

公司研究/首次覆盖

2017年03月13日

医药生物/中药 II

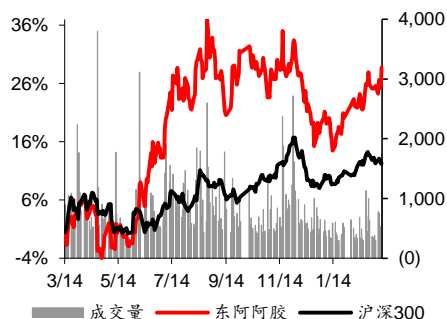
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 58.33
合理价格区间(元): 68~81

姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

阿胶领袖：价值回归，业绩提速

东阿阿胶(000423)

价值回归助力阿胶龙头“十三五”业绩翻倍

公司自 2006 年实行文化传承和价值回归以来，净利从 1.5 亿元增至 19 亿元，市值从 18 亿元增至 360 亿元，品牌价值从 28 亿元升至 142 亿元（世界品牌实验室），成为阿胶行业绝对龙头。未来公司将继续传承阿胶文化、延续价值回归，聚焦阿胶块、阿胶浆、桃花姬三大产品，16A-20E 收入/利润 CAGR 有望在 15/18%，推动 2020 年收入、利润较 2015 年翻番。

在文化传承中提升品牌价值

为传承国家级非物质文化遗产—阿胶，公司坚持以质取胜、严控生产、积极创新，为传承文化奠基。同时，公司以文化体验旅游等多种形式积极宣传阿胶文化，推动阿胶品牌价值从 2006 年 28 亿元增至 2016 年 142 亿元。

持续价值回归，引领阿胶行业发展

公司自实行价值回归战略以来，将阿胶块单位公斤出厂价从 2006 年的不足 200 元提至 2016 年的超 3000 元，显著改善公司盈利能力并重构消费群体。而公司将终端提价所得利润向上传导，持续反哺上游、促进阿胶行业发展。基于原料供给紧张（毛驴存栏量年均萎缩 3%）、需求趋稳（已定位于高端人群）、价值低估（对标同类滋补品有提价空间），我们认为公司作为阿胶行业领袖，将延续价值回归战略，引领阿胶行业发展，并持续受益。

阿胶块稳健增长、阿胶衍生品量价齐升，推动营收 2020 年破百亿

公司实行单焦点、多品牌战略，立足于核心产品阿胶块（16 年收入近 35 亿元），陆续开发了阿胶浆与桃花姬两大衍生品（16 年收入分别超 13 亿元、4 亿元）。未来我们认为，阿胶块将继续温和提价，16A-20E 收入 CAGR 在 8-12%，阿胶浆完成去药化后、有望在 OTC 渠道依靠品牌溢价实现量价齐升，16A-20E 收入 CAGR 20-25%，桃花姬定位于保健食品、将借助双品牌优势与双渠道拓展，16A-20E 收入 CAGR 25-30%，预计阿胶系列产品 16A-20E 收入 CAGR 超 15%，推动公司营收规模 2020 年破百亿。

看好公司长期发展，华润未来有望持续增持

基于对公司发展前景的看好，控股股东华润医药投资近一年累计增持公司近 3300 万股，占公司总股本的 5%。而公司作为华润医药发展品牌中药的重要平台，控股比例仍为同侪（华润三九、华润双鹤）最低。未来我们认为，华润集团将大概率继续增持公司股份。

首次覆盖给予“增持”评级

我们看好公司的品牌价值与价值回归战略，并认为阿胶系列产品将持续推动公司业绩成长。预计 17/18/19 年收入 78/89/100 亿元，净利 22/26/31 亿元，对于 EPS 为 3.41/4.02/4.69 元，同比增速 20%/18%/17%。目前股价对应 PE 17/14/12 倍。考虑价值回归将持续并参考可比公司估值，给予公司 2017 年 20-24 倍 PE，目标价 68-81 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：毛驴养殖不达预期，消费者流失超预期，渠道拓展不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	654.02
流通 A 股 (百万股)	653.87
52 周内股价区间 (元)	44.07-62.10
总市值 (百万元)	38,149
总资产 (百万元)	9,950
每股净资产 (元)	12.78

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,450	6,317	7,756	8,879	9,979
+/-%	35.94	15.92	22.78	14.47	12.40
净利润 (百万元)	1,625	1,852	2,230	2,629	3,066
+/-%	19.00	14.00	20.39	17.87	16.64
EPS (元)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69
PE (倍)	23.48	20.59	17.11	14.51	12.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心投资逻辑	5
阿胶行业龙头，持续推进文化传承与价值回归	6
在文化传承中提升品牌价值	8
严控生产，融入创新，以质取胜	8
多平台宣扬阿胶文化，不断提升公司品牌价值	8
高举价值回归旗帜，持续推动阿胶行业发展	9
价值回归持续反哺上游毛驴养殖、促进阿胶行业发展	9
国内驴皮供给紧缺的局面短期内难以缓解	9
激励农户+自建基地+布局海外，三重手段协同缓解供给问题	10
价值回归改善公司盈利能力、重构消费群体、引领行业繁荣	11
价值回归显著改善公司盈利能力	11
重构终端，锁定发达地区的高端消费人群	12
引领行业繁荣，巩固龙头地位	12
未来公司将延续阿胶的价值回归	13
阿胶块温和增长，阿胶衍生品量价齐升	14
以阿胶为代表的补血类中成药市场潜力巨大	14
阿胶块温和提价、温和增长	15
阿胶衍生产品有望借助渠道拓展与品牌优势实现快速放量	16
阿胶浆有望在 OTC 渠道中实现量价齐升	17
双品牌+双渠道，桃花姬或将快速成长	18
看好公司长期发展，控股股东持续增持	19
盈利预测与估值讨论	20
盈利预测	20
估值讨论	20
PE/PB - Bands	21
风险提示	21

图表目录

图表 1： 价值回归持续改善公司盈利能力	5
图表 2： 价值回归推动阿胶行业持续扩容	5
图表 3： 预计阿胶系列产品 2020 年收入超 90 亿元	5
图表 4： 公司是华润集团旗下发展品牌中药的重要平台	6
图表 5： 价值回归战略下公司营收/净利 06-16 CAGR 达 19%/27%	6
图表 6： 价值回归战略下公司 2016 年总市值达到 360 亿元	6
图表 7： 阿胶系列产品是公司最主要的业绩来源	6
图表 8： 2016 年阿胶块收入约占阿胶系列产品近 65%	6

图表 9: 目前公司的控股股东是华润医药投资有限公司.....	7
图表 10: 公司在原料、加工等各个生产环节具备绝对优势.....	8
图表 11: 竞品质量问题频出.....	8
图表 12: 自实行价值回归以来公司核心产品阿胶块提价频繁.....	9
图表 13: 国内毛驴存栏量未来每年将以 3% 的速度萎缩.....	9
图表 14: 受供给紧缺影响, 驴皮价格近年来不断走高.....	9
图表 15: 公司首创毛驴活体循环开发, 提高养驴收益 5-6 倍.....	10
图表 16: 公司与银行、政府合作, 联合给予农户支持.....	10
图表 17: 公司已在 14 省建立 20+ 处毛驴养殖基地.....	11
图表 18: 公司通过直接购买和供应链延伸两种方式布局海外驴皮.....	11
图表 19: 价值回归战略下公司归母净利润与经营活动现金流持续增加.....	11
图表 20: 价值回归战略下公司毛利率、净利率、ROE 显著改善.....	11
图表 21: 公司将销售地区重心逐步转移至华东地区.....	12
图表 22: 华东地区是我国人均可支配收入最高的地区.....	12
图表 23: 我国阿胶类产品市场规模已达 278 亿元.....	12
图表 24: 公司产品已定位高端且销售收入远高于绝大部分同业.....	12
图表 25: 阿胶企业绝大部分存在生产不规范的问题.....	13
图表 26: 随着阿胶产能逐步出清, 公司市场份额有望扩大.....	13
图表 27: 2016 年北上广三地新社会阶层家庭年支出超 13 万元.....	13
图表 28: 阿胶块年支出仅占北上广三地新社会阶层饮食年支出的 4%.....	13
图表 29: 阿胶块对标同类贵细滋补品仍有提价空间.....	13
图表 30: 2016-2020 年公司将聚集于阿胶块、阿胶浆、桃花姬三大产品.....	14
图表 31: 2020 年阿胶系列产品收入将超 90 亿元.....	14
图表 32: 2020 年阿胶系列产品收入结构将趋于 50: 35: 15.....	14
图表 33: 2015 年样本零售药店中补血类中成药约占 13%.....	14
图表 34: 2015 年公司产品在样本零售药店补血中成药合计份额近 75%.....	14
图表 35: 我国 25-29 岁、45-55 岁、60-70 岁的女性人口数量正在增加.....	15
图表 36: 我国阿胶类产品市场规模 2020 年将达 524 亿元.....	15
图表 37: 公司阿胶块产分为红标、金标、精装、礼品装、九朝贡胶 5 个品类.....	15
图表 38: 公司阿胶块的量价关系图.....	16
图表 39: 公司阿胶块销量受提价影响正在减小.....	16
图表 40: 阿胶块定位的四省两市是我国较为发达的六个地区.....	16
图表 41: 阿胶浆主要用于补气养血、免疫调节.....	17
图表 42: “去药化”推动复方阿胶浆 2016 年收入超 13 亿元.....	17
图表 43: “去药化”推动复方阿胶浆 2015-2016 年实现量价齐升.....	17
图表 44: 复方阿胶浆价格仍有上行空间.....	17
图表 45: 桃花姬是阿胶糕中的明星产品.....	18
图表 46: 桃花姬受制于商超渠道上市以来仅有 3 次提价.....	18
图表 47: 董监高与控股股东陆续增持公司股份.....	19
图表 48: 截至目前公司是华润医药持股比例最低的上市控股子公司.....	19
图表 49: 阿胶系列产品在品牌优势下保持增长势头.....	20

图表 50: 公司 2015A-2019E 年财务估值模型核心要素预测	20
图表 51: 2012 年后由于业绩增速换挡, 公司市盈率走低	20
图表 52: 2012 年以来公司估值水平与业绩增速同步波动	20
图表 53: 可比公司估值情况	21
图表 54: 近三年公司股息收益率高于行业平均水平	21
图表 55: 东阿阿胶历史 PE-Bands	21
图表 56: 东阿阿胶历史 PB-Bands	21

核心投资逻辑

我们看好东阿阿胶作为阿胶行业领袖，自2006年以来持续推进的价值回归战略，并认为，阿胶价格天花板尚未到来，公司将延续价值回归战略、引领阿胶行业发展。其中，我们判断未来阿胶块温和增长、阿胶浆量价齐升、桃花姬快速成长，助推公司“十三五”（2020年）业绩较“十二五”（2015年）翻倍，公司营收规模大概率破百亿。

