2016 年 07 月 11 日
证券研究报告•深度报告
东阿阿胶（000423）医药生物

买入（上调）
当前价：55.38 元
目标价：68.6 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

品牌中药稀缺标的，估值仍有提升空间

投资要点

- **推荐逻辑：**1）股东及高管近期陆续增持，增持时点估值较低，其长期投资机会明显；2）阿胶系列由于原材料驴皮市场供小于求，具有较强的终端提价预期；3）阿胶系列在 OTC 市场竞争力强，推进大健康布局战略将加速收入增长，业绩提升空间较大；4）当前估值仍低于近三年平均估值（约 21 倍）。

- **股东及高管陆续增持，看好公司长期发展。**公司近期公告高管通过资管计划完成增持约 265 万股，增持均价约为 46.31 元/股。且华润医药投资自 2016 年 4 月 20 日至 2016 年 5 月 5 日通过二级市场增持公司股份约 3048 万股，占公司已发行总股数的 4.66%。本次增持完成后，华润医药投资及其一致行动人华润东阿阿胶共计持有公司股份为约 1.82 亿股，占公司已发行总股数的 27.8%。我们认为股东及高管陆续增持，显现了其对公司未来发展的信心。且公司当前估值仅 20 倍，仍低于三年平均估值水平（约 21 倍），为长期投资最佳时点。

- **阿胶终端需求稳步增长，终端提价及衍生产品多举措促增长。**1）驴皮供需关系仍未转变，阿胶存在持续提价预期。由于养殖户对毛驴养殖积极性仍不高，短期内驴皮资源仍较紧缺；2）产品提价终端接受程度较好，同时布局高端市场。阿胶用户主要集中在东部沿海发达地区，品牌忠诚度高，且已经培育了良好的服用习惯，提价后客户流失的比率较小。此外产品多层次覆盖客户群体，贡胶、红标阿胶、小分子阿胶等产品针对性强，最大限度挖掘客户需求；3）大健康领域为新的增长点。持续推进阿胶衍生品开发，预计目前衍生品的收入占比约在 5%，主要品种是保健食品桃花姬。后期将向更加广阔的滋补健康品、饮品等领域发展，培育为新增长点。

- **品牌营销及渠道，助力公司取胜 OTC 市场。**在当前处方药政策背景下，OTC 行业收入增速在未来或将加速，预计收入增速在 15%以上。公司通过品牌化、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。零售药店集中度提升、电商大发展等变革迎来新的机遇。公司布局药店、电商及医院等渠道，同时进行直营、商超等实体店方面拓展。我们认为公司产品的消费属性强，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。**我们预计公司 2016-2018 年净利润复合增速约为 18%，阿胶系列产品由于原材料紧缺存在提价预期，且大健康布局能带动收入增长，公司未来业绩提升空间较大，参考其未来业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值情况，给予公司 2017 年 20 倍估值，对应目标股价为 68.6 元，上调为“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、产品销售或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	5449.7	6498.5	7757.9	9271.9
增长率	35.9%	19.2%	19.4%	19.5%
归属母公司净利润（百万元）	1625.0	1895.8	2246.1	2665.1
增长率	19.0%	16.7%	18.5%	18.7%
每股收益 EPS（元）	2.48	2.90	3.43	4.07
净资产收益率 ROE	23.1%	22.8%	22.8%	22.9%
PE	23	20	16	14
PB	5.2	4.4	3.7	3.2

数据来源：Wind，西南证券

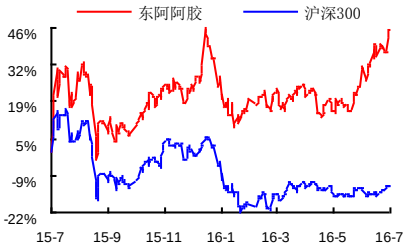
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：何治力
执业证号：S1250515090002
电话：023-67898264
邮箱：hzl@swsc.com.cn

联系人：张肖星
电话：021-68415020
邮箱：zxxing@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)	38.06-56.98
总市值(亿元)	362.20
总资产(亿元)	90.04
每股净资产(元)	11.56

相关研究

1. 东阿阿胶（000423）：股东及高管陆续增持，看好公司长期发展 (2016-06-23)
2. 东阿阿胶（000423）：产品资源稀缺，公司业绩持续增长 (2016-03-10)

投资要件

关键假设

1、提价不会导致市场销售大幅下滑，阿胶系列增速保持在 20%左右；

2、各项费用率相对平稳。

我们的观点

股东及高管陆续增持，看好公司长期发展。公司近期公告高管完成增持约 265 万股，增持均价约为 46.31 元/股。且华润医药投资通过二级市场增持公司股份约 3048 万股。高管增持显现对公司未来发展的信心，且公司当前估值仅 20 倍，为长期投资最佳时点。

阿胶终端需求稳步增长，终端提价及衍生产品多举措促增长。1）驴皮供需关系仍未转变，阿胶存在持续提价预期；2）产品提价终端接受程度较好，同时布局高端市场；3）大健康领域为新的增长点。持续推进阿胶衍生品开发，培育为新增长点。

品牌营销及渠道，助力公司取胜 OTC 市场。在当前处方药政策背景下，OTC 行业收入增速在未来或将加速，预计收入增速在 15%以上。公司通过品牌化、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。公司布局药店、电商及医院等渠道，同时进行直营、商超等实体店方面拓展。我们认为公司产品的消费属性强，零售终端的发展或将促进产品销量快速增长。

股价上涨的催化因素

产品销售数据超预期；阿胶系列产品提价；驴皮资源瓶颈缓解；大健康战略取得新进展。

估值和目标价格

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.90 元、3.43 元、4.07 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍。公司的核心产品阿胶系列产品由于原材料驴皮市场供小于求，终端提价预期强烈；阿胶系列在 OTC 市场竞争力强，推进大健康布局战略加速收入增长，未来业绩提升空间较大；近期股东及高管陆续增持，长期投资机会明显。

通过绝对估值预计公司每股内在价值约 35.98 元，但我们认为绝对估值只是立足于现在公司的运营现状，未能反映市场预期，故选择相对估值。参考其未来业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值情况，给予公司 2017 年 20 倍估值，对应目标股价为 68.6 元，上调为“买入”评级。

投资风险

1、原材料价格或大幅波动；2、产品销售或低于预期；3、市场系统性风险。

目 录

1. 公司概况：专注于阿胶大健康领域的行业龙头 1

1.1 股东及高管陆续增持，看好公司长期发展 1

1.2 稳步推进“阿胶”价值回归及大健康战略 2

2. 驴皮资源稀缺，阿胶存提价预期 6

2.1 国内毛驴存栏量下降，进口短时间难以缓解需求 6

2.2 打造毛驴全产业链，加大驴皮市场供应 7

3. 品牌营销及渠道，助力公司取胜 OTC 市场 10

3.1 品牌化可提升 OTC 企业溢价 10

3.2 差异化定位提升企业竞争力 12

3.3 布局零售、电商等领域，延伸营销渠道 13

4. 盈利预测 16

5. 估值分析 17

5.1 绝对估值 17

5.2 相对估值 18

6. 风险提示 19

图 目 录

图 1：公司的股权结构 1
图 2：2008-2020 我国阿胶类产品市场规模 2
图 3：公司的主要产品 2
图 4：2006-2015 年公司收入结构变化情况 3
图 5：2006-2015 年公司毛利结构变化情况 3
图 6：阿胶块的终端零售价变化 3
图 7：阿胶浆的价格回归 3
图 8：重点销售省份人均可支配收入（元） 4
图 9：重点销售省份人均医疗保健支出（元） 4
图 10：全国存栏量前 15 的市区（万头） 6
图 11：1996-2015 年国内毛驴存栏量变化 6
图 12：毛驴养殖成本 6
图 13：2000-2015 年国内驴皮价格变化 6
图 14：世界毛驴生产量 7
图 15：黄岛口岸进口驴皮量（吨） 7
图 16：公司毛驴养殖示范基地 8
图 17：养殖基地合作模式 8
图 18：公司全产业模式 9
图 19：我国 OTC 市场规模 10
图 20：近几年 OTC 市场增速略低于药品市场增速 10
图 21：健胃消食片的价格变化 11
图 22：2010 年至今东阿阿胶主要产品价格上涨倍数 11
图 23：OTC 品牌企业的销售费用占营业收入的比例增加 12
图 24：太极集团广告费用增长情况 12
图 25：OTC 的差异化定位 12
图 26：我国药品零售市场销售额 13
图 27：我国零售药店终端销售额 13
图 28：零售药店门店数增长放缓 14
图 29：我国零售药店连锁率逐年提高 14
图 30：中国医药互联网零售规模及占比 14
图 31：美国医药互联网零售规模及占比 14
图 32：2015 年上半年天猫医药馆 OTC 销售额占比约二成 15
图 33：公司销售渠道梳理 15

