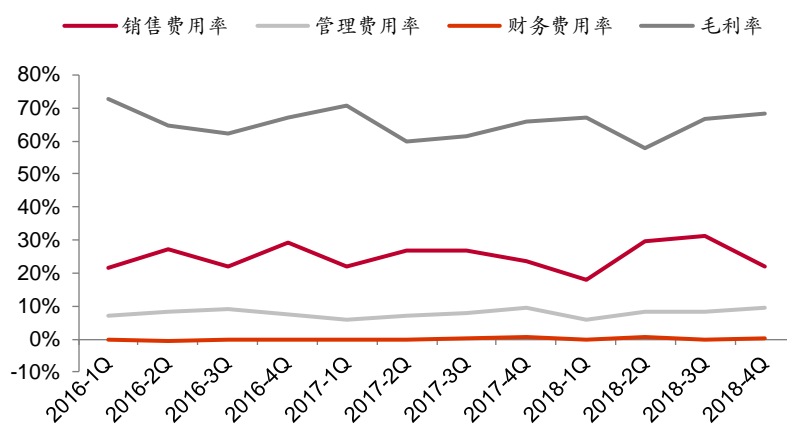
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 东阿阿胶分季度营业收入 (百万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 东阿阿胶分季度归母净利润 (百万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 东阿阿胶分季度毛利率、费用率情况**


来源: 公司公告, 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	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10768	12639	14463	16123	<b>营业收入</b>	7338	7376	7698	8076
现金	2136	4765	6187	7552	营业成本	2496	2567	2647	2742
应收账款	902	695	764	819	营业税金及附加	121	121	127	133
其他应收款	53	59	60	63	营业费用	1776	1807	1886	1979
预付账款	85	146	134	137	管理费用	363	406	423	444
存货	3367	3506	3602	3735	财务费用	16	-52	-82	-103
其他流动资产	4225	3468	3716	3817	资产减值损失	74	43	47	50
<b>非流动资产</b>	3102	3254	3384	3503	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	217	217	217	217	投资净收益	165	140	145	147
固定资产	1734	1911	2060	2188	<b>营业利润</b>	2441	2624	2795	2978
无形资产	421	412	403	394	营业外收入	11	13	11	11
其他非流动资产	729	713	704	704	营业外支出	7	6	6	6
<b>资产总计</b>	13870	15893	17847	19626	<b>利润总额</b>	2444	2631	2799	2983
<b>流动负债</b>	2466	2256	2454	2405	所得税	357	393	416	443
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	2087	2238	2383	2540
应付账款	0	74	38	46	少数股东损益	2	2	2	2
其他流动负债	2466	2182	2416	2359	<b>归属母公司净利润</b>	2085	2236	2381	2538
<b>非流动负债</b>	75	70	69	72	EBITDA	2576	2698	2853	3029
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.19	3.42	3.64	3.88
其他非流动负债	75	70	69	72					
<b>负债合计</b>	2541	2326	2523	2476	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	27	29	31	33	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	654	654	654	654	<b>成长能力</b>				
资本公积	691	691	691	691	营业收入	-0.5%	0.5%	4.4%	4.9%
留存收益	9940	12194	13949	15772	营业利润	1.3%	7.5%	6.5%	6.6%
归属母公司股东权益	11302	13538	15293	17117	归属于母公司净利润	2.0%	7.3%	6.5%	6.6%
<b>负债和股东权益</b>	13870	15893	17847	19626	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	66.0%	65.2%	65.6%	66.0%
					净利率(%)	28.4%	30.3%	30.9%	31.4%
					ROE(%)	18.4%	16.5%	15.6%	14.8%
					ROIC(%)	24.1%	26.4%	26.8%	27.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	18.3%	14.6%	14.1%	12.6%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.37	5.60	5.89	6.70
					速动比率	3.00	4.05	4.43	5.15
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.50	0.46	0.43
					应收账款周转率	10	9	10	10
					应付账款周转率	-	69.53	47.32	65.22
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	3.19	3.42	3.64	3.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	4.15	3.21	3.22
					每股净资产(最新摊薄)	17.28	20.70	23.38	26.17
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.91	13.90	13.06	12.25
					P/B	2.75	2.30	2.03	1.82
					EV/EBITDA	11	11	10	9

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1009	2713	2099	2108
净利润	2087	2238	2383	2540
折旧摊销	120	126	140	154
财务费用	16	-52	-82	-103
投资损失	-165	-140	-145	-147
营运资金变动	-1124	549	-202	-340
其他经营现金流	76	-8	5	4
<b>投资活动现金流</b>	64	-137	-132	-133
资本支出	249	261	262	263
长期投资	220	2	-1	0
其他投资现金流	534	126	129	131
<b>筹资活动现金流</b>	-663	53	-544	-611
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-662	53	-544	-611
<b>现金净增加额</b>	411	2629	1422	1364

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。