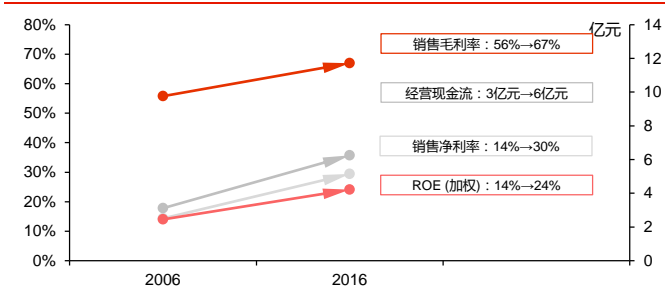
为何实行价值回归？

- ▶ 重塑价值：公司致力于使阿胶的价值体系重回古时滋补国宝之定位；
- ▶ 反哺上游：公司通过终端提价而抬高驴皮价格，反哺上游养驴、推动阿胶行业发展。

价值回归影响几何？

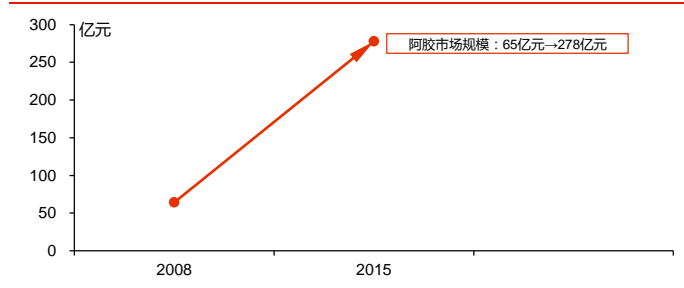
- ▶ 改善公司盈利能力：公司毛利率、净利率、ROE、CFO等盈利指标有所改善；
- ▶ 扎根高端消费人群：终端提价已重塑消费群体，将产品定位于高端消费市场；
- ▶ 引领阿胶市场繁荣：提价为中低端产品腾出市场空间，协同引领阿胶市场繁荣。

图表1：价值回归持续改善公司盈利能力



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表2：价值回归推动阿胶行业持续扩容



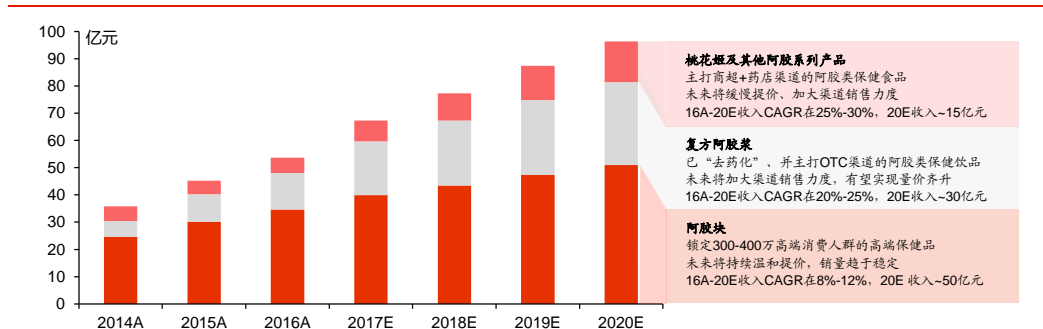
资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

为何价值回归将持续？

- ▶ 原料供给紧缺：国内毛驴存栏量以3%萎缩，行业整体仍处于供不应求的状态；
- ▶ 终端需求趋稳：公司已重构消费群体，定位于价格敏感度更低的高端消费人群；
- ▶ 阿胶价值低估：阿胶对鹿茸、人参等同类贵细滋补品，仍有提价空间。

产品上，公司采取“单焦点、多品牌”战略，围绕核心产品阿胶块，相继开发阿胶浆、桃花姬等阿胶衍生品，形成阿胶系列产品，成为公司最主要的业绩来源，2016年收入/毛利占比分别为85%/94%。未来我们预计，阿胶系列产品作为公司核心收入，16A-19E CAGR超15%，2020年收入超90亿元。

图表3：预计阿胶系列产品2020年收入超90亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们看好公司的品牌价值和价值回归战略，并认为阿胶系列产品将持续推动公司业绩成长。预计17/18/19年收入78/89/100亿元，净利22/26/31亿元，对于EPS为3.41/4.02/4.69元，同比增速20%/18%/17%。目前股价对应PE 17/14/12倍。考虑公司将持续价值回归并参考可比公司估值，给予公司2017年20-24倍PE，目标价68-81元，首次覆盖给予“增持”评级。

阿胶行业龙头，持续推进文化传承与价值回归

东阿阿胶成立于1993年，前身系山东东阿阿胶厂。1996年，公司登陆资本市场，并在2004-2006年完成股改、管理层更换等重大事宜。2006年，华润入主，公司成为华润集团发展品牌中药的重要平台。

图表4：公司是华润集团旗下发展品牌中药的重要平台

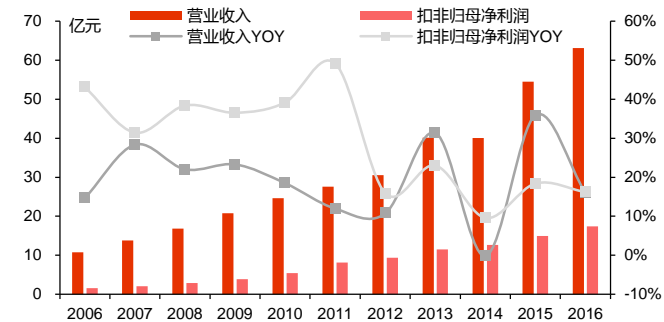


1952	公司前身山东东阿阿胶厂成立
1993	公司由国有企业改组为股份制企业
1996	公司在深圳交易所挂牌上市，宣告登陆资本市场
2006	公司完成股份制改革与管理层更换
2006	华润入主，公司成为华润医药集团旗下发展品牌中药平台

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

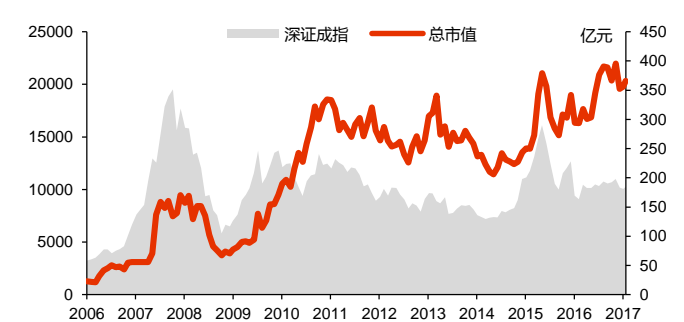
2006年，阿胶工艺传人秦玉峰出任总经理后，公司主打阿胶的文化传承与价值回归战略，不断挖掘品牌价值、丰富阿胶产品群。在以总经理秦玉峰为核心的管理团队的带领下，公司营业收入从2006年的11亿元增至2016年的63亿元(CAGR近20%)，净利润从2006年的1.6亿元增至2016年的17亿元(CAGR达27%)。公司市值也从2006年的17.5亿元升至2016年的360亿元，品牌价值从28亿元提升到142亿元，成为阿胶行业领袖。

图表5：价值回归战略下公司营收/净利06-16 CAGR达19%/27%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

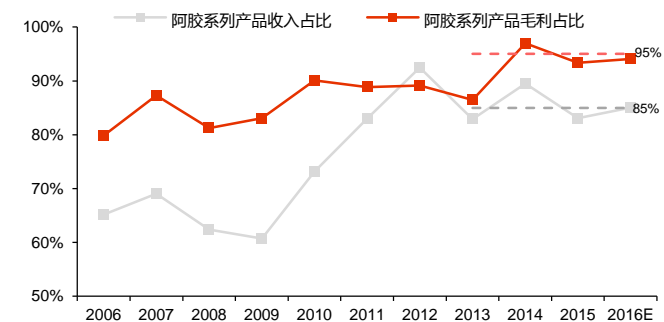
图表6：价值回归战略下公司2016年总市值达到360亿元



资料来源：Wind资讯，华泰证券研究所

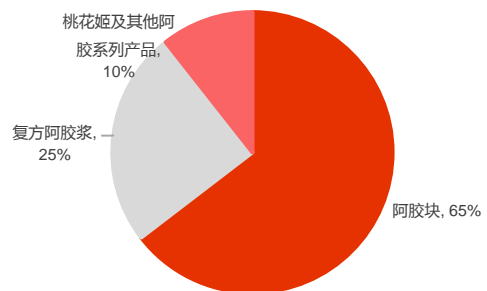
阿胶系列产品是公司的主要业绩来源。阿胶系列产品是公司最核心的产品，包括阿胶块与阿胶衍生产品（复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕），近年来收入贡献约在85%，毛利贡献约在95%。我们估算，2016年阿胶块/复方阿胶浆/桃花姬及其他阿胶系列收入分别占阿胶系列产品的65%/25%/10%。

图表7：阿胶系列产品是公司最主要的业绩来源



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

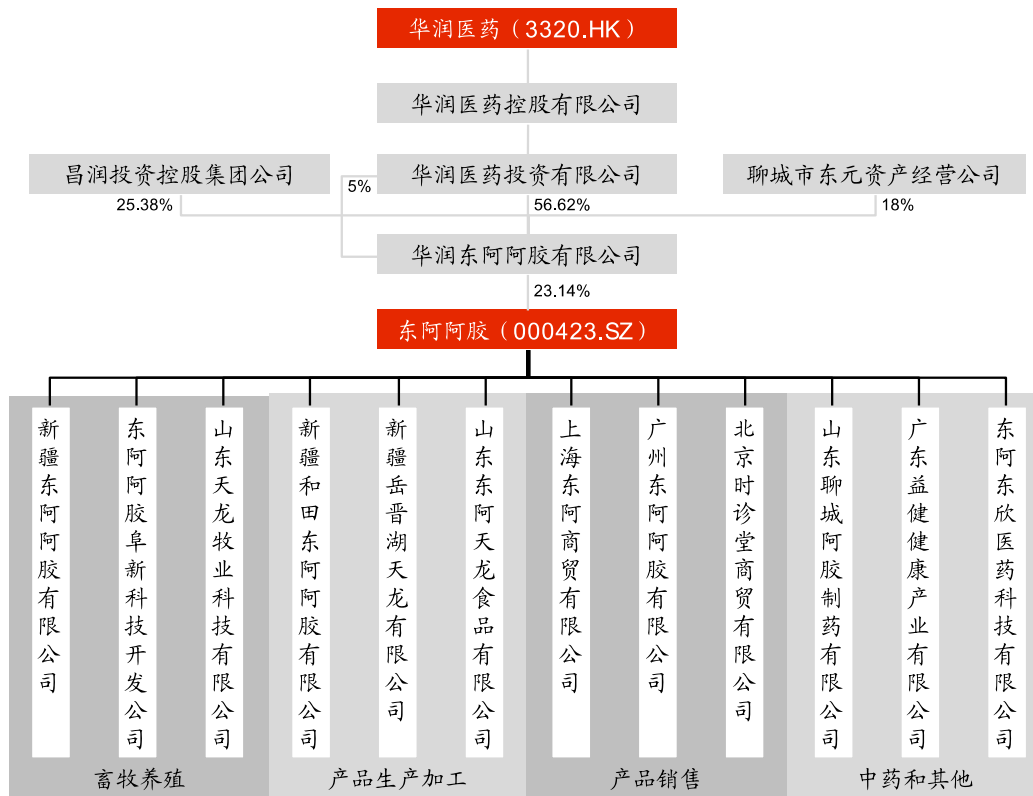
图表8：2016年阿胶块收入约占阿胶系列产品近65%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

