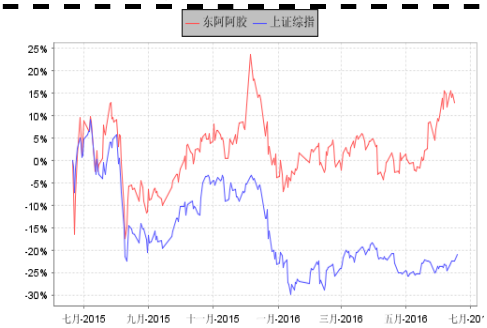
调研点评报告　　东阿阿胶（000423）

中药Ⅲ　　延续价值回归，静待终端销售回暖

报告日期:	2016-07-04
评级:	推荐
上次评级:	推荐
目标价:	57-63
上次预测:	

当前价格（元）	52.02
52 周价格区间（元）	38.06-56.98
总市值（百万）	34022.20
流通市值（百万）	34014.17
总股本（万股）	65402.15
流通股（万股）	65386.71
公司网址	www.dongeejiao.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
东阿阿胶	10.49	7.88	1432.78
上证综指	1.70	-0.70	-18.94

财富证券研究发展中心

汤佩徽

0731-84779511

tangph@cfzq.com

S0530513110001

相关研究报告:

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入（百万元）	5449.66	6363.74	7437.24
净利润　（百万元）	1625.03	1875.92	2185.81
每股收益（元）	2.48	2.87	3.34
每股净资产（元）	10.72	13.15	16.11
市盈率	20.94	18.14	15.57
P/B	4.85	3.95	3.23

资料来源：财富证券

投资要点

- **产品价值持续回归，衍生品保持快速增长。**公司主营阿胶产品，主要包括阿胶块、复方阿胶浆和桃花姬。2015 年公司实现收入 45 亿元，其中阿胶块约 30 亿，复方阿胶浆 10 亿左右，桃花姬接近 3 亿元。2015 年阿胶产量约为 1300 吨，近几年来产量持续下降，一季度产量同比仍呈现小幅下降。自公司实施“价值回归工程”以来，阿胶价格经历十余次提价，去年 11 月底阿胶块出厂价提升至 2914 元/kg。受提价影响，今年 Q1 收入增速有所放缓，预计下半年会逐步恢复。复方阿胶浆 2015 年同比增长 10%左右，今年公司将做出战略调整，阿胶浆将逐渐由乡镇、县城等基层市场推向城市市场，加大广告和费用投入，精选 48 支装规格进行重点推广；在渠道选择上，会更偏重 OTC 终端的销售，预计今年仍将保持 10%左右的增长。桃花姬 2015 年同比增速接近 40%，目前主要是在北京和山东进行销售，电商平台也有部分销售。桃花姬将完全按照快消品方式来进行推广，在营销方式上进行了创新，比如推出购买年卡，保证顾客获取最新出厂的产品。由于当前桃花姬还仅重点投放 2 个城市，未来空白市场还有巨大潜力。

- **驴皮资源供给仍然趋紧，阿胶存在继续提价预期。**国内目前毛驴存栏量低于 400 万头，养殖户对于养殖毛驴积极性仍不高，规模化养殖短期难以改变当前供需结构，预计未来几年仍处于下降趋势当中，驴皮资源供给整体来看仍然是趋紧的状态。2015 年驴皮价格涨幅约为 20-30%，预计未来仍将保持温和上涨的趋势，为保持稳定的毛利率，阿胶产品仍然存在提价的预期。

- **华润医药投资和高管双双增持，彰显对公司发展的信心。**华润医药投资有限公司在 2016 年 4 月 20 日至 5 月 5 日通过二级市场增持 3047.611 万股，占总股本的 4.66%，预计增持均价约为 45 元；同时公司高管通过“招商智远增持宝 6 号集合资产管理计划”和“鹏华资产鲲鹏 12 号资产管理计划”增持股份 264.7978 万股，均

价为 46.31 元，资金来源为自筹资金和银行结构化融资。高管持股一方面是兑现股灾期间的承诺，通过杠杆资金进行增持充分彰显对公司未来发展的信心

- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 2.87 元和 3.34 元，对应目前股价 PE 为 18 倍和 15 倍。公司品牌优势明显，拥有稳定的核心客户群，2016 年 Q1 受产品提价影响导致收入出现放缓，但预计下半年会逐步恢复，全年业绩保持稳定增长。股东和高管双双增持也为股价提供较高的安全边际。参考申万中药子行业 2016 年预测平均估值，给予公司估值 20-22X，合理价格为 57-63 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**原材料价格大幅波动、产品提价终端消化不及预期以及行业竞争恶化。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%－10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5%－5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438