

东阿阿胶 (000423.SZ) 增持 (维持评级)

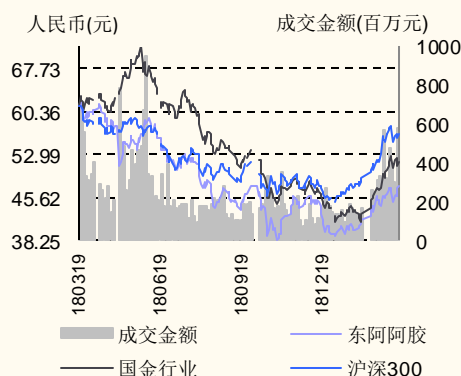
公司点评

市场价格 (人民币): 47.53 元

公司“重塑年”，华润增持显信心

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)	29,986.89
年内股价最高最低(元)	62.35/38.25
沪深 300 指数	3724.19
深证成指	9592.06



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	3.126	3.188	3.296	3.389	3.531
每股净资产(元)	15.05	17.28	19.58	21.97	24.50
每股经营性现金流(元)	2.69	1.54	2.43	2.39	2.35
市盈率(倍)	19.28	12.41	14.42	14.02	13.46
净利润增长率(%)	10.36%	1.98%	3.38%	2.85%	4.18%
净资产收益率(%)	20.77%	18.45%	16.83%	15.43%	14.41%
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 年年报, 公司实现营业收入 73.38 亿元、归母净利润 20.85 亿元、扣非归母净利润 19.15 亿元, 同比增长分别为-0.46%、1.98%、-2.32%。
- 四季度单季度实现收入 29.54 亿元、归母净利润 8.60 亿元、扣非归母净利润 8.23 亿元, 同比增长 2.17%、7.78%、4.80%。

经营分析

- 2018 年为“重塑之年”，营销、渠道等进行调整：
 - 2018 年为东阿阿胶的重塑之年, 公司围绕“重塑组织、重塑文化”开展工作, 重心由“价值回归”转向推动放量, 并进行营销、渠道改革
 - 分产品看: 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 2.34pct 至 76.88%, 收入同比增速-1.49%。阿胶块于 2018 年 12 月提价 6%, 2018 年整体销量平稳; 阿胶浆受渠道调整及医保影响, 整体销量下滑, 公司在原 48 支基础上, 推出 24 支包装推动销售; 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 2018 年研发费用同比增长 6.78%, 聚焦阿胶主业, 做大阿胶品类, 拓展“阿胶+”, 已开发阿胶速溶块等新产品; 同时开展多项临床研究, 为学术营销提供科研数据支撑。
- 华润继续增持, 彰显股东信心:
 - 2018 年华润医药投资对公司多次增持, 总计增持 9,601,872 股。截止 2018 年末, 华润医药投资直接与间接持有公司 21.22% 股份, 华润医药投资与其一致行动人华润东阿阿胶合计持有东阿阿胶总股本 31.26%。

盈利调整

- 依据公司经营情况, 我们调整盈利预测, 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 3.30/3.39/3.53 元, 对应当前股价 PE 为 14.4/14.0/13.5 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.《从“价值回归”到推动放量, 渠道调整阵痛期 - 东阿阿胶公司点评》, 2018.10.30
- 2.《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