公司的控股股东为华润医药投资有限公司。从股权结构来看，华润医药投资有限公司直接持有公司5%的股份，并通过华润东阿阿胶有限公司间接持有公司13.1%的股份，是公司的第一大股东。医药投资及其一致行动人华润东阿合计持有公司18406.25万股，占上市公司总股本28.14%。

图表9：目前公司的控股股东是华润医药投资有限公司



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们看好价值回归战略下阿胶系列产品的长期发展。价值回归战略执行十年以来，已显著改善公司盈利能力。未来，基于对供给状况（国内驴皮供给紧缺）、需求空间（高端人群需求趋稳）和价格空间（对标贵细滋补品尚存提价空间）的判断，我们认为公司将延续价值回归战略，三大主力产品中，阿胶块将保持温和增长态势，阿胶浆、桃花姬等衍生产品有望借助渠道的拓展实现量价齐升，阿胶系列产品16A-20E收入CAGR超15%、2020年规模超90亿元，推动公司2020年收入、利润有望较2015年双双翻倍。

在文化传承中提升品牌价值

为传承阿胶——国家级非物质文化遗产，公司严控生产制造环节，“以质取胜、以质求强”，并通过文化体验旅游等多种方式宣传阿胶文化，品牌价值从2006年的28亿元提升到2016年的142亿元。

严控生产，融入创新，以质取胜

公司坚持“以质取胜、以质求强”，严格把控生产各个环节，保证阿胶质量：

- ▶ **原料：全程溯源以控质量。**公司十分重视原料质量，坚持使用完整驴皮、对驴皮进行DNA鉴定并实施全过程驴皮溯源工程，同时使用东阿水作为制胶用水以保证质量；
- ▶ **生产：创新工艺以求效率。**公司不仅传承了千年阿胶独有的制作工艺，而且还作为行业标准的制定者和引领者，始终把科技创新作为保证品质、提高效率的核心手段。

图表10：公司在原料、加工等各个生产环节具备绝对优势

生产环节	公司优势
原料	
制胶驴皮	坚持采用保留有驴耳、驴头等显著标志的整张驴皮炼制（散碎驴皮在收购环节易掺假）实行RDIF溯源，并研发了DNA分子标记驴皮真伪鉴定技术，并实施全过程溯源工程
制胶用水	东阿水水质独特，密度稍高于蒸馏水，可在炼胶促进胶质、杂质分离 东阿水营养丰富，对心血管病等疾病有预防作用
加工	
标准制定	主持编写全国首部《阿胶生产工艺规程》《阿胶生产岗位操作法》
工艺创新	首创蒸球化皮、远红外烘干、紫外线杀菌、炼胶工艺终点判断等多项专有技术工艺 搭建多个全国唯一的技术平台，引领胶类中药生产自动化、智能化变革

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

以质取胜。由于阿胶行业门槛低、行业混乱，产品质量问题频出，甚至不乏来自福牌、同仁堂等知名厂家的产品。而公司作为行业领导者，坚持高于国家标准122项的内控标准进行加工生产，更是在标准更高的日本质检中，农残、兽药残留等243个项目中均为零检出。

图表11：竞品质量问题频出

品牌	事件
福牌	2002年，央视《焦点访谈》曝光山东福胶集团用马皮假冒驴皮作为原材料生产阿胶
同仁堂	2014年，第三方检测机构显示同仁堂阿胶样品在L-脯氨酸（阿胶质量的重要指标）上未达国家标准
东健	2016年，浙江药监局公布全省药品抽检核查情况，其中湖南东健药业生产的阿胶上黑榜

资料来源：华泰证券研究所

多平台宣扬阿胶文化，不断提升公司品牌价值

为传承千年阿胶文化，公司进行多渠道、全方位的消费者教育：

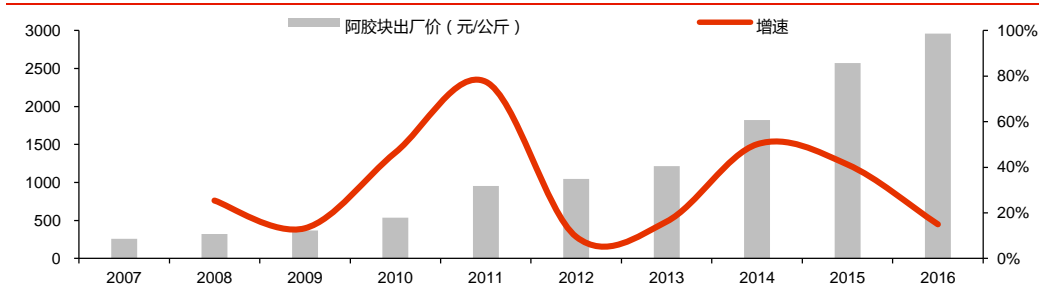
- ▶ **文化营销：**“出东阿，故名阿胶”“一盞阿胶常左右，扶元固本享太平”，公司积极收集并传播阿胶的相关诗文，为产品赋予文化，提升产品内涵与品牌溢价能力；
- ▶ **旅游营销：**借鉴海外成熟的工业体验旅游模式，投资建立阿胶博物馆、东阿阿胶城，打造生产车间观光体验等旅游项目，宣传高标准的制胶工艺的同时，促进了顾客到游客的转换，实现了从“文化营销”、“营销文化”到“文化体验营销”的跨越；
- ▶ **媒体营销：**产品登陆央视大型栏目《国宝档案》，同时广告植入《甄嬛传》《女医明妃传》等热播剧，在消费群体中成功塑造阿胶“滋补国宝”的形象；
- ▶ **终端营销：**公司在线下自营店免费提供代客熬胶、中医诊断等增值服务；并连续十年在冬至时节举办“阿胶滋补节”，通过节庆活动传播阿胶之养生滋补功效。

基于阿胶之千年文化，公司不断提升自身的品牌价值。根据World Brand Lab的《中国500最具价值品牌》，东阿阿胶的品牌价值从2006年的28亿元提升到2016年的142亿元。

高举价值回归旗帜，持续推动阿胶行业发展

为使阿胶重回滋补国宝之价值体系，并反哺上游养驴产业、推动阿胶行业发展，公司自2006年起实行价值回归战略。实行以来，核心产品阿胶块十年提价17次，衍生产品阿胶浆与桃花姬也进行不同幅度的提价。价值回归战略将产品定位于高端消费群体，因而显著改善公司盈利能力，并通过腾出中低端市场带动阿胶行业蓬勃发展、不断巩固龙头地位。未来，基于对供给状况（国内驴皮供给紧缺）、需求空间（高端人群需求趋稳）、价格空间（对标贵细滋补品尚存提价空间）的判断，我们认为公司将延续价值回归战略、引领行业发展，并持续受益。

图表12：自实行价值回归以来公司核心产品阿胶块提价频繁



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：出厂价系通过时间加权平均所得的年内平均价格

价值回归持续反哺上游毛驴养殖、促进阿胶行业发展

价值低估是价值回归的基础。阿胶具有两千余年的历史，古时为皇室专享，被誉为“滋补国宝”。若将阿胶在明朝的售价折算至今，单位市斤约在4000-6000元。而建国后，随着国营阿胶厂的流水线生产，阿胶产能大大增加，使得阿胶的价格严重低于内在价值。

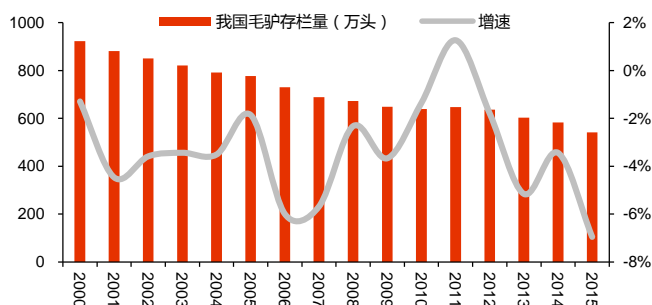
反哺上游、推动行业发展是价值回归的目的。2006年公司决定实行价值回归战略，通过终端提价，向上传导提价所得利润，主动抬高驴皮的收购价格，反哺上游毛驴养殖，改善驴皮供给紧缺的局面，身体力行推动阿胶行业发展。

国内驴皮供给紧缺的局面短期内难以缓解

养驴行业不景气，存栏量逐年下滑。受到农业机械化影响，毛驴不再是传统役用工具，而由于毛驴养殖综合收益低，农户养殖积极性不高，因此我国毛驴数量逐年下滑，存栏量已从2000年的922万头下滑到2015年的542万头，预计未来每年还将以3%的速度萎缩。

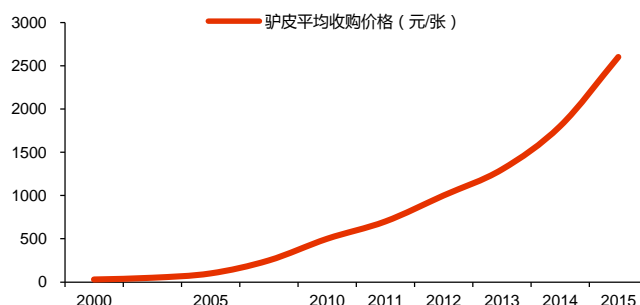
供给紧缺导致驴皮价格上涨。据山东阿胶行业协会统计，十五年来国内驴皮价格上涨近百倍，2015年平均收购价格超2600元。同时，协会估算，阿胶年产量超5000吨，对应所需驴皮约250万张，假以25%-30%出栏率，国内可供应驴皮仅在145-160万张，因此驴皮处于严重供不应求的状态。而倘若公司未发展上游，行业甚至会出现有求无供的危机。