表 目 录

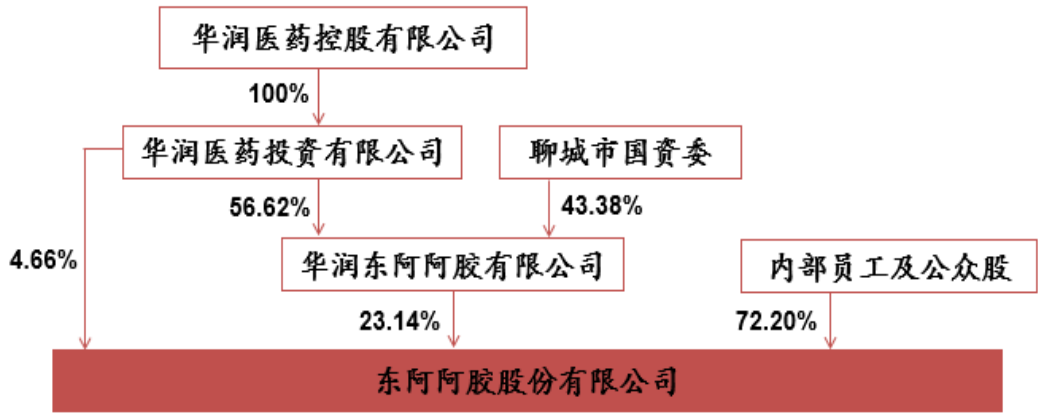
表 1：增持资管计划详情 1
表 2：公司主要产品特色 3
表 3：公司复方阿胶浆和桃花姬的提价情况 4
表 4：国内经营阿胶的企业 4
表 5：公司阿胶衍生品的开发 5
表 6：2015 年度中国非处方药产品综合统计排名（部分） 10
表 7：公司主营业务收入分拆与预测 16
表 8：可比公司估值情况 18
附表：财务预测与估值 20

1. 公司概况：专注于阿胶大健康领域的行业龙头

1.1 股东及高管陆续增持，看好公司长期发展

公司主要从事阿胶及阿胶系列产品的研发、生产和销售业务，是中国最大的阿胶企业。公司实际控制人为华润医药控股，为国有企业（华润医药控股是由国资委和北京国资委分别控股 72%和 28%）。华润医药控股通过华润东阿阿胶间接持有公司约 23.1%的股份，今年 4 月以来，为维护公司长期战略稳定，更好地发挥华润集团的整体优势和协同效应，其通过全资子公司华润医药投资增持 4.66%的股份，持股完成后合计持有公司约 27.8%的股份。

图 1：公司的股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

华润医药投资有限公司自 2016 年 4 月 20 日至 2016 年 5 月 5 日通过二级市场增持公司股份 3000 余万股，我们估算其均价 45.3 元/股，占公司已发行总股数的 4.66%。本次增持完成后，华润医药投资及其一致行动人华润东阿阿胶共计持有公司股份为 1.8 亿股，占公司已发行总股数的 27.8%。本次华润医药控股的持股比例增加，首先反映了华润集团对公司的信心，其次有利于华润对公司的掌控，将促进公司的盈利能力和综合竞争力提升。

公司近期公告披露了高管通过“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”在深圳证券交易所证券交易系统以竞价交易方增持。本次增持的参与人员具体如下：董事秦玉峰先生（16.6 万股）、董事吴怀峰先生（4 万股）、监事李世忠先生、副总裁王中诚先生、副总裁尤金花女士和副总裁周祥山先生。

表 1：增持资管计划详情

资管计划	增持数量（万股）	增持均价（元/股）	占股份总数比例
招商智远增持宝 6 号集合资产管理计划	96.2078	46.92	0.1471%
鹏华资产鲲鹏 12 号资产管理计划	168.5900	45.98	0.2577%
合计	264.7978	46.31	0.4048%

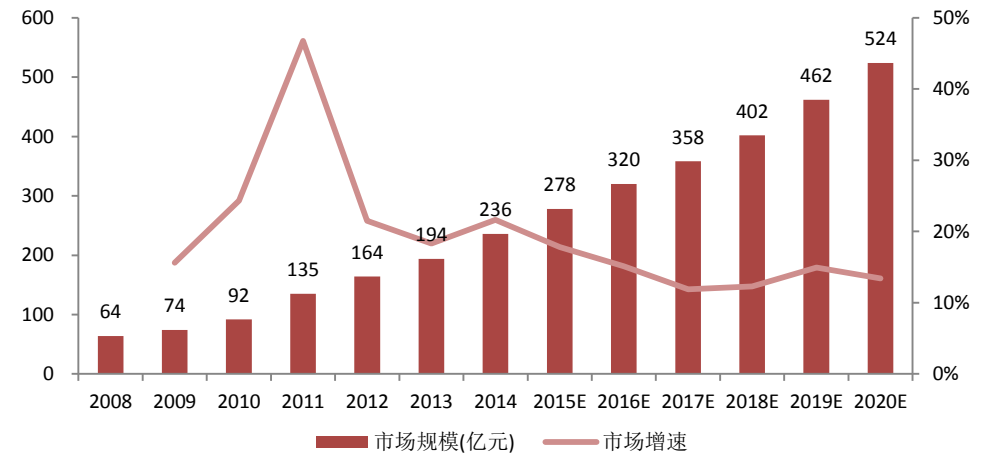
数据来源：公司公告，西南证券

我们认为：本次增持计划执行之后，上述股东持有的股份占东阿阿胶总股本的 0.44%。由于高管采用了自有资金和银行融资的方式参与此次增持计划，反应了公司高管对未来发展前景充满信心。且本次增持为历史估值水平相对较低位置，为长期投资最佳时点。

1.2 稳步推进“阿胶”价值回归及大健康战略

阿胶系中医治疗血虚的首选之品。随着我国居民收入水平的提高，滋补养生意识的增强，阿胶市场规模不断扩大。2012 年到 2014 年增速大约保持在 20%，预计未来 5 年增速趋缓，但仍将保持约 13%的年均复合增长率。

图 2：2008-2020 我国阿胶类产品市场规模



数据来源：中国产业信息网，西南证券

公司主要产品包括阿胶产品（阿胶块、复方阿胶浆）和阿胶衍生品（桃花姬阿胶糕、小分子阿胶和九朝贡胶），其中阿胶块、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕是公司的三大主力品种。

图 3：公司的主要产品

数据来源：西南证券整理

2015 年阿胶系列产品的销售收入为 45.3 亿，毛利 32.9 亿，其中阿胶块收入 30 亿左右（约 1200 吨），阿胶浆收入过 10 亿，桃花姬收入过 3 亿。

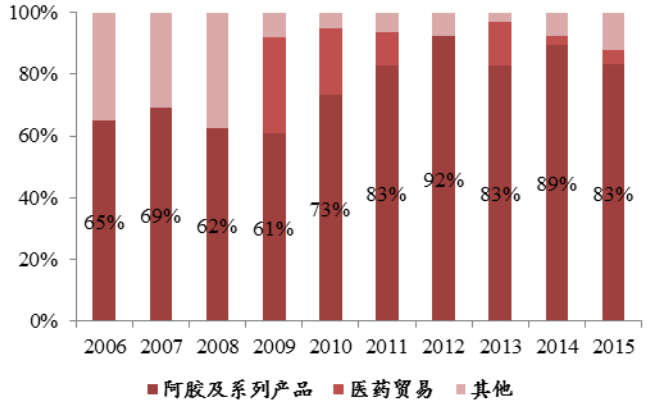
表 2：公司主要产品特色

产品名称	市场定位	目标人群	销售渠道
红标阿胶	高端传统中药	30-60 岁女性	药店、线上销售
复方阿胶浆	中成药	贫血人群	药店、医院、线上销售
桃花姬阿胶糕	食品类快速消费品		商超、线上销售
真颜小分子阿胶	高端口服养颜品	现代职场女性	

数据来源：西南证券整理

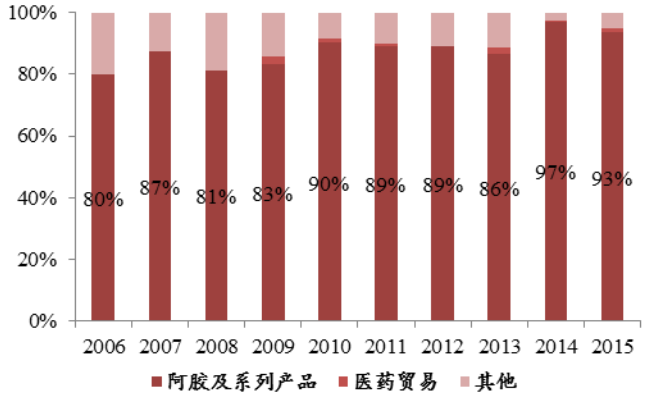
随着其他业务的逐步剥离和主营业务的快速增长，阿胶及阿胶系列产品的比重呈上升趋势，2015 年阿胶及阿胶系列产品分别贡献了公司收入和毛利的 83%和 93%，是公司收入和利润的主要来源。