许菲菲

联系人
(8621)61038276
xufeifei@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
liiind@aiza.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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,317	7,372	7,338	7,519	7,652	7,913	货币资金	1,415	1,725	2,136	2,787	3,469	4,182
增长率	16.7%	-0.5%	2.5%	1.8%	3.4%		应收款项	518	1,116	2,458	2,511	2,577	2,686
主营业务成本	-2,088	-2,577	-2,496	-2,456	-2,478	-2,545	存货	3,014	3,607	3,367	3,566	3,666	3,835
%销售收入	33.0%	35.0%	34.0%	32.7%	32.4%	32.2%	其他流动资产	2,636	3,192	2,807	2,869	2,969	3,103
毛利	4,230	4,795	4,843	5,062	5,174	5,368	流动资产	7,583	9,640	10,768	11,733	12,681	13,806
%销售收入	67.0%	65.0%	66.0%	67.3%	67.6%	67.8%	%总资产	76.2%	77.9%	77.6%	77.7%	78.2%	79.1%
营业税金及附加	-70	-92	-121	-124	-126	-130	长期投资	152	178	368	408	438	458
%销售收入	1.1%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	1,739	1,941	2,031	2,245	2,393	2,478
营业费用	-1,618	-1,805	-1,776	-1,917	-1,951	-2,018	%总资产	17.5%	15.7%	14.6%	14.9%	14.8%	14.2%
%销售收入	25.6%	24.5%	24.2%	25.5%	25.5%	25.5%	无形资产	225	370	466	468	474	480
管理费用	-493	-578	-603	-620	-631	-652	非流动资产	2,367	2,736	3,102	3,359	3,542	3,653
%销售收入	7.8%	7.8%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	%总资产	23.8%	22.1%	22.4%	22.3%	21.8%	20.9%
息税前利润 (EBIT)	2,049	2,320	2,342	2,402	2,466	2,568	资产总计	9,950	12,376	13,870	15,092	16,223	17,459
%销售收入	32.4%	31.5%	31.9%	31.9%	32.2%	32.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	17	-12	-16	25	31	38	应付款项	1,240	1,987	1,574	1,542	1,501	1,179
%销售收入	-0.3%	0.2%	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	251	455	892	643	252	154
资产减值损失	-10	-35	-74	-1	0	0	流动负债	1,491	2,441	2,466	2,186	1,753	1,333
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	107	120	165	100	100	100	其他长期负债	73	63	75	75	75	75
%税前利润	4.9%	5.0%	6.8%	4.0%	3.8%	3.7%	负债	1,563	2,505	2,541	2,261	1,828	1,408
营业利润	2,163	2,410	2,441	2,526	2,597	2,706	普通股股东权益	8,359	9,844	11,302	12,803	14,366	16,021
营业利润率	34.2%	32.7%	33.3%	33.6%	33.9%	34.2%	少数股东权益	27	27	27	28	29	30
营业外收支	33	-2	3	0	0	0	负债股东权益合计	9,950	12,376	13,870	15,092	16,223	17,459
税前利润	2,196	2,408	2,444	2,526	2,597	2,706	比率分析						
利润率	34.8%	32.7%	33.3%	33.6%	33.9%	34.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-341	-364	-357	-369	-380	-396	每股指标						
所得税率	15.5%	15.1%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益	2.832	3.126	3.188	3.296	3.389	3.531
净利润	1,855	2,044	2,087	2,156	2,218	2,310	每股净资产	12.781	15.052	17.281	19.576	21.966	24.497
少数股东损益	3	0	2	1	1	1	每股经营现金净流	0.955	2.687	1.543	2.434	2.391	2.348
归属于母公司的净利润	1,852	2,044	2,085	2,155	2,217	2,309	每股股利	0.700	0.800	1.000	1.000	1.000	1.000
净利率	29.3%	27.7%	28.4%	28.7%	29.0%	29.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.16%	20.77%	18.45%	16.83%	15.43%	14.41%
净利润	1,855	2,044	2,087	2,156	2,218	2,310	总资产收益率	18.62%	16.52%	15.03%	14.28%	13.66%	13.23%
少数股东损益	3	0	2	1	1	1	投入资本收益率	20.64%	19.95%	17.65%	15.98%	14.63%	13.66%
非现金支出	116	147	194	129	144	158	增长率						
非经营收益	-130	-127	-148	-100	-100	-100	主营业务收入增长率	15.92%	16.70%	-0.46%	2.46%	1.77%	3.41%
营运资金变动	-1,216	-306	-1,124	-593	-698	-833	EBIT增长率	16.68%	13.22%	0.96%	2.54%	2.67%	4.11%
经营活动现金净流	625	1,757	1,009	1,592	1,564	1,536	净利润增长率	14.00%	10.36%	1.98%	3.38%	2.85%	4.18%
资本开支	-349	-312	-248	-345	-298	-249	总资产增长率	15.57%	24.39%	12.07%	8.81%	7.50%	7.62%
投资	-69	-627	220	-40	-30	-20	资产管理能力						
其他	89	105	92	100	100	100	应收账款周转天数	20.0	22.1	35.0	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-330	-834	64	-285	-228	-169	存货周转天数	414.4	468.9	510.0	530.0	540.0	550.0
股权募资	0	1	0	0	0	0	应付账款周转天数	46.2	84.2	76.0	40.0	40.0	38.0
债权募资	22	0	-42	0	0	0	固定资产周转天数	82.9	85.3	88.3	95.1	99.1	98.4
其他	-561	-613	-621	-656	-654	-654	偿债能力						
筹资活动现金净流	-539	-613	-663	-656	-654	-654	净负债/股东权益	-16.87%	-17.48%	-18.85%	-21.72%	-24.10%	-26.05%
现金净流量	-244	311	411	651	682	713	EBIT利息保障倍数	-124.2	196.9	149.5	-97.6	-78.8	-67.1
							资产负债率	15.71%	20.24%	18.32%	14.98%	11.27%	8.07%

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	3	3	6	7	9
增持	0	0	1	1	3
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.38	1.33	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。

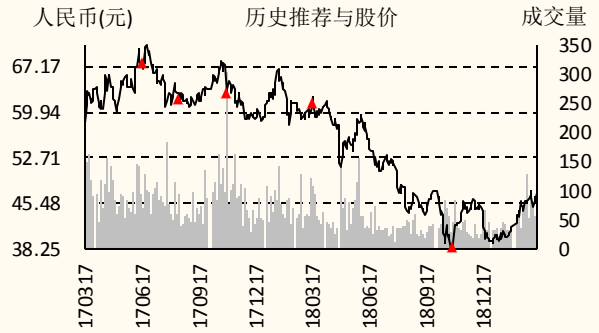
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2018-10-30	增持	38.25	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