图表13：国内毛驴存栏量未来每年将以3%的速度萎缩



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表14：受供给紧缺影响，驴皮价格近年来不断走高



资料来源：山东阿胶行业协会，华泰证券研究所

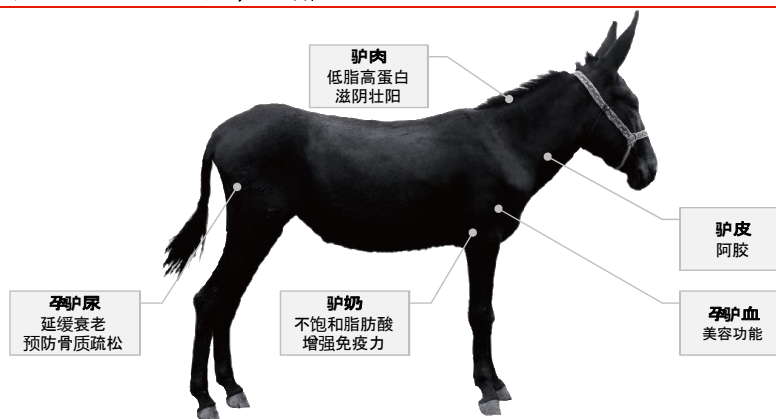
激励农户+自建基地+布局海外，三重手段协同缓解供给问题

公司通过阿胶块的终端提价，主动抬高驴皮的收购价格，以反哺上游。然而驴皮价值仅占整驴约四分之一，单纯驴皮涨价无法充分调动上游养殖积极性。因此公司采取“以肉谋皮、以工哺畜”的发展战略，通过鼓励农户养殖、自建养殖基地、海外进口驴皮等三重手段，努力缓解驴皮供给紧张。

1) 通过收益、政策两个维度激励农户养殖。

收益驱动：首创活体循环开发，扩大整驴经济价值。传统模式下，养驴年收益在 1600-1800 元。公司首创活体循环开发模式，将一次性杀驴取皮的收益模式转换为对驴肉、驴奶、孕驴血的活体开发，将整体收益提高 5-6 倍，从而提高农户养驴积极性。

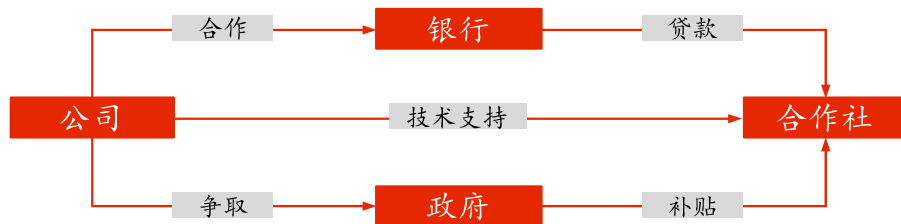
图表15： 公司首创毛驴活体循环开发，提高养驴收益 5-6 倍



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

政策驱动：联合政府、银行，给予养殖支持。1) 向政府争取经济补助，促使政策向驴业倾斜。如在山东聊城，养驴规模超 300 头的农户可享 10 万元补贴。2) 与银行合作，以公司银行存款作为担保，为农户争取贷款，鼓励农户参与毛驴养殖。

图表16： 公司与银行、政府合作，联合给予农户支持



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2) 自建养殖基地：掌握毛驴资源，提高定价权。公司积极自建养驴基地，截至 2015H1，已在全国 14 省市建立超过 20 个养殖基地，基地周边毛驴存栏 450 万头。目前，行业内只有公司一家企业实现了对上游的自行把控，因此享有极高的行业话语权和定价权。

- ▶ 2002 年起，公司开始在内蒙、新疆、山东等地区筹建养驴基地，设立良种驴改良站；
- ▶ 2012 年，公司投资 4.5 亿元启动建设国内唯一的黑毛驴养殖中心，年产冻精细管 400 万支，满足 20 万头驴的改良；
- ▶ 2015 年起，公司计划五年内在聊城、蒙东辽西（内、辽两省的毛驴存栏量达全国的 32.24%）建设两个百万毛驴基地，若实现毛驴的大型规模化养殖，可大大缓解国内驴资源紧张的现状。

图表17: 公司已在 14 省建立 20+处毛驴养殖基地



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

3) 海外进口驴皮: 进口驴皮已占 40%。在国内供给不足的大背景下, 公司作为国内唯一具备海外驴皮进口资格的阿胶企业, 在南美、大洋州等地区通过直接收购、供应链延伸两种途径获取驴皮。目前, 公司海外驴皮占比已达 30%-40% (vs 2012 年 10%-15%), 一定程度上缓解驴皮紧张。短期, 国内驴皮仍紧缺, 预计公司将继续进口驴皮。

图表18: 公司通过直接购买和供应链延伸两种方式布局海外驴皮

方式一	直接收购驴皮		
	已与意大利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥等国家签订收购协议		
方式二	延伸供应链		
	地点	澳大利亚	墨西哥
	存栏	300 万	325 万
	时间	2015.05	2015.06
	方式	与北领地政府签署合作协议; 在北领地与墨西哥萨拉萨尔公司签署资源战略合作开发合作协议书; 由该公司在墨西哥开发资源	
	进展	购得当地 1250 平方公里土地	萨拉萨尔公司正在策划购买养殖基地

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

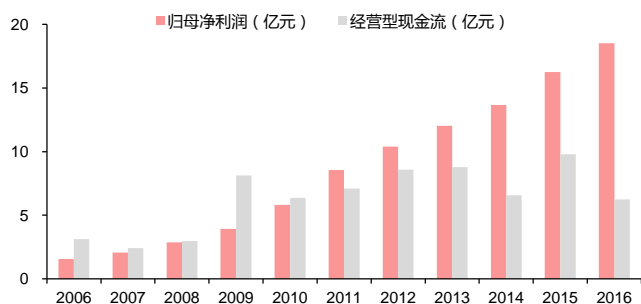
价值回归改善公司盈利能力、重构消费群体、引领行业繁荣

在价值回归战略下, 核心产品阿胶块十年来提价 17 次, 单位公斤出厂价从 2006 年的不足 200 元一路提升至 2016 年的超过 3000 元。随着阿胶块的提价, 公司盈利能力不断提高, 业绩亦快速增长 (净利润 06-16 CAGR 为 11%), 于此间产品扎根高端市场、完成消费群体的重构, 并腾出中低端市场空间、引入竞争者, 做大阿胶品类、引领阿胶行业繁荣。

价值回归显著改善公司盈利能力

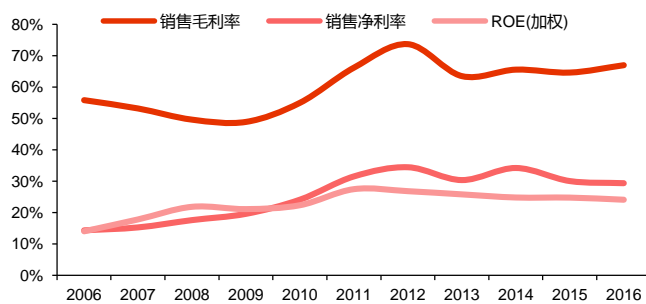
产品提价有效改善公司盈利能力。2006 年至 2016 年, 阿胶块单位公斤出厂价从不足 200 元一路提升至超过 3000 元, 对应总营收从 11 亿增长至 63 亿元, 归母净利润从 1.5 亿增长至近 19 亿元, 销售毛利率由 56% 提升至 67%, 销售净利率从 14% 提高至 29%, 经营性现金流从 3 亿元增加至 6 亿元, ROE 由 14% 提高到 24%, 公司整体盈利能力持续改善。

图表19: 价值回归战略下公司归母净利润与经营活动现金流持续增加



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表20: 价值回归战略下公司毛利率、净利率、ROE 显著改善



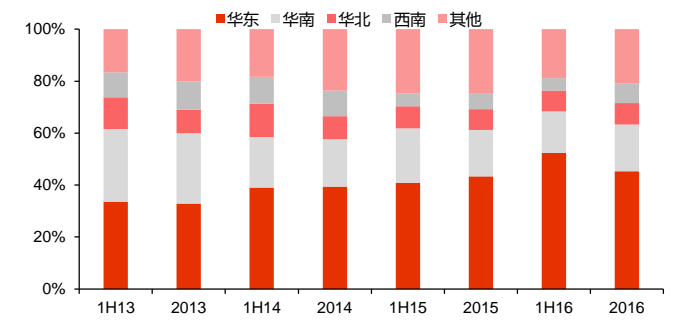
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

重构终端，锁定发达地区的高端消费人群

消费人群重构：定位于高端人群。公司核心产品在历次提价后销量下滑明显，主因最大的消费群体——中低端群体流失严重。而随着文化营销，公司逐渐将产品定位于高端人群，并通过增值服务、终端维护等手段，提高客户黏性。目前公司已基本完成消费群体的重塑。

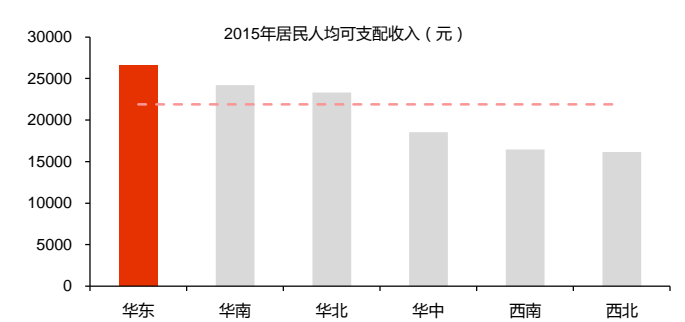
消费地区重构：向发达地区倾斜。从地区收入来看，公司战略性放弃西南、西北等欠发达地区，而向华东、华南等发达地区倾斜，其国内最为发达的华东地区收入占比已超50%。产品上，核心产品阿胶块定位于四省（浙苏粤鲁）两市（沪京）300-400万人群。