图 4：2006-2015 年公司收入结构变化情况



数据来源：公司公告，西南证券

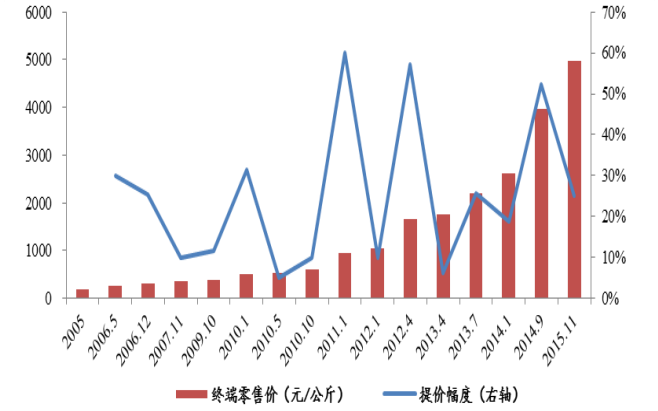
图 5：2006-2015 年公司毛利结构变化情况



数据来源：公司公告，西南证券

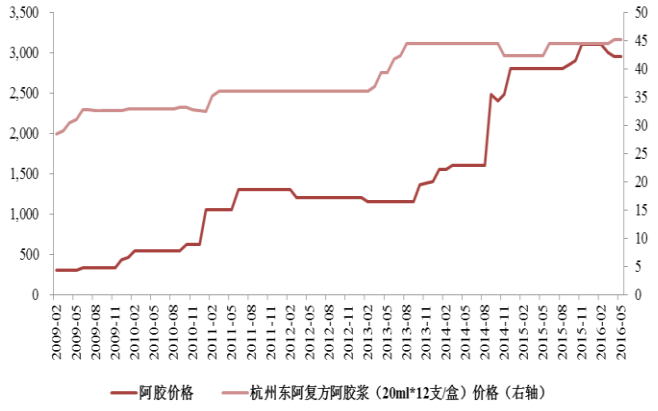
2005 年为公司的转折点，开启了阿胶价值回归之路。从价格角度看，公司生产的阿胶块自 2006 至今累计提价 16 次，出厂价由 194 元/公斤提至 3594 元/公斤，增长 18 倍；复方阿胶浆自 2007 年开始提价，至今累计提价 6 次，出厂价提高了约 1.5 倍；桃花姬阿胶糕也在 2015 年进行了两次提价。

图 6：阿胶块的终端零售价变化



数据来源：西南证券整理

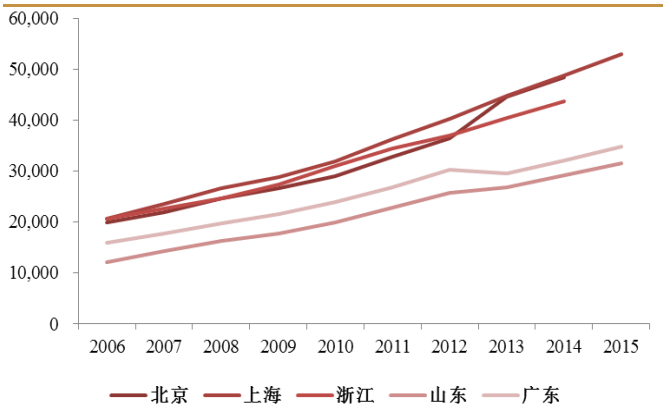
图 7：阿胶浆的价格回归



数据来源：药智网、西南证券

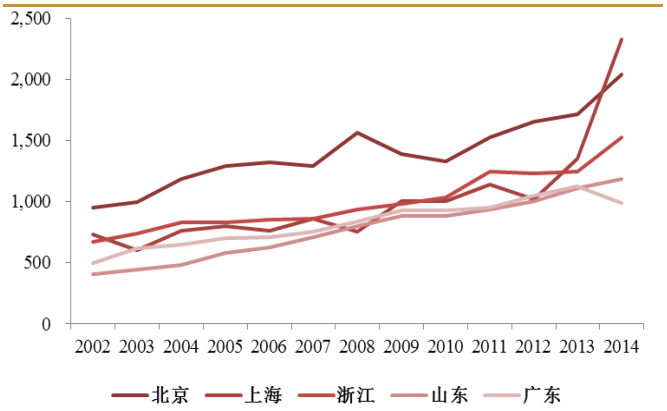
我国城镇居民人均医疗保健消费支出从 2005 年的 601 元增长到 2015 年 1443 元，增长了 2.4 倍。且从公司重点销售省市如山东、浙江、江苏、广东、北京、上海等，其人均收入增长及保健支出情况来看，十年间的涨幅均在 5 倍左右。我们认为：阿胶重点销售区域的居民消费水平提升和阿胶的价值回归过程是同步的，避免了由于提价导致客户的大面积流失。

图 8：重点销售省份人均可支配收入（元）



数据来源：wind，西南证券

图 9：重点销售省份人均医疗保健支出（元）



数据来源：wind，西南证券

由于原材料驴皮价格自 2012 年起出现大幅提升，公司公告并上调了产品价格，推进阿胶价值回归战略。我们认为该战略的主要目的有两个：其一是通过阿胶价值回归带动上游毛驴健康持续的发展。阿胶回归的终点也就是上游产业链能达到健康发展的状态。其二是希望阿胶能回归到历史上的地位和价值。

表 3：公司复方阿胶浆和桃花姬的提价情况

时间	复方阿胶浆	时间	桃花姬阿胶糕
2012.1	零售价上调幅度不超过 30%	2015.4	210 克桃花姬阿胶糕出厂价上调 25%，零售价做相应调整
2014.8	上调最高零售价格，上调幅度不超过 53%	2015.11	出厂价上调 25%，零售价做相应调整
2015.11	出厂价上调 25%，零售价做相应调整		

数据来源：公司公告，西南证券

从目前的市场格局来看，公司为单品价格第一，占据高端市场；福牌阿胶产能第一，占据中低端市场，二者合计产量占整个行业的 60%以上。近年来阿胶行业也陆续有新的竞争者参与，在上市企业中分别有同仁堂阿胶、太极天胶和佛慈阿胶。

表 4：国内经营阿胶的企业

	东阿阿胶	福牌阿胶	同仁堂	太极集团	佛慈制药
进入时间			2006 年	2012 年底	2012 年底
终端零售价提价幅度（2012 至今）	由 954 元/公斤提至 4730 元/公斤，增长 5.0 倍	由 960 元/公斤提至 2190 元/公斤，增长 2.3 倍	由 1140 元/公斤提至 3638 元/公斤，增长 3.2 倍	数据不详	2015 年提价 34%
终端零售价（元/公斤）	4730	2190	3638	3596	2760
设计产能（实际未达）	3000 吨	4000 吨	约 200 吨	100 吨 2015 实际生产 28 吨	约 60 吨

	东阿阿胶	福牌阿胶	同仁堂	太极集团	佛慈制药
销售规模	45.3 亿（2015）	约 30 亿（2015）	约 1 亿（2013）	约 5600 万（2015）	约 6000 万（2015）
品牌定位	高端	中低端	中低端	中低端	中低端

数据来源：西南证券整理

公司深耕阿胶行业多年，为阿胶行业龙头企业，未来将凭借“滋补上品”的高端定位、良好的用户基础和优质的品牌形象继续发力，将有望率先分享阿胶行业扩容带来的增长空间。

- 定位高端市场，与竞争者的消费人群不重合，不构成直接竞争关系。
- 多次提价后，消费人群发生结构性变化，用户的价格敏感性较低，产品有提价预期。
- 产品具有差异化定位，明显优于竞争对手；前期销售投入较大营销到位，“滋补”品牌形象深入人心。

公司同时确定了聚焦补血、滋补、保健业务的发展战略，集中优势和资源，聚焦阿胶主业，做大阿胶品类，实施主业导向型的单焦点多品牌发展战略，逐渐剥离医药商业、药用辅料、医疗器械、包装印刷等业务，并介入保健饮品领域。

持续推进阿胶衍生品开发，预计目前衍生品的收入占比约在 5%，主要品种是保健食品桃花姬。桃花姬聚焦开创“高端白领女性”，打造阿胶糕品类第一品牌，未来将继续深耕北京、山东两大重点市场，积极拓展西安、沈阳、郑州等潜力市场。此外，公司小分子阿胶在直营店和电商渠道进行试销，九朝贡胶预计可在高端市场实现较大提升。公司后期将向更加广阔的滋补健康品、饮品等领域发展，培育为新增长点。

表 5：公司阿胶衍生品的开发

	特点	销售现状及未来规划	销售节点预测
桃花姬阿胶糕	配方改良，多渠道立体化推广	收入占比约 5%，夯实原点市场，开发带动潜力市场	预计 16 年销量稳步上升
小分子阿胶	1、对阿胶胶汁进行酶解，进行产品形态创新；2、生物利用度是普通阿胶的 3.5 倍，缓解原料不足	16 年公司重点培育品牌	需市场培育，预计在 2017-2018 年起量
九朝贡胶	定位高端	16 年公司重点培育品牌	需经过市场培育期，预计在 2018 年起量
阿胶饮品		以 2989 万与爱之味、台湾第一生化合资设立东润堂生技（占 51%）；以 2550 万成立东润堂国贸（占 49%）	预计 2019 年起量