图表21： 公司将销售地区重心逐步转移至华东地区



资料来源：公司定期报告，华泰证券研究所

图表22： 华东地区是我国人均可支配收入最高的地区

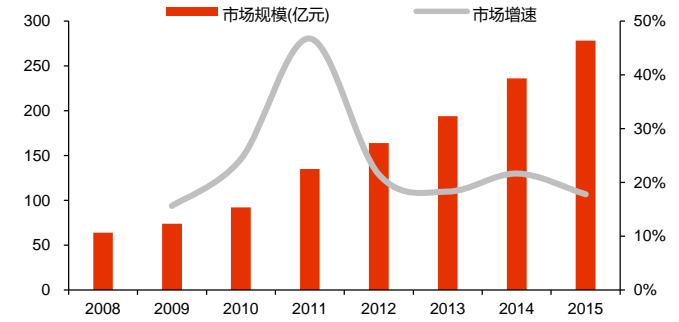


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

引领行业繁荣，巩固龙头地位

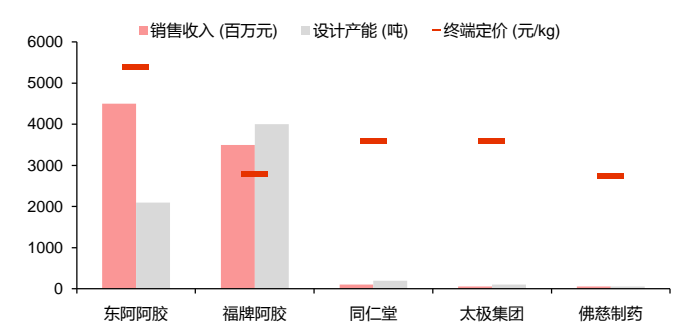
产品提价为中低端产品腾出生存空间，协同带动阿胶市场扩容。早在实行价值回归战略前，公司的市场份额一度高达70%（2006年），随着频繁提价，中低端客户流失严重，市场份额明显下降（最低曾在2013年降至不足三分之一）。而由于中低端客户需求的持续存在，定位中低端的阿胶企业迅速扩张。随着福牌日益壮大、同仁堂等中药企业布局阿胶行业，阿胶市场持续扩容，从2008年的64亿元增长至2015年的278亿元（CAGR达23%）。

图表23： 我国阿胶类产品市场规模已达278亿元



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表24： 公司产品已定位高端且销售收入远高于绝大部分同业

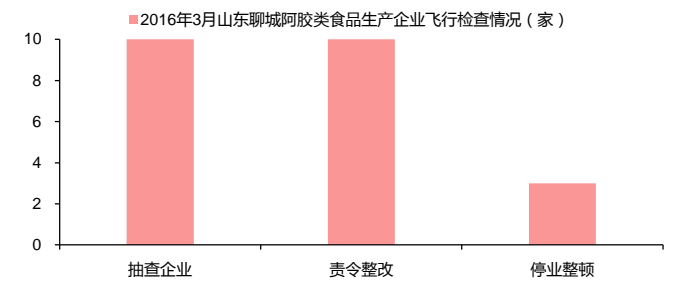


资料来源：公司年报，公司官网，华泰证券研究所；注：终端定价取自2016年底，销售收入取自或估算自2015年数据

成本走高+飞检频繁，中小企业普遍承压。公司通过把控上游，多次主动提高驴皮价格，对中小企业造成极大的成本压力。同时，新版GMP出台后，配套飞行检查力度较大，无质量保证的中小厂家面临洗牌。因此近年来，中小型阿胶生产企业经营压力陡增。

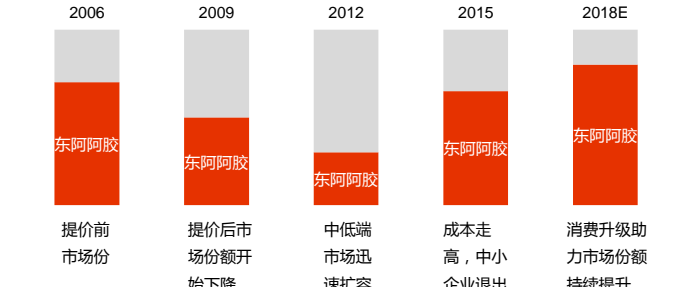
市场份额已逐渐向公司集中。尽管提价早期市场份额有所下降，公司的龙头地位从未改变，不论是工艺标准还是衍生产品，公司始终走在行业最前端。我们认为，消费升级与中小企业洗牌将持续催化公司龙头地位之再巩固，市场份额已逐渐向公司集中。

图表25: 阿胶企业绝大部分存在生产不规范的问题



资料来源: 山东省药监局, 华泰证券研究所; 注: 停业整顿=责令整改+抽查企业

图表26: 随着阿胶产能逐步出清, 公司市场份额有望扩大



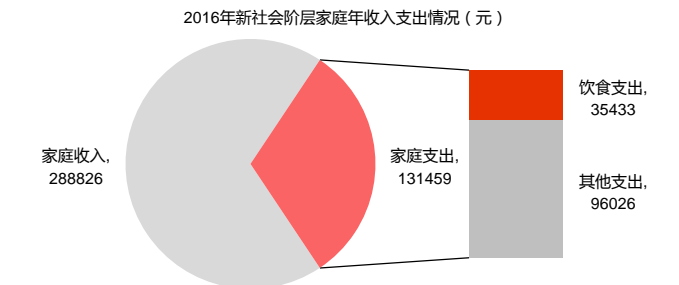
资料来源: 华泰证券研究所; 注: 红色为公司市场份额的示意图, 不代表实际数值

未来公司将延续阿胶的价值回归

基于对供给紧缺、需求空间与价格空间的判断, 我们认为短期内阿胶价格的天花板尚未到来, 公司将通过温和提价继续反哺上游, 并持续受益:

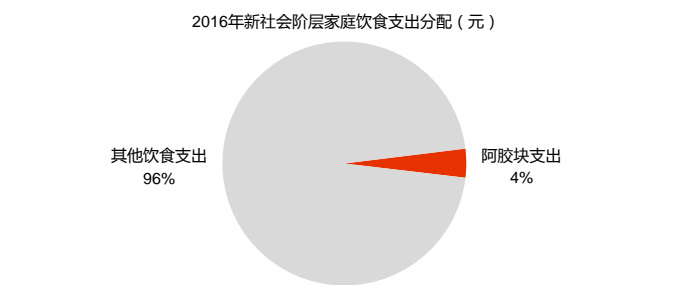
- 1) 供给: 短期内驴皮仍然紧缺。**我国毛驴存栏量每年以3%的速度萎缩, 国内存量正在减少, 而由于海外毛驴尚为役用, 毛驴大量出栏已对部分欠发达国家的农业经营产生影响, 海外增量正在减少, 因此驴皮供给紧缺的状态短期无法扭住, 驴皮价格仍呈上涨趋势。
- 2) 需求: 高端人群对阿胶价格敏感度低。**我们对北上广三地的新社会阶层(中央统战部对非公有制经济人士和自由择业知识分子的新定义, 具有高收入、高消费的特征)进行收支分析, 三地新社会阶层约对应400万个家庭, 平均年度饮食支出约在3.5万元, 假设单位家庭对阿胶块的年度需求在250g(1350元), 则对应阿胶块开支占家庭饮食开支的4%, 占比较低。因此我们认为, 高端消费人群不会因阿胶块小幅提价而取消其购买决策。

图表27: 2016年北上广三地新社会阶层家庭年支出超13万元



资料来源: 《2017年中国社会形势分析与预测》, 华泰证券研究所

图表28: 阿胶块年支出仅占北上广三地新社会阶层饮食年支出的4%



资料来源: 《2017年中国社会形势分析与预测》, 华泰证券研究所

- 3) 价格: 对标同类滋补品, 阿胶仍有提价空间。**阿胶购买者多为中年女性, 在冬季进行两个月的进补, 整体费用约在1350元。就日服用费用而言, 目前阿胶价格仍低于鹿茸、海参、燕窝等同类滋补品。

图表29: 阿胶块对标同类贵细滋补品仍有提价空间

	海参	燕窝	虫草	鹿茸	阿胶块
日服用量	1-2只	1.5-3克	1-2根	2-3克	3-5克
单位售价	90-135元/只	38-68元/克	50-100元/条	15-23元/克	4.74元/克
日服用费用	90-270元	57-204元	50-200元	30-69元	14-24元

资料来源: 康美健康网, 华泰证券研究所

阿胶块温和增长，阿胶衍生品量价齐升

公司曾围绕核心产品阿胶块推出多种衍生产品，后因同质化严重，战略性放弃部分产品。在“十三五”规划（2016-2020年）内，公司将聚集于三款产品：阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕。

图表30：2016-2020年公司聚集于阿胶块、阿胶浆、桃花姬三大产品

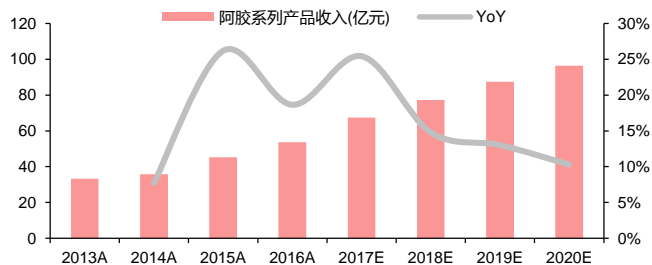
阿胶块	复方阿胶浆	桃花姬阿胶糕
		
上市时间 1952	1980	2007
功效功能 滋补养生	气血双补	养颜保健
定位认为 高端消费人群	亚健康人群	都市女性白领
终端价格 1350元/250g	468元/960ml	232元/150g
销售渠道 全渠道	医院（老渠道）、OTC（新渠道）	商超（老渠道）、药店（新渠道）

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2020年收入规模超90亿、收入结构将趋于50:35:15。2016年阿胶系列产品实现收入54亿元，阿胶块/阿胶浆/桃花姬及其他系列收入占比约为65:25:10。未来，我们认为：

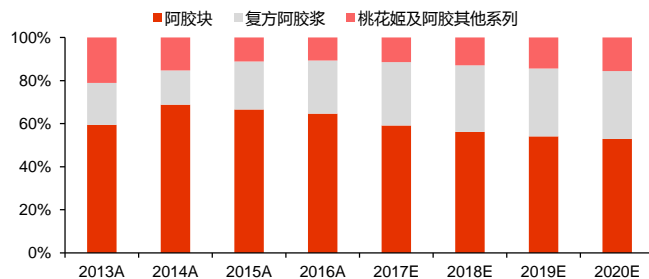
- ▶ 阿胶块将延续温和提价，16A-20E收入CAGR增速在8-12%；
 - ▶ 阿胶浆在OTC渠道依靠品牌溢价实现量价齐升，16A-20E收入CAGR在20-25%；
 - ▶ 桃花姬借助双品牌、双渠道（商超+药店）快速成长，16A-20E收入CAGR在25-30%；
- 预计阿胶系列产品16A-20E收入CAGR超15%，2020年产品收入大概率超90亿元，内部结构将趋于50:35:15。

图表31：2020年阿胶系列产品收入将超90亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表32：2020年阿胶系列产品收入结构将趋于50:35:15

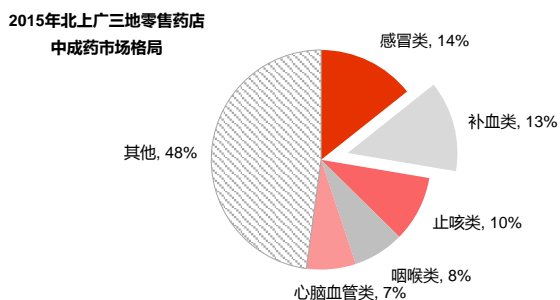


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

以阿胶为代表的补血类中成药市场潜力巨大

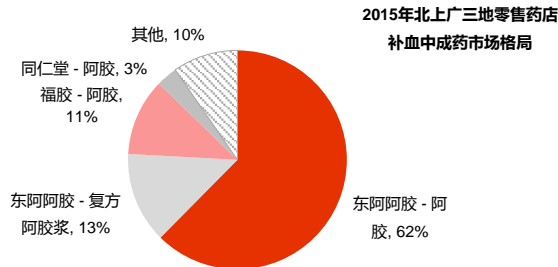
补血类中成药以阿胶类产品为主。根据米内网检测数据，2015年城市零售药店中成药市场中补血类约占13%，对应规模约为385亿元，其中绝大部分为阿胶类产品，来自东阿阿胶、福胶、同仁堂等企业的前四大产品合计份额超90%。

图表33：2015年样本零售药店中补血类中成药约占13%



资料来源：米内网，华泰证券研究所

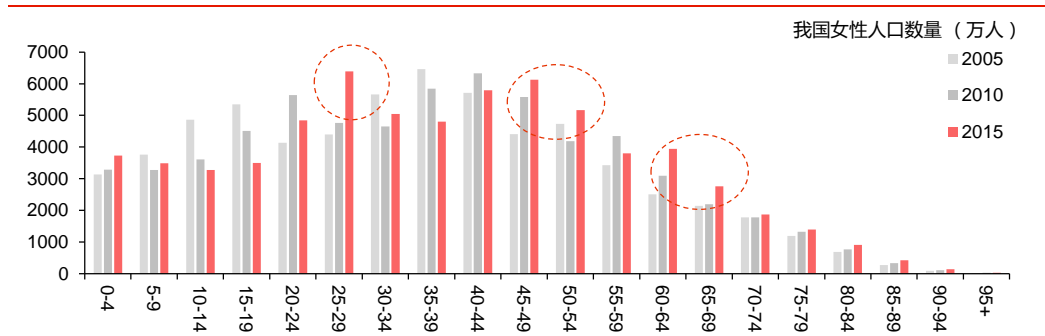
图表34：2015年公司产品在样本零售药店补血中成药合计份额近75%



资料来源：米内网，华泰证券研究所

补血类产品的市场需求呈上升趋势。传统上，补血类产品的受众群体以30-50岁的中年女性为主。近年来，消费群体有向年青化和老年化延展的趋势，前者主因现代女性生活压力大，后者主要是受到文化营销的影响。观察我国人口趋势可以发现，我国25-30岁女性数量正处于快速增长期，同时60-70岁女性也在增长。因此我们认为，补血类产品的市场潜在需求正在不断扩大。

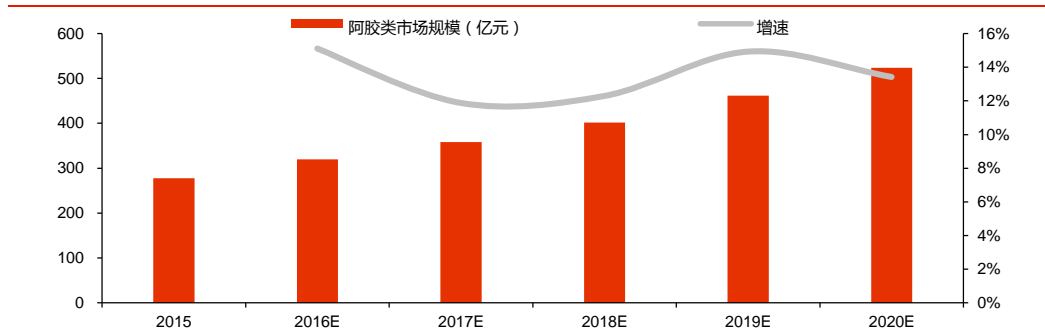
图表35：我国25-29岁、45-55岁、60-70岁的女性人口数量正在增加



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

阿胶类市场规模增长稳定，2020年将达524亿。作为可选消费品，阿胶行业整体消费人群超过一千万，多分布在对阿胶认可度较高的东部沿海地区。随着阿胶生产厂家宣传和教育的扩大，以及人们保健意识的增强和可支配收入的增加，阿胶类产品的市场规模将会不断扩大，预计未来五年增速保持在10-15%，2020年规模将超520亿元。

图表36：我国阿胶类产品市场规模2020年将达524亿元



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

阿胶块温和提价、温和增长

阿胶块是公司最核心的产品，定位于滋补养生，可作补血止血、滋阴润燥之用，适用于血虚萎黄、眩晕心悸、肺燥咳嗽的人群。根据生产工艺与产品用途的不同，阿胶块可分为红标、金标等5种品类，其中最为畅销的是红标阿胶。

图表37：公司阿胶块产分为红标、金标、精装、礼品装、九朝贡胶5个品类

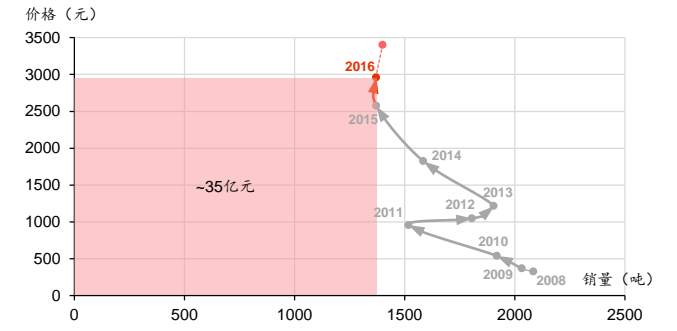
系列	红标	金标	精装	礼品装	九朝贡胶
特点	最畅销的产品	冬季生产	纯黑驴皮	精选纯黑驴皮	精选乌头驴皮
价格	1350元/250g	1920元/250g	2150元/250g	2865元/250g	25999元/250g

资料来源：东阿阿胶官方商城，华泰证券研究所

公司阿胶块的量价变化可大致分为三个阶段：

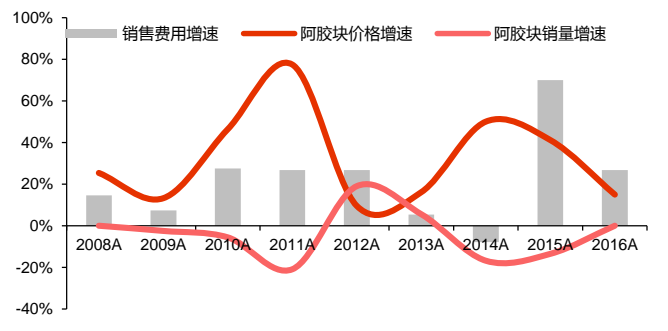
- ▶ **2008-2011：价格大涨、销量骤降。**由于价格涨幅较大（约3倍），阿胶开始逐渐脱离消费群体中最大的一部分——中低端人群，因此销量严重下滑；
- ▶ **2011-2013：价格微涨、销量回升。**公司调整销售思路，着手维护高端人群，在温和提价之余，加强终端营销力度，销量逐步回暖，阿胶块实现量价齐升；
- ▶ **2013-2016：价格攀高、销量下滑。**重启大幅提价，但得益于终端持续维护，此间销量下滑速度（曲线斜率）小于08-11年，销售总额不断提高，2016年约35亿元。

图表38： 公司阿胶块的量价关系图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39： 公司阿胶块销量受提价影响正在减小



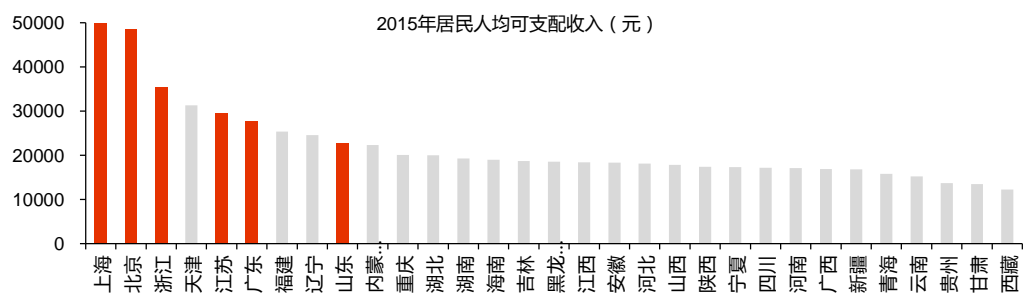
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

未来，阿胶块在提价上更为缓慢、目标群体上更为集中。

- ▶ **提价温和：服务升级，给予提价支撑。**据前文分析，由于供给紧张、需求趋稳、价格空间等原因，阿胶块本身具备提价空间，而公司通过在自营店提供免费熬胶、中医诊断等增值服务，一方面增加客户黏性，一方面为提价给予支撑。
- ▶ **终端趋稳：聚焦六地，锁定高端人群。**公司已基本完成高端消费人群的重构，目前阿胶块聚集于最为发达的四省（浙、苏、粤、鲁）两市（沪、京），致力于终端300-400万消费人群的维护，对应需求量约在900-1200吨。

因此我们认为，未来阿胶块价格、收入均温和成长，预计2020年收入超50亿元。

图表40： 阿胶块定位的四省两市是我国较为发达的六个地区



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

阿胶衍生产品有望借助渠道拓展与品牌优势实现快速放量

公司曾围绕核心产品阿胶块推出多种衍生产品，后因同质化严重，决定聚焦于最具发展潜力的品种，经过筛选后，决定重点打造复方阿胶浆与桃花姬阿胶糕。未来我们认为，复方阿胶浆将依靠新开辟的OTC渠道实现量价齐升，桃花姬有望借助双品牌与商超+药店双渠道实现快速成长，此外，期待小分子阿胶、桃花润面膜等尚处于培育期的产品逐步成熟。

阿胶浆有望在 OTC 渠道中实现量价齐升

复方阿胶浆于 1980 年上市，由阿胶、红参等名贵药材制成，属于国家保密配方品种，定位于补血养气，主治气血两虚，适用于于产妇、贫血患者、化疗患者等亚健康人群。

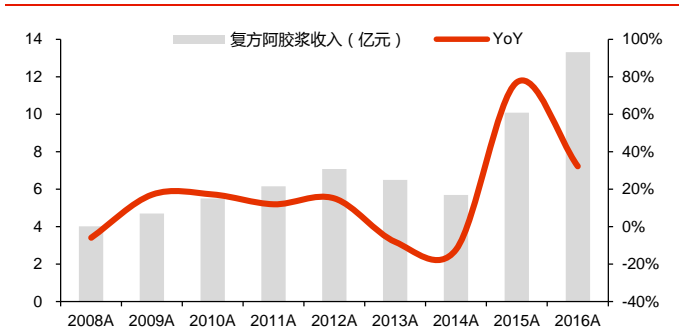
图表41： 阿胶浆主要用于补气养血、免疫调节

	东阿阿胶牌复方阿胶浆	福牌阿胶浆口服液	鹤王牌阿胶浆
成分	阿胶、红参、熟地、党参、山楂	阿胶、枸杞、桂圆、党参、大枣	阿胶、枸杞、当归、党参、大枣
功能	补气养血	免疫调节	免疫调节
价格	468 元/960ml	88 元/200ml	168 元/900g
费用	30 元/日	18 元/日	17 元/日