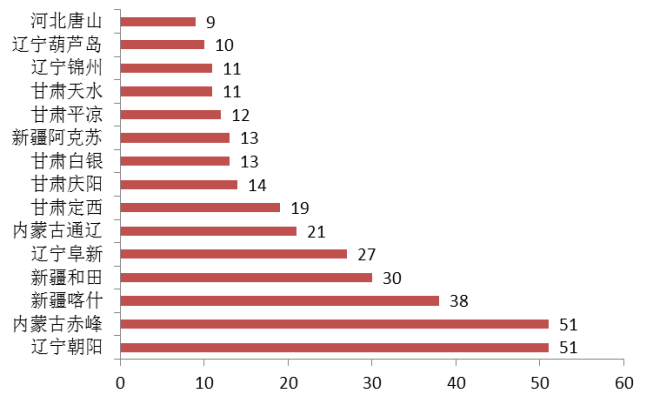
数据来源：公司公告，西南证券

2. 驴皮资源稀缺，阿胶存提价预期

2.1 国内毛驴存栏量下降，进口短时间难以缓解需求

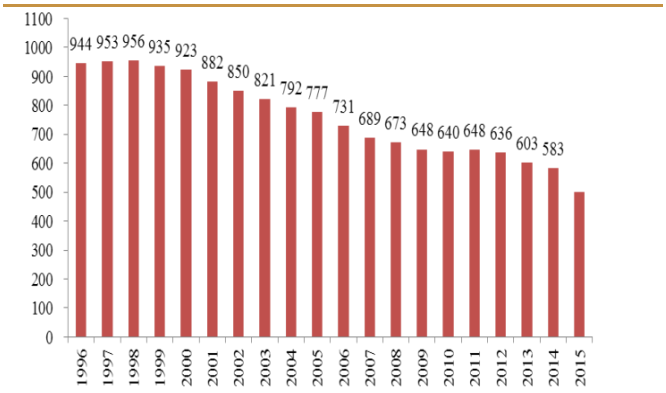
我国毛驴以华北、甘肃、新疆等地居多，主要有关中驴、德州驴、广灵驴、泌阳驴、新疆驴。德州驴又称无棣黑驴，其驴皮是熬制名贵中药阿胶的上等原料。我国毛驴养殖区集中在东北、华北、西北等地区的少数几个市县，毛驴存栏数约占全国毛驴总头数的 97%左右，辽宁朝阳和内蒙古赤峰等 15 个主要城市的毛驴存栏量占全国的 51%。随着农业机械化的普及，驴的传统役用功能没落，导致毛驴存栏量锐减。据 2015 国家畜牧统计年鉴显示，驴存栏量已由上世纪 90 年代的 1100 万头，下滑到目前的 400-500 万头，每年下降约 3.5%。

图 10：全国存栏量前 15 的市区（万头）



数据来源：中国知网，西南证券

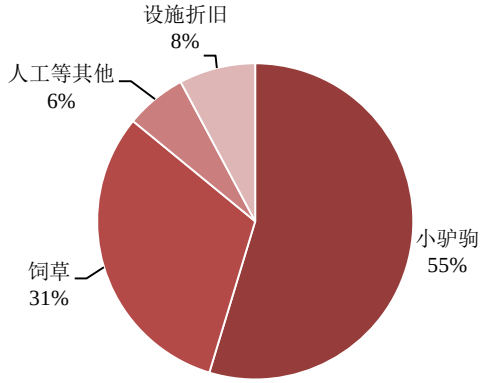
图 11：1996-2015 年国内毛驴存栏量变化



数据来源：中国知网、西南证券

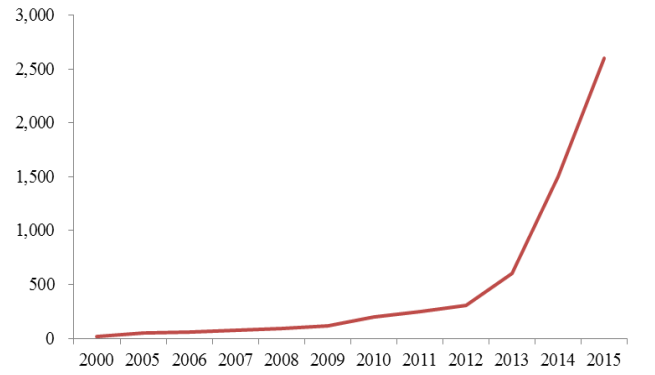
毛驴饲养相比牛、羊、猪、禽等有难度，喂养（不吃饲料）、怀孕时间长、生长周期慢等劣势。如简单测算，如以规模化养殖标准测算从小驴到长成的成本，购买 1 头 100 kg 多的小驴大约需 3500 元，饲草每年大约 2000 元，人工等其他成本 400 元，设施按 20 年折旧 500 元。养成以后的价格在 7500 元，一张驴皮收购价格大概在 2000-3000 元，其它副产品市场销路有限。故综合下来农户每只驴收益为 1100 元。可见毛驴不仅养殖难度大，且收益低，最终导致农户对毛驴的养殖积极性不高。

图 12：毛驴养殖成本



数据来源：西南证券整理

图 13：2000-2015 年国内驴皮价格变化

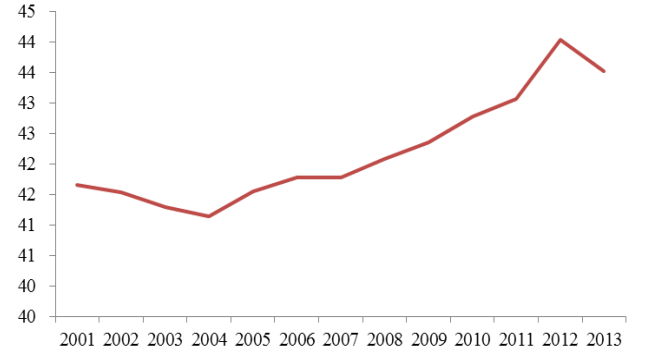


数据来源：山东阿胶行业协会、西南证券

假设毛驴出栏率为 25%左右，故粗略估计全国驴皮每年有 100 多万张。由于 1 张驴皮通常只能熬制生产 2 公斤左右阿胶，估算全国阿胶每年产量约为 2000-4000 吨。我们通过收入及销售价格估算公司阿胶产量约为 1000-2000 吨左右，而福胶的阿胶体量与公司相当。故在驴皮供给未上升的情况下，将明显呈现严重供不应求。

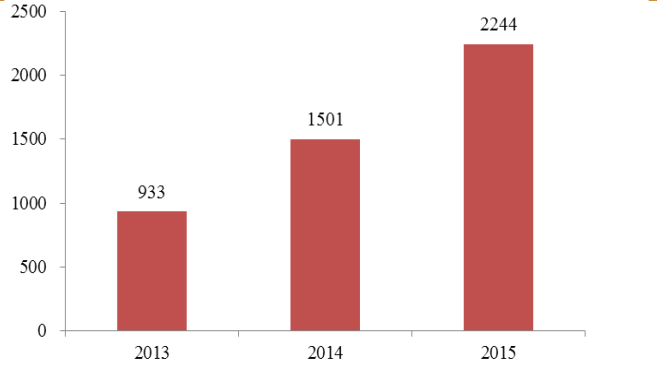
由于国内驴皮供应非常紧缺，对进口驴皮的采购数量近些年明显上升。以黄岛出入境检验检疫局披露，黄岛口岸的驴皮进口量 2013-2015 年分别为为 932.9 吨、1500.7 吨、2244.8 吨，如换算成为驴皮数则分别约为 10 万张、17 万张、25 万张，年增长率达到 48%以上。进口驴皮原产国主要集中在秘鲁、墨西哥和埃及，其中秘鲁占 50%以上。根据国家质检总局规定，我国目前可以从埃及、秘鲁、墨西哥等十几个国家进口驴皮。进境的生驴皮属于风险级别为 I 级，进境前须办理《进境动植物检疫许可证》，进境时需要查验检疫证书并实施检验检疫，进境后需在指定企业存放、加工并接受检验检疫监督。我们认为，由于驴皮进口量有限且不确定因素较多，且该领域的供需缺口很大，故在短期内还无法完全解决驴皮供应问题。

图 14：世界毛驴生产量



数据来源：联合国粮农组织，西南证券

图 15：黄岛口岸进口驴皮量（吨）



数据来源：黄岛出入境检验检疫局，西南证券

通过对比历史数据发现，自 2012 年起驴皮价格上涨了约 5 倍，而公司阿胶系列产品也提价超过 3 倍，我们认为阿胶系列提价与驴皮价格上涨具有正相关性。目前市场仍处于供不应求，故认为原材料紧缺仍将使得阿胶系列存在提价预期。

2.2 打造毛驴全产业链，加大驴皮市场供应

全国毛驴存栏量每年的急剧减少，导致驴皮价格一路飙升。驴皮价格飙升带来的成本问题是公司乃至整个阿胶产业急需解决的问题。公司采取的措施是采用自建基地与直购的方式来兴旺上游养驴业，从毛驴价值开发出发，突破驴皮需求推动。

2.2.1 布局毛驴养殖基地，加强上游驴皮供应

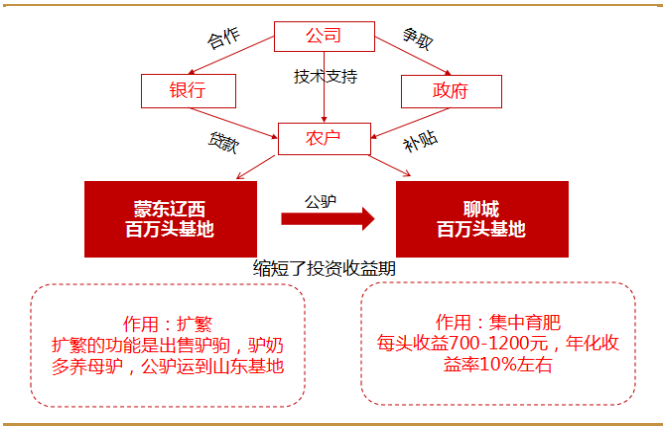
鉴于驴皮做为阿胶生产战略资源的重要性，从 2002 年至今，公司先后实施了“原料资源涵养”、“以肉谋皮，以工哺畜”发展战略，并开始打造以上游原料毛驴为核心的全产业链模式。公司多年来的工作主要包括良种的选育、活体循环开发毛驴以及毛驴养殖模式商业模式的探索。