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

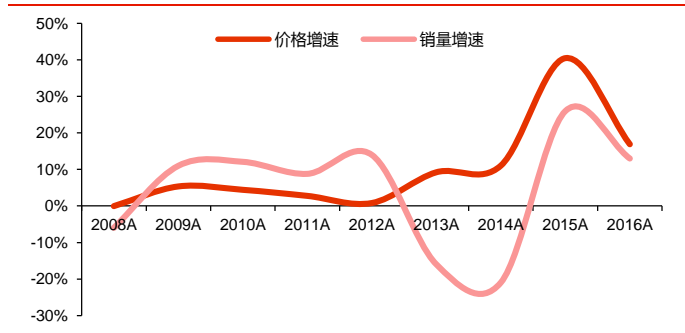
“去药化”催生 10 亿品种。自面市以来，复方阿胶浆主要在医院渠道销售，近年受医院招标影响、收入增长较为缓慢，2013 年管理层着手渠道调整，加大 OTC 渠道销售力度。渠道调整已显著推动产品销售放量，预计 2016 年阿胶浆收入超 13 亿。目前，公司已基本完成“产品去药化”与“包装差异化”，我们估算医院/OTC/直营店渠道占比约在 15:75:10。

图表42：“去药化”推动复方阿胶浆 2016 年收入超 13 亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表43：“去药化”推动复方阿胶浆 2015-2016 年实现量价齐升

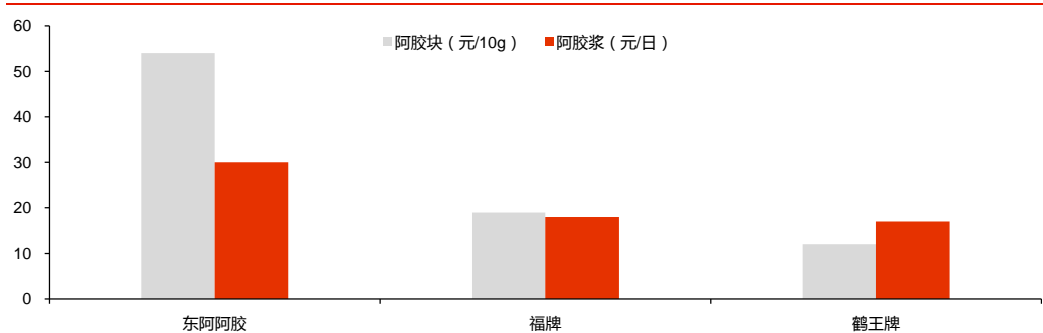


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们认为，“去药化”效果将逐步释放，复方阿胶浆的产品价格与销售渠道仍有拓展空间。

- ▶ **价格上升空间：**竞品阿胶浆日服用费用接近于 10 克的竞品阿胶块，而过去公司产品受制于医院渠道销售，价格提升缓慢，日服用费用不足 6g 阿胶块。未来我们认为，在 OTC 渠道全面打开后，阿胶浆至少有 60% 的价格上行空间。
- ▶ **渠道拓宽空间：**不同于阿胶块的保健滋补定位，复方阿胶浆定位于亚健康人群，产妇、化疗患者均可适用。而“去药化”完成后，公司或将加强阿胶浆的消费者教育，指引亚健康人群认知、使用产品，在更为广阔的 OTC 市场实现销售放量。

图表44： 复方阿胶浆价格仍有上行空间



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

看好阿胶浆量价齐升，2020年有望成为30亿品种。2016年11月阿胶浆提价28%，提价显著提升渠道利润，并提高渠道销售的积极性。我们认为，此轮提价有望开启阿胶浆的量价齐升周期，预计复方阿胶浆16A-20E收入CAGR在20-25%，2020年或破30亿元。

双品牌+双渠道，桃花姬或将快速增长

桃花姬阿胶糕是公司2007年推出的定位于都市女性白领的保健食品，主要在商超渠道销售。在阿胶糕类产品中，桃花姬定价较高，但口感、品质均优于竞品。

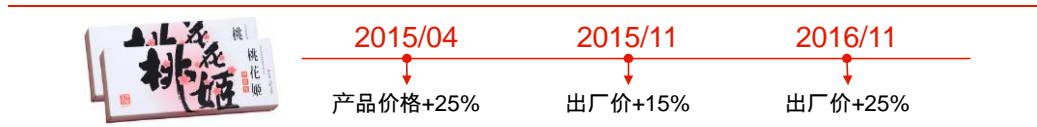
图表45：桃花姬是阿胶糕中的明星产品

	东阿阿胶	福牌	同仁堂	九芝堂	固本堂
价格	100元/100g	40元/100g	88元/100g	86元/100g	17元/100g
色泽	较亮	较浅	较暗	较暗	较浅
口感	口感最佳	胶感重	较硬	渣感重	较稀

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

食品属性决定桃花姬提价空间不大。由于商超渠道的保健食品市场竞争激烈，桃花姬提价缓慢，2007年上市以来共有三次涨价，其中最近一次为2016年底提价25%。我们认为，桃花姬与阿胶块的毛利率已经逐渐趋同，未来提价趋于缓慢。

图表46：桃花姬受制于商超渠道上市以来仅有3次提价



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为，在阿胶块收入增长趋缓的背景下，公司将更为重视衍生产品的销售，而桃花姬作为三大产品中体量最小的品种，有望借助双品牌、双渠道优势持续快速增长，预计2016年收入超4亿元，16A-20E CAGR在25-30%。

- ▶ **双品牌：**公司在产品推出时极具前瞻眼光，并未给阿胶糕贴上“东阿阿胶”的中药品牌，而是开辟了富有女性气质的“桃花姬”。未来我们认为，双品牌效应逐步凸显，“桃花姬”将引得消费者驻足查看，而“东阿阿胶”将使得消费者购买产品。
- ▶ **双渠道：**桃花姬2016年获得CFDA保健食品认证，准入药店销售。未来，公司在加强商超营销力度的同时，也将借助现有药店渠道为桃花姬铺货，实现“商超+药店”双渠道销售放量。

看好公司长期发展，控股股东持续增持

2016年以来，董监高与控股股东陆续增持公司，增持股份分别占总股本0.4%、5%。我们认为，此番增持彰显高管与股东对公司未来发展之信心，而在增持时点上公司估值水平处于底部区域，反映了股东对公司长期投资价值的认可。

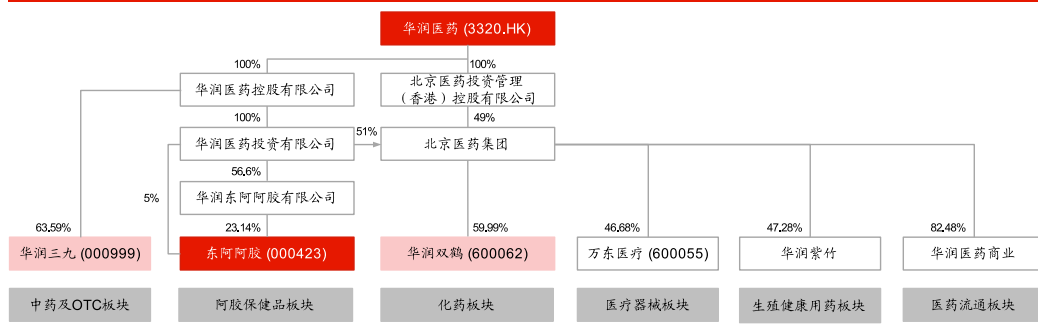
图表47：董监高与控股股东陆续增持公司股份

	增持数量(股)	增持均价(元/股)	占总股本
六名董监高成员通过资管计划在深交所竞价交易方式增持			
2016.06	2,647,978	46.31	0.40%
华润医药投资通过二级市场增持			
2016.04-2017.01	32,710,771	45.86	5.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

同侪最低，华润未来大概率继续增持。目前华润集团共控股3家上市药企：东阿阿胶、华润双鹤、华润三九，实际持股比例分别为28%、60%、64%。在华润集团整合医药资产的大背景下，品牌价值较高的东阿阿胶作为华润集团发展品牌中药的重要平台，目前持股比例为同侪最低，因此我们预计，未来华润集团将大概率继续增持公司股份。

图表48：截至目前公司是华润医药持股比例最低的上市控股子公司



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值讨论

盈利预测

我们看好公司的文化传承之路、价值回归战略与阿胶系列产品的长期发展，并认为 2016 年 11 月阿胶系列全线产品调价之后，公司业绩增长或将加速。预计 17/18/19 年收入分别为 78/89/100 亿元，增速分别为 23%/14%/12%。

图表49： 阿胶系列产品在品牌优势下保持增长势头

	定位人群	催化剂	预计价格变化	预计销量变化	16A-19E CAGR
阿胶块	高端消费人群	需求趋稳	温和提升	趋于稳健	8-12%
阿胶浆	亚健康人群	提价、OTC 新渠道	稳步提升	快速成长	20-25%
桃花姬	青年白领女性	双品牌效应、OTC 新渠道	趋于稳健	快速成长	25-30%

资料来源：华泰证券研究所

费率方面，我们假设营业费用维持在较高水平的 23-25%（阿胶块的终端维护与衍生产品的营销宣传），管理费用维持在 7-8%。

综上，我们预计 17/18/19 年净利 22/26/31 亿元，对应 EPS 为 3.41/4.02/4.69 元，同比增速 20%/18%/17%，目前股价对应 PE 17/14/12 倍。

图表50： 公司 2015A-2019E 年财务估值模型核心要素预测

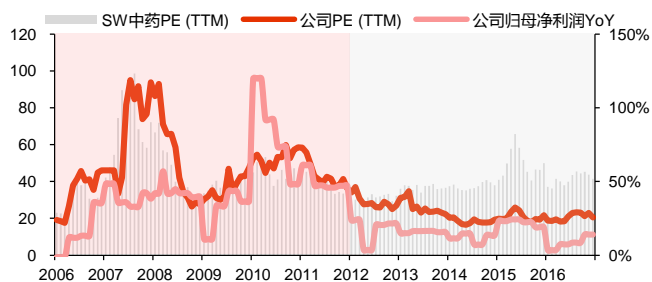
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5450	6317	7756	8879	9979
(+/-%)	35.9%	15.9%	22.8%	14.5%	12.4%
其中：					
阿胶块	3017	3469	3950	4301	4637
(+/-%)	22.1%	15.0%	13.9%	8.9%	7.8%
复方阿胶浆	1008	1331	1977	2387	2757
(+/-%)	77.0%	32.1%	48.5%	20.8%	15.5%
综合毛利率	64.6%	67.0%	67.4%	67.5%	67.4%
营业费用率	23.4%	25.6%	26.5%	25.5%	24.0%
管理费用率	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
归母净利润	1625	1852	2230	2629	3066
(+/-%)	19.0%	14.0%	20.4%	17.9%	16.6%
EPS(元)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69

资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值讨论

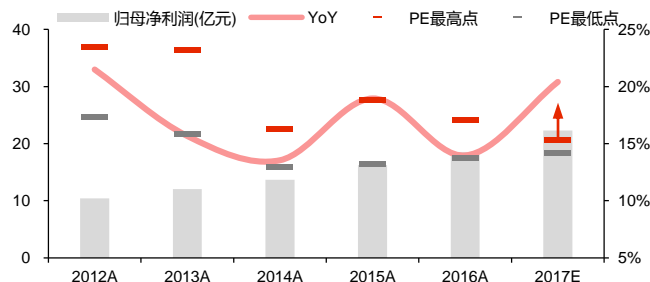
2006-2012 年，公司净利润 YoY 在 35-50%，估值水平 (PE, TTM) 普遍高于 40x。2013 年起，公司业绩出现波动，估值也随之起伏：在业绩增速的相对高点，估值表现也相对更好。目前，公司的市盈率 (相对 2017 年 17x, 20170310) 已处于历史底部区域，而由于 2017 年业绩大概率提速，我们认为公司的市盈率有望底部回升。

图表51： 2012年后由于业绩增速换挡，公司市盈率走低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52： 2012年以来公司估值水平与业绩增速同步波动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司作为老字号品牌中药，我们选取华润三九、云南白药、同仁堂、片仔癀等中药企业作为可比公司，2017 PE 均值为 29.2。

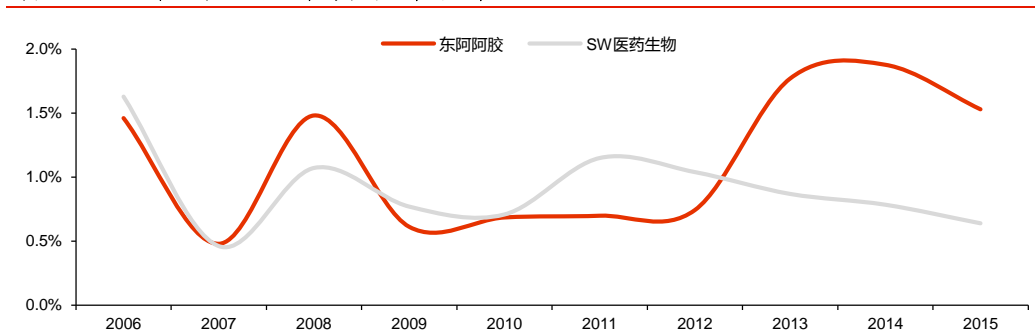
图表53: 可比公司估值情况

	2016 EPS (元)	2016 PE	2017 PE	2018 PE	15A-18E 净利 CAGR	总市值(亿元)
云南白药	2.97	25	23	20	13.1%	800
华润三九	1.22	21	19	17	5.1%	247
同仁堂	0.74	42	37	32	14.8%	427
片仔癀	0.99	48	39	31	26.0%	289
平均值		34	29	25		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 浅灰为华泰预测, 白色为 Wind 一致预测, 深灰为已实现值, 交易日截至 20170312

公司自 1999 年以来连续 17 年分红, 累计现金分红 32 亿元, 分红率超 33%。与此同时, 近三年公司股息收益率高于行业平均水平, 长期投资价值凸显。

图表54: 近三年公司股息收益率高于行业平均水平

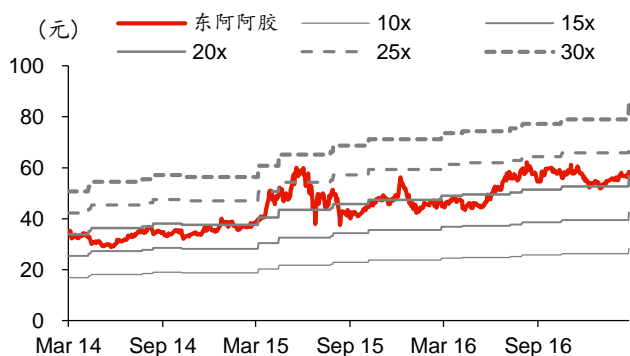


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

考虑到公司将持续受益于价值回归且具备长期投资价值, 并参考可比公司估值, 给予公司 2017 年 PE20-24 倍, 目标价 68-81 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

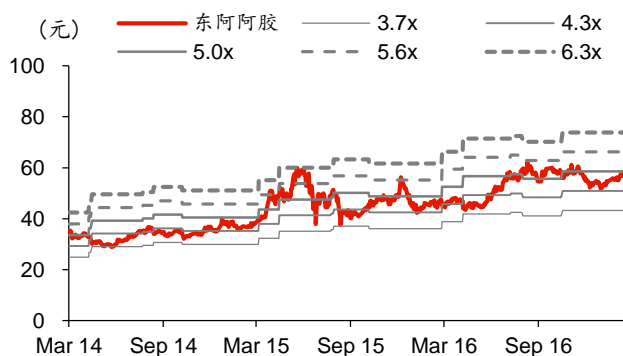
PE/PB - Bands

图表55: 东阿阿胶历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表56: 东阿阿胶历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 毛驴养殖不达预期: 目前公司的活体循环开发模式仍在培育期, 对毛驴养殖的存在风险;
- 消费者流失超预期: 阿胶块与阿胶衍生品提价存在客户大量流失的风险;
- 渠道拓展不达预期: 阿胶衍生品在新渠道的拓展力度、拓展效果存在不确定性。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,433	7,583	9,173	11,110	13,499
现金	1,659	1,415	2,184	3,471	5,179
应收账款	307.66	386.29	475.53	545.10	613.36
其他应收账款	38.64	64.67	79.41	90.90	102.17
预付账款	300.89	229.83	278.75	317.45	358.51
存货	1,725	3,014	3,656	4,164	4,702
其他流动资产	2,402	2,473	2,499	2,522	2,544
非流动资产	2,176	2,367	2,741	3,138	3,488
长期投资	93.64	84.21	84.21	84.21	84.21
固定投资	1,363	1,418	1,596	1,818	2,064
无形资产	199.03	183.73	169.84	157.22	145.76
其他非流动资产	520.17	680.86	890.24	1,079	1,194
资产总计	8,609	9,950	11,914	14,248	16,987
流动负债	1,455	1,491	1,810	2,071	2,345
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	168.01	360.27	436.95	497.61	561.97
其他流动负债	1,207	1,130	1,373	1,573	1,783
非流动负债	70.99	72.90	72.90	72.90	72.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	70.99	72.90	72.90	72.90	72.90
负债合计	1,526	1,563	1,883	2,144	2,418
少数股东权益	69.19	26.96	29.64	32.32	35.02
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	697.50	690.68	717.02	717.02	717.02
留存公积	5,659	6,988	8,630	10,701	13,162
归属母公司股	7,014	8,359	10,001	12,072	14,533
负债和股东权益	8,609	9,950	11,914	14,248	16,987

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	977.61	624.57	1,715	2,232	2,645
净利润	1,625	1,852	2,230	2,629	3,066
折旧摊销	98.64	106.07	112.61	125.21	140.19
财务费用	(17.43)	(16.50)	(19.82)	(31.04)	(49.80)
投资损失	(151.88)	(106.92)	(121.91)	(116.91)	(118.58)
营运资金变动	(615.94)	(1,236)	(489.67)	(378.30)	(396.52)
其他经营现金	39.20	25.09	3.98	3.98	3.99
投资活动现金	(1,400)	(329.52)	(364.05)	(405.56)	(370.28)
资本支出	284.25	350.60	456.16	492.67	459.05
长期投资	1,216	132.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(99.66)	(153.57)	(92.10)	(87.11)	(88.77)
筹资活动现金	(468.57)	(539.14)	(581.69)	(539.40)	(567.70)
短期借款	80.00	(80.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(16.35)	(6.82)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(532.22)	(452.32)	(581.69)	(539.40)	(567.70)
现金净增加额	(891.40)	(244.09)	769.65	1,287	1,707

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,450	6,317	7,756	8,879	9,979
营业成本	1,929	2,088	2,532	2,883	3,256
营业税金及附加	64.58	69.55	87.57	99.41	112.05
营业费用	1,277	1,618	2,055	2,264	2,395
管理费用	423.18	492.84	605.12	692.67	778.55
财务费用	(17.43)	(16.50)	(19.82)	(31.04)	(49.80)
资产减值损失	5.40	9.68	(0.81)	(0.81)	(0.81)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	151.88	106.92	121.91	116.91	118.58
营业利润	1,920	2,163	2,619	3,088	3,607
营业外收入	20.76	39.31	33.13	35.19	34.50
营业外支出	13.85	6.18	8.74	7.89	8.17
利润总额	1,927	2,196	2,643	3,115	3,633
所得税	289.37	341.04	410.48	483.76	564.16
净利润	1,638	1,855	2,233	2,631	3,069
少数股东损益	12.79	2.67	2.68	2.68	2.69
归属母公司净利润	1,625	1,852	2,230	2,629	3,066
EBITDA (倍)	1,850	2,152	2,586	3,061	3,574
EPS (元)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.94	15.92	22.78	14.47	12.40
营业利润	20.61	12.64	21.08	17.91	16.80
归属母公司净利润	19.00	14.00	20.39	17.87	16.64
获利能力 (%)					
毛利率	64.61	66.95	67.36	67.53	67.37
净利率	29.82	29.32	28.75	29.61	30.73
ROE	25.12	24.10	24.29	23.82	23.05
ROIC	32.66	27.38	27.89	29.80	31.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.73	15.71	15.81	15.05	14.24
净负债比率 (%)	5.24	0	0	0	0
流动比率	4.42	5.09	5.07	5.36	5.76
速动比率	3.24	3.07	3.05	3.35	3.75
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.68	0.71	0.68	0.64
应收账款周转率	25.69	18.21	18.00	17.40	17.23
应付账款周转率	9.57	7.90	6.35	6.17	6.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.48	2.83	3.41	4.02	4.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	0.96	2.62	3.41	4.04
每股净资产(最新摊薄)	10.72	12.78	15.29	18.46	22.22
估值比率					
PE (倍)	23.48	20.59	17.11	14.51	12.44
PB (倍)	5.44	4.56	3.81	3.16	2.62
EV_EBITDA (倍)	24.93	20.62	17.73	14.75	12.46

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com