- 公司从 2002 年起在全国主要养驴区域扶持了 2000 多个良种驴改良站，每年培训 8000 余人次，使毛驴后代良种率得到了显著提升，养殖效益明显提高。
- 公司在全国毛驴重点存栏区域建设 20 个养驴基地，设 1200 多个良种驴改良示范点，年改良 50 多万头基础母驴。2012 年 9 月公司投资 4.5 亿元启动建设了国家黑毛驴繁殖中心，这是国内唯一的黑毛驴良种繁育中心。

图 16：公司毛驴养殖示范基地

数据来源：西南证券整理

图 17：养殖基地合作模式



数据来源：西南证券整理

公司目前已经有 20-30 个基地（山东、河南、甘肃、内蒙、辽宁），约占公司驴皮供应的 20-30%，能够有效缓解驴皮需求。同时在东阿县城有 40-50 个农户，每个农户有毛驴 300 头左右，能提供约 12000-15000 头毛驴存栏。

重点打造两个百万头基地。公司拟用 5 年时间在聊城和蒙东辽西地区以农户加合作社加基地的方式建设两个百万头毛驴基地。2015 年蒙东辽西百万头基地开始筹建，目前这两个百万头基地都在筹建中。百万头基地选择在聊城地区和蒙东辽西缘于当地优越的地理位置和传统的养殖习惯，仅蒙东辽西一带毛驴存栏量已占到全国的 1/4 左右。

我们认为，公司打造两个百万头基地有两大好处：1）毛驴养殖规模化后将会带动全产业快速发展；2）两个百万头基地的定位不同，蒙东辽西百万头基地的作用是扩繁，即多养母驴，将公驴运到山东基地，而山东基地则是集中育肥。原本养殖毛驴的投资收益期需要三年，经过双百基地的差异化养殖，投资收益期都有缩短。

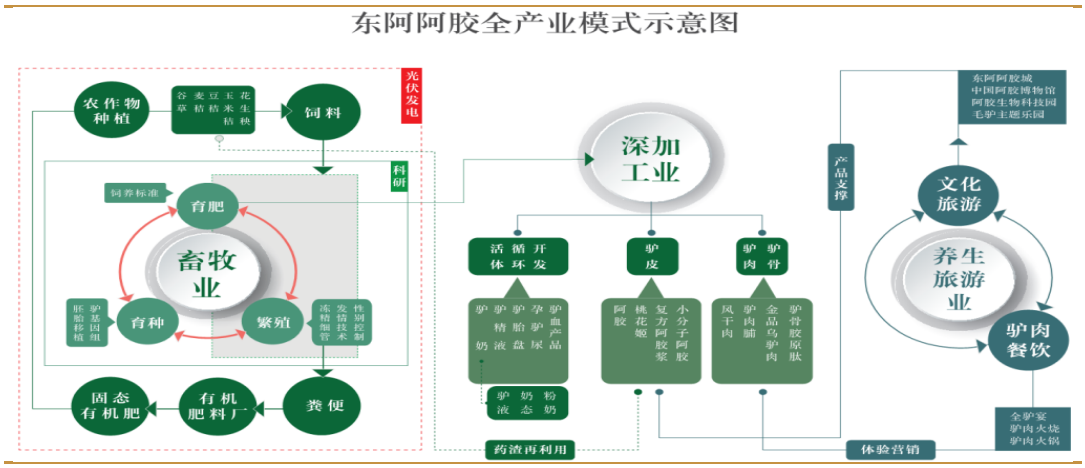
联合社会资源，多方合作打造养殖基地。公司打造两个百万头基地是采取的“政府+企业+银行+合作社+规模化养殖户”的发展模式。公司在其中发挥的作用主要包括：1）提供优良的驴种，良种选育经济价值开发的研究，饲喂标准的管理等一系列技术输出服务。2）帮助农户争取政府的补贴支持。在聊城已出台三项具体政策支持毛驴养殖。一是建成 300 头以上的圈舍政府补贴 10 万元；二是要求龙头企业组织驴源实施保护价收购；三是政府各职能部门对养殖户开绿灯，一切手续简化。3）帮助农户争取到银行贷款。公司在银行存入一笔款项，银行按 2：1 的比例定向给养殖户按基准利率贷款，目前齐鲁银行已发放贷款 2000 多万元。公司的下一步是把在公司和银行的合作模式在整个蒙东、辽西基地推开。

2.2.2 以驴皮供应为核心，全产业链布局

阿胶的原料是驴皮，但驴皮在毛驴养殖中的经济价值只占 25%。要调动农户养殖积极性，必须保证各个环节例如驴肉、驴奶、驴胎盘等需要在全产业链中协同发展。公司提出了一系列理念，例如“把毛驴当药材来养”、“毛驴活体循环开发”、“一头驴就是一个小银行、养一头驴相当于多种一亩地”等。以阿胶为中心的全产业链可以分为三部分：

- 第一产业：带动毛驴养殖，开发毛驴下游产品。公司与科研机构合作进行驴肉、驴奶、孕驴血、孕驴尿、驴胎盘、驴骨的深度开发，驴的价值可提升 6.8 倍。驴浑身是宝，驴肉蛋白质含量高，脂肪和胆固醇含量低，驴肉价格的复合增长率为 18%；驴奶是营养价值最接近母乳的乳品，在国外驴奶价格是牛奶的 20-25 倍，是羊奶的 5-8 倍；而孕驴血、孕驴尿、驴精液等更具备很高的医用价值，通过循环开发，每头毛驴价值达到 1.5 万元以上。
- 第二产业：聚焦阿胶主业，培育多个品牌，做大补血、滋补、美容三大市场，药店、医院、商超、健康连锁、电商五个终端。
- 第三产业：以中医理论为基础，以健康服务、文化体验为平台，向中医药治未病大健康服务及养生旅游业拓展。

图 18：公司全产业模式



数据来源：西南证券整理

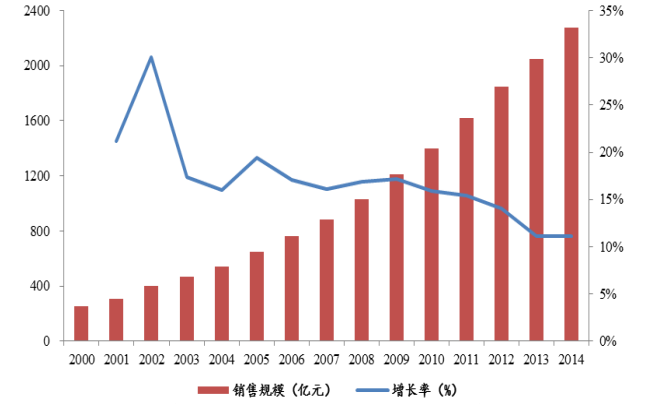
我们认为，公司坚持对阿胶全产业链的开发，对上游产业两个百万头基地的打造，会在未来缓解驴皮资源供应紧张的状态，形成上游产业的持续发展。这样对上游产业的针对性打造会有效降低成本并且促进阿胶产量的增长。

3. 品牌营销及渠道，助力公司取胜 OTC 市场

全球 OTC 市场规模在 2013 年约 860 亿美元，占全球药品市场的 12.3%。自 2003 年以来全球 OTC 市场规模稳步增长，增速保持在 4%以上，历年均高于全球药品市场增速。

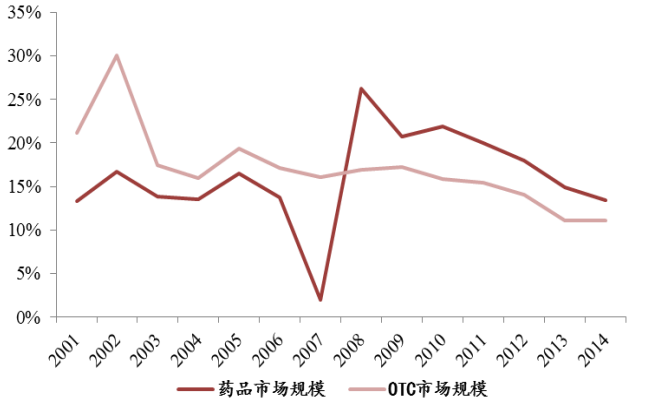
我国 2015 年 OTC 的市场规模约为 2400 亿元，约占整个药品市场的 17%。根据南方所的数据，OTC 市场在 2000 年至 2014 年间一直保持较高的增长率，年复合增长率为 17%，近几年增速趋于稳健。从市场增长率来看，我国 OTC 市场的增速高于整体药品市场的增速，08 年至 09 年开始全面推进新医改，我国医疗卫生的财政支出比例增加，推动了药品市场的增长，药品市场整体增速加快，而 OTC 的增速低于药品市场增速。但我们认为在当前政策背景下，OTC 行业增速在未来或将反转。

图 19：我国 OTC 市场规模



数据来源： wind、西南证券

图 20：近几年 OTC 市场增速略低于药品市场增速



数据来源：wind、西南证券

我国 OTC 市场相比发达国家仍有很大差距，主要表现在：1）OTC 品种数量远低于发达国家。美国的 OTC 产品数目超过 3 万个，而我国的 OTC 产品只有 4870 个；2）人均 OTC 费用支出远低于发达国家。美国 2015 年 OTC 人均消费为 1000 美元，而我国的 OTC 人均消费仅为约 28 美元。

我们认为，在药品招标降价常态化的大环境下，药品市场增速将放缓，而 OTC 的价格受招标影响较小，且有提价预期，预计未来 OTC 市场增速将高于处方药市场增速。预计我国 OTC 市场存在 5 倍以上的发展空间，前景广阔。

3.1 品牌化可提升 OTC 企业溢价

OTC 药品同质化现象十分普遍，同样成分、疗效药品有数个乃至更多不同品牌的产品在售，且同类产品的价格、成本和疗效大相径庭。受专业知识限制，绝大多数的消费者对 OTC 药品的选择以购买知名品牌为主，故 OTC 行业的品牌消费特点较突出。根据中国非处方药物协会统计 2015 年度中国非处方药产品综合排名显示，销售前三的产品多为品牌药。

表 6：2015 年度中国非处方药产品综合统计排名（部分）

	排名	商品名（商标）	药品通用名	企业名称
感冒咳嗽类	1	999	感冒灵颗粒/胶囊	华润三九医药股份有限公司
	2	以岭	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司

	排名	商品名（商标）	药品通用名	企业名称
	3	修正	肺宁颗粒	修正药业集团股份有限公司
消化类	1	江中	健胃消食片	江中制药股份有限公司
	2	扬子江	胃苏颗粒	扬子江药业集团有限公司
	3	康恩贝	肠炎宁片/糖浆/颗粒	浙江康恩贝制药股份有限公司
虚证类	1	东阿阿胶	阿胶系列	东阿阿胶股份有限公司
	2	阿谷停云	阿胶	山东华信制药有限公司
	3	同仁堂	六味地黄丸	北京同仁堂科技发展股份有限公司
外用类	1	云南白药	云南白药系列	云南白药集团股份有限公司
	2	马应龙	马应龙麝香痔疮膏/栓	马应龙药业集团股份有限公司
	3	奇正	消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司
儿科类	1	丁桂	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团股份有限公司
	2	神苗	小儿清肺化痰颗粒	神威药业集团有限公司
	3	优卡丹	小儿咽扁颗粒	仁和（集团）发展有限公司
妇科类	1	九芝堂	驴胶补血颗粒	九芝堂股份有限公司
	2	仲景	逍遥丸	仲景宛西制药股份有限公司
	3	同仁堂	加味逍遥丸	北京同仁堂科技发展股份有限公司

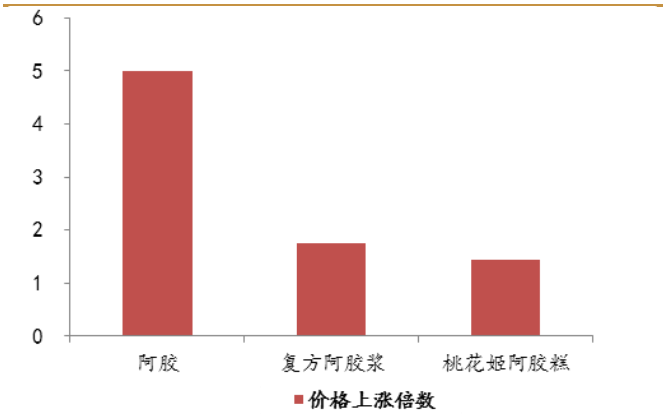
数据来源：中国非处方药物协会，西南证券

品牌 OTC 的溢价能力强。品牌的知名度越高，消费者认可度、忠诚度也就会越高，提价后客户流失的比率较小。以健民集团的健胃消食片为例，虽然该市场面临激烈的竞争，但五年间该产品的价格上涨了 40%，而另一家非品牌企业科辉制药的健胃消食片价格仍保持恒定。东阿阿胶三个主营阿胶产品在近几年间进行了多次提价，阿胶块价格上涨约 5 倍。

图 21：健胃消食片的价格变化

数据来源：PDB、西南证券

图 22：2010 年至今东阿阿胶主要产品价格上涨倍数



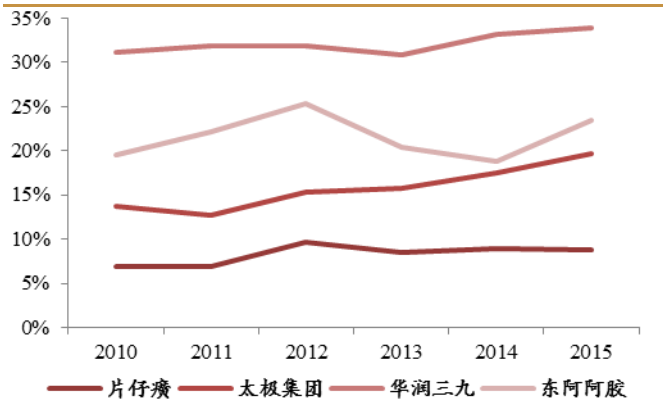
数据来源：西南证券整理

品牌 OTC 的壁垒提高。在 OTC 品牌的传播中，广告是最核心环节，持续的广告是药企快速建立并维护知名度的重要手段。但由于传统的广告成本越来越高，新厂家、新产品缺乏资金进行品牌建设，而已有品牌需要每年持续投入大量资金进行品牌宣传。近五年来国内主要 OTC 企业的销售费用占营业收入比例总体呈增加趋势。

药企曾经是央视黄金资源广告的“投标”大户，但广告费用的增加让众多药企无力承担，

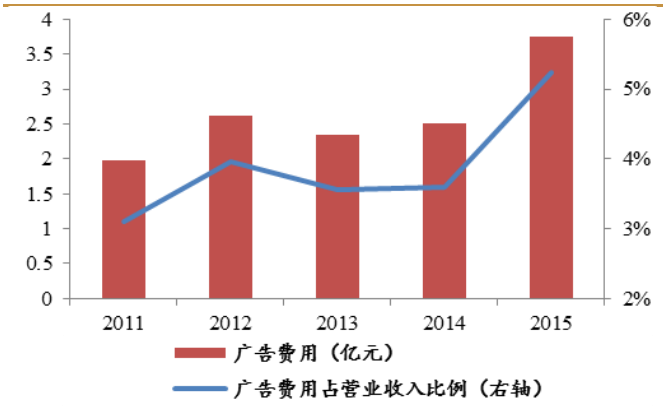
投标的热情开始逐渐消退。2013 年医药保健品广告中标总额为 7.02 亿元，占招标总额的 5%。而 14 年的药企中标金额仅为 3.7 亿元，占招标总额的比例降至 2.3%。

图 23：OTC 品牌企业的销售费用占营业收入的比例增加



数据来源：公司年报、西南证券

图 24：太极集团广告费用增长情况



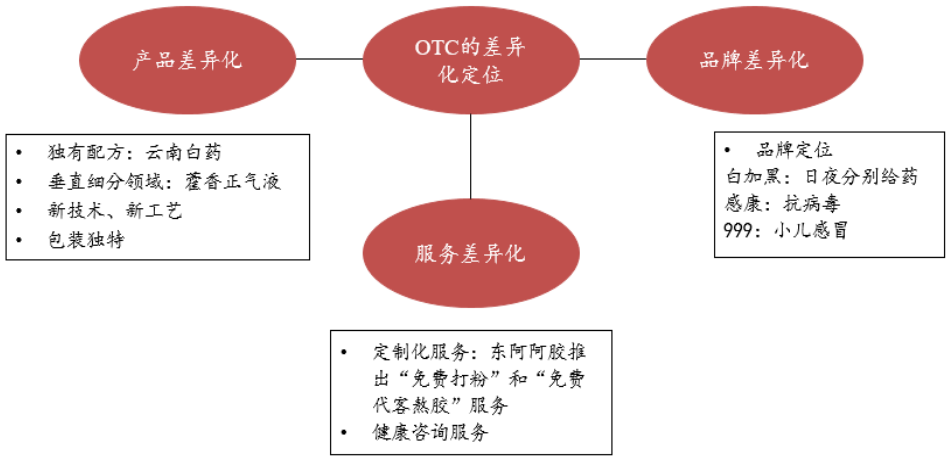
数据来源：公司年报、西南证券

我们认为：随着广告费用的大幅增加以及广告法的实施，新厂家进入的壁垒升高，OTC 行业的“马太效应”将越发明显，行业集中度将提高，利于 OTC 市场的发展，或将有益于品牌 OTC 企业巩固其品牌地位。

3.2 差异化定位提升企业竞争力

差异化是指在消费者心目中占领特殊位置，以区别于竞争产品的卖点和市场地位。我们认为，差异化的定位有助于占据消费者心智，可以让企业制胜 OTC 市场。我们将 OTC 行业的差异化定位分为三个维度：产品差异化、品牌差异化及服务差异化。

图 25：OTC 的差异化定位



数据来源：西南证券

产品本身可以实现差异化。例如云南白药依靠其独家秘方、独有疗效成为了跌打损伤领域的领导者，藿香正气液占据祛暑的垂直细分领域。随着制药科技的快速发展，越来越多的新技术、新工艺应用到已有产品上，如新剂型的开发。另外，作为消费品，新颖、好看的包装也可以吸引消费者的眼球。

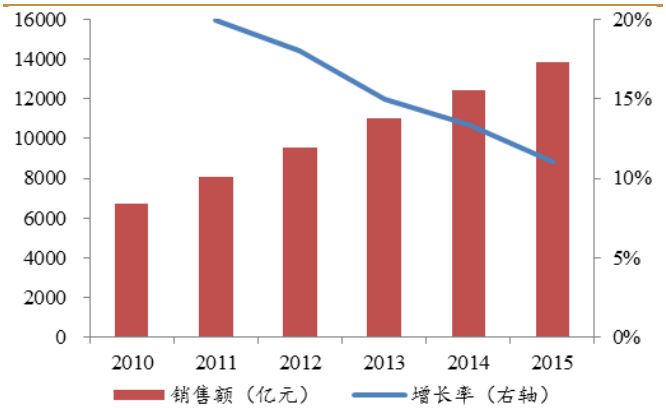
品牌的形象塑造也可以实现差异化。我国市场通过广告营销塑造了一批深入人心的 OTC 品牌，如泻立停、汇仁肾宝、金嗓子喉片等。在感冒药的细分市场上，不同企业提出了不同的品牌理念，感康提出的“抗病毒”概念、白加黑提出的“白天吃白片不瞌睡，晚上吃黑片睡的香”广告词、999 感冒灵通过独家冠名《爸爸去哪儿》节目塑造的治疗小儿感冒形象、泰诺的“起效快速”等，赋予了品牌独特的形象，使得他们成为感冒市场的领导者。

差异化的服务模式有助于提高消费者使用体验和品牌忠诚度。例如，东阿阿胶在市场分析的基础上，推出“阿胶免费打粉”和“免费代客熬胶”的服务，在全国各大连锁和药店配置了专用阿胶打粉机和熬胶技能，向消费者提供专业化的服务。同时，由于消费者的自我诊疗和保健意识增强，对消费者定向进行健康咨询服务也有助于品牌忠诚度的提高。

3.3 布局零售、电商等领域，延伸营销渠道

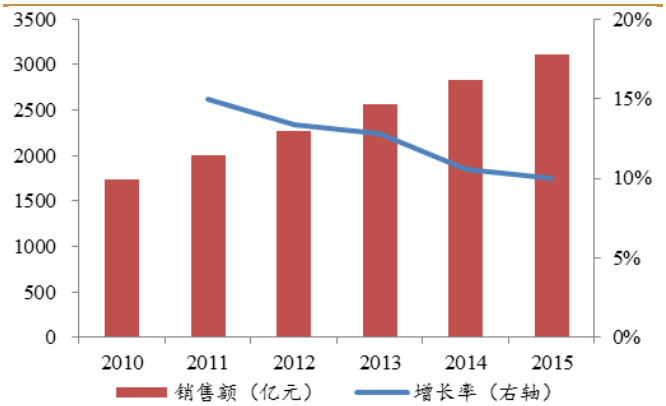
2015 年国内药品终端销售规模为 1.38 万亿元，从三大终端来看，第一终端公立医院占比 69%，第二终端零售药店终端占比 22%，第三终端公立基层医疗终端占比 9%。其中第二终端零售药店行业保持了持续、稳定的发展势头，市场规模从 2010 年的 1739 亿元增长到 2015 年的 3111 亿元，年复合增长率达到 12.3%，但增速低于公立医院及公立基层医疗终端的增速。

图 26：我国药品零售市场销售额



数据来源：南方所，西南证券

图 27：我国零售药店终端销售额

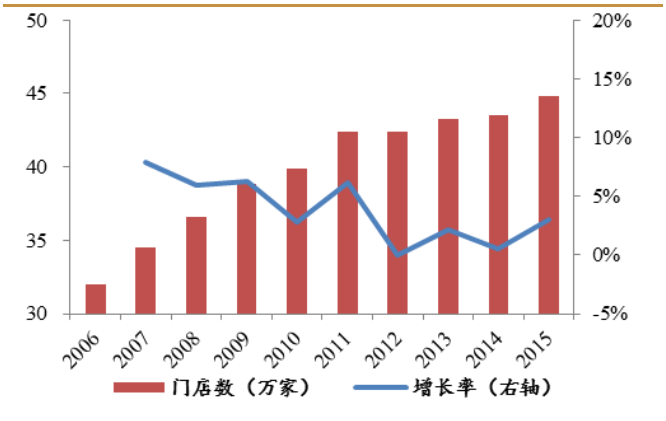


数据来源：南方所，西南证券

零售药店集中度升高。我国零售药店在近十年的发展中快速扩张，门店数目增长迅速，呈现“小而散”的竞争格局。CFDA 统计数据显示，我国零售药店总数从 2006 年的 32 万家迅速提高到 2015 年的 45 万家，其中零售单体药店 24 万家，零售连锁药店 20 万家。零售药店的连锁率逐年升高，从 2010 年的 34.3%提高到 45.7%，但仍与《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》提出的 2/3 连锁率目标相距甚远。

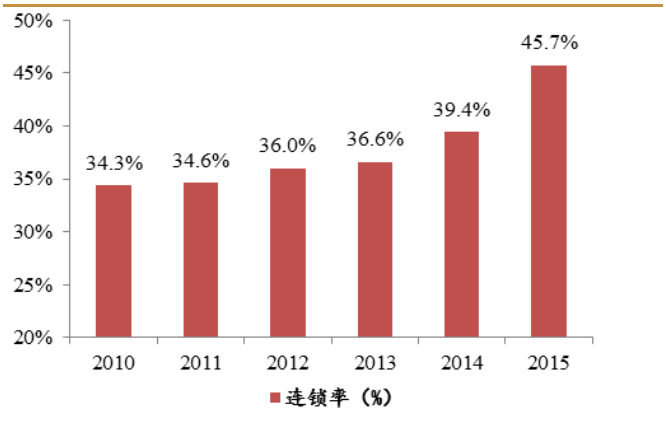
从门店数量上，我国平均每家连锁企业的门店数量仅有 41 家左右，行业内的龙头企业如国大药房、一心堂、益丰药房等门店数均未达 4000 家，而美国前三大零售药店的药店数量综合超过 2 万家。

图 28：零售药店门店数增长放缓



数据来源：wind、西南证券

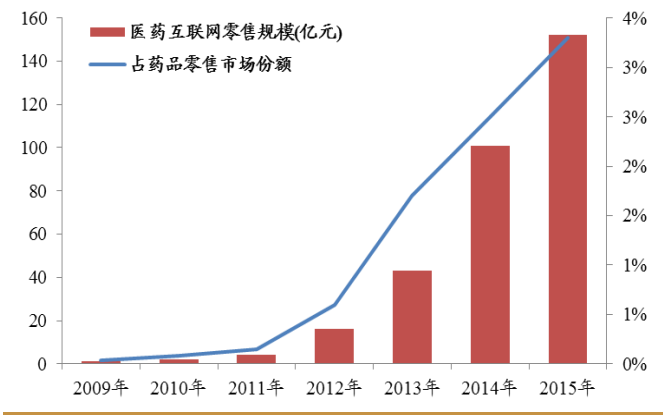
图 29：我国零售药店连锁率逐年提高



数据来源：wind、西南证券

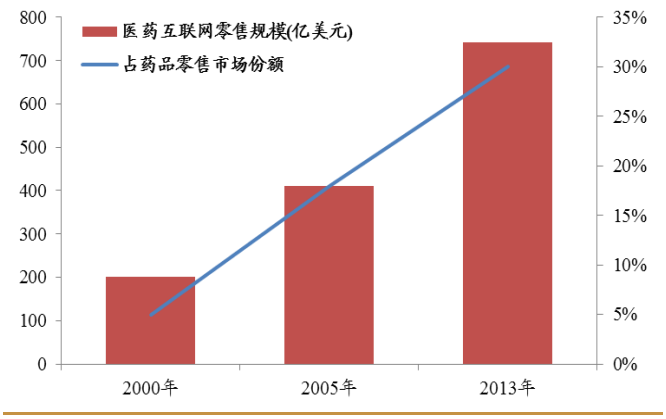
与此同时，我国医药电商市场已初步形成。2015 年，我国医药互联网零售规模达到 152 亿元，虽然保持了近 50%的增速，但占整个药品零售市场的份额仅约为 3%，相比美国 30%以上的互联网零售占比，存在约 10 倍的提升空间。

图 30：中国医药互联网零售规模及占比



数据来源：iResearch，西南证券

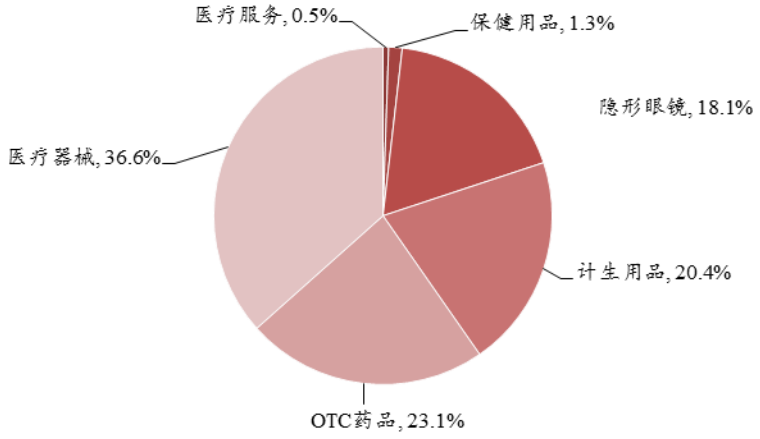
图 31：美国医药互联网零售规模及占比



数据来源：中国医药电商年会统计，西南证券

根据天猫医药馆数据，2015 年上半年天猫销售的商品中 OTC 的销售额居于第二位，占总销售额的 23.1%，仅次于医疗器械品类的销售额。2015 年天猫双十一当天，医药类目的双十一销售额同比增幅 315%，OTC 药品的同比增长超过 343%。当前，电商终端市场逐渐受到重视，尽管其所占比例不高，但增长速度很快。多家 OTC 企业均在电商网站设立平台，进行线上销售，如云南白药、东阿阿胶、太极集团、广誉远、片仔癀等。

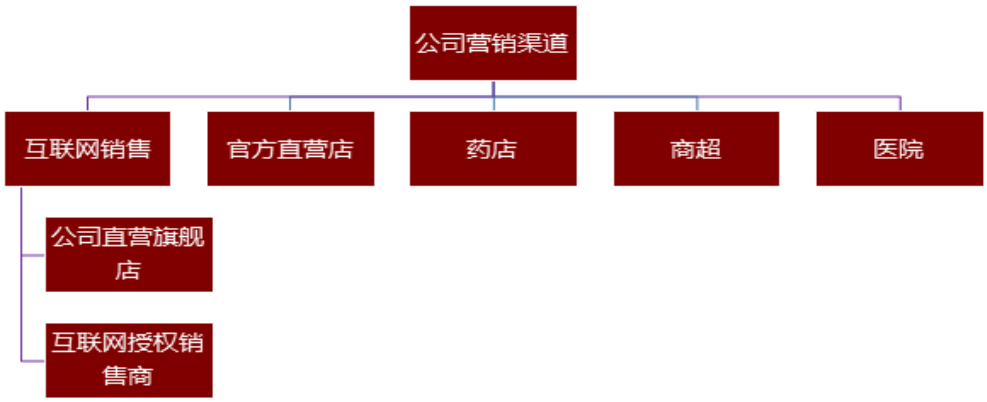
图 32：2015 年上半年天猫医药馆 OTC 销售额占比约二成



数据来源：天猫医药馆、西南证券

我们认为：电商渠道相比传统零售渠道的主要优势在于运营成本低，可以省去房租及人力的成本，降低期间费用，在实体药店的房租及人力成本持续上涨的情况下（三大药房中老百姓和一心堂的房租占收入比率及人力占收入比率逐年升高，唯有益丰药房的比例基本持平），电商渠道的毛利率较传统渠道高；**消费者从网上购买时信息流通更顺畅，也没有店员、导购影响决策，消费者更倾向于购买知名的 OTC 产品，利好品牌 OTC 企业。**

图 33：公司销售渠道梳理



数据来源：西南证券整理

目前来看，药店 OTC 销售是公司的主要销售渠道，拥有 8 万家目标终端的营销网络，销售阿胶类、复方阿胶浆类及其他 OTC 类产品。实体店方面布局了 100 余家直营（主要在山东地区）、商超（销售水晶枣、桃花姬等产品）；其次是互联网销售，为公司着力打造的线上销售平台，2015 年双“11”期间销售额为 3000-4000 万；第三是医院销售渠道，公司坚持走专业化学术推广的模式，走出了一条独具特色医院销售模式。目前维护医疗终端 4000 余家，其中三级以上医院 800 多家；现阶段销售的品种有阿胶、复方阿胶浆、安宫止血颗粒等品种，销售规模达 4 亿多元。

4. 盈利预测

根据对公司基本面分析，认为阿胶系列产品具有强的市场竞争力及提价预期，同时公司挖掘阿胶衍生品市场来保障业绩持续增长，公司具有长期成长性。对 2016-2018 年主营业务的关键假设如下：

1）下游需求持续增长。阿胶及相关产品收入增速保持 20%，且毛利率稳定在 72%左右；

2）期间费用保持稳定。2016-2018 年间销售费用分别为 21.3%、21.6%、21.8%；管理费用维持在 8.3%。

表 7：公司主营业务收入分析与预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计					
营业收入	3998.30	5440.83	6487.93	7745.37	9256.84
Yoy	-9.30%	36.08%	19.25%	19.38%	19.51%
营业成本	1377.74	1925.47	2345.87	2788.21	3321.91
毛利率	65.54%	64.61%	63.84%	64.00%	64.11%
阿胶及相关产品					
收入	3586.98	4526.29	5431.55	6517.86	7821.43
Yoy	7.73%	26.19%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1038.02	1238.26	1520.83	1825.00	2190.00
毛利率	71.06%	72.64%	72.00%	72.00%	72.00%
医药贸易					
收入	120.32	251.92	327.50	425.74	553.47
Yoy	-78.85%	109.38%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	109.99	207.14	278.37	361.88	470.45
毛利率	8.59%	17.78%	15.00%	15.00%	15.00%
药用辅料					
收入	25.70				
Yoy	-59.55%				
成本	19.14				
毛利率	25.53%				
其他					
收入	265.30	662.62	728.88	801.77	881.95
Yoy	-20.70%	149.76%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	210.59	480.07	546.66	601.33	661.46
毛利率	20.62%	27.55%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：wind、西南证券

综合分析，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.90 元、3.43 元、4.07 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍。

5. 估值分析

5.1 绝对估值

关键假设如下

1）永续期增长率为 2%；

2）β 系数选用医药商业（申万分类）行业最近 60 个月 β 值的算术平均；

3）税率：保持 15%稳定税率。

绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	15.00%
β 系数	0.48
债务资本成本 Kd	5%
债务资本比重 Wd	10%
股权资本成本 Ke	6.88%
WACC	6.61%

数据来源：wind、西南证券

FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	20391.16
净债务价值	-3142.17
股票价值	23533.33
每股价值	35.98 元

数据来源：wind、西南证券

FCFF 估值敏感性分析

WACC / 永续增长率	13.87%	14.37%	14.87%	15.37%	15.87%
1.0%	37.57	36.09	34.73	33.46	32.29
1.5%	38.32	36.76	35.33	34.01	32.78
2.0%	39.13	37.49	35.98	34.59	33.31
2.5%	40.01	38.28	36.69	35.23	33.88
3.0%	40.98	39.13	37.45	35.91	34.49

数据来源：wind、西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 35.98 元。

5.2 相对估值

我们选择业内 10 家中药企业作为估值参考，其中同仁堂、片仔癀、云南白药为传统中药；康美药业、白云山、天士力为中药龙头企业；华润三九、江中药业为 OTC 中药企业；以岭药业、康恩贝为现代口服中药企业。

表 8：可比公司估值情况

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
					TTM	16E	17E	
5	**000423.SZ**	**东阿阿胶**	**370**	**370**	**23**	**20**	**16**	**4.9**
		最高值	797	797	61	52	42	9.1
		中位数	320	320	28	23	20	3.9
		平均数	369	365	33	29	25	4.8
1	600518.SH	康美药业	797	797	27	23	19	4.0
2	000538.SZ	云南白药	723	723	26	23	20	5.1
3	600535.SH	天士力	441	441	49	44	38	6.0
4	600085.SH	同仁堂	398	398	28	24	21	5.1
5	600332.SH	白云山	320	283	25	23	20	3.8
6	600436.SH	片仔癀	302	302	61	52	42	9.1
7	000999.SZ	华润三九	255	255	21	20	18	3.2
8	002603.SZ	以岭药业	189	189	39	35	28	3.8
9	600572.SH	康恩贝	168	168	36	24	20	3.9
10	600750.SH	江中药业	94	94	23	22	18	3.8

数据来源：wind、西南证券

- 从市值角度，公司当前市值约为 370 亿元，处于行业中上平均水平；
- 从 PE 角度看，行业中位数为 23 倍，平均值为 29 倍，公司当前估值水平低于行业平均水平。公司近三年平均估值约为 21 倍，当前估值低于三年平均水平；
- 我们预测公司 2016-2018 年净利润复合增速为 18%，且鉴于公司产品提价预期强烈，且大健康布局能带动收入增长，其未来业绩提升空间较大。参考公司业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值情况，给予公司 2017 年 20 倍估值，对应目标股价为 68.6 元。上调为“买入”评级。

6. 风险提示

1）原材料价格或大幅波动

由于毛驴规模化养殖进程较慢，短期驴皮资源供给紧张关系仍存。故存在阿胶原料驴皮价格波动导致生产成本上升的风险。

2）产品销售或低于预期

产品提价后或导致部分顾客流失，存在销售量或低于预期的风险；受渠道及竞争对手影响，大健康系列产品销售存在或低于预期的风险。

3）市场系统性风险

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5449.66	6498.46	7757.95	9271.87
营业成本	1928.75	2349.68	2792.74	3327.30
营业税金及附加	64.58	77.13	92.42	110.22
销售费用	1276.78	1387.11	1676.15	2023.37
管理费用	423.18	549.78	648.80	769.17
财务费用	-17.43	1.06	1.27	1.51
资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00
投资收益	151.88	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1920.27	2228.70	2641.58	3135.29
其他非经营损益	6.91	13.68	12.68	12.05
利润总额	1927.19	2242.39	2654.26	3147.35
所得税	289.37	336.56	398.13	472.27
净利润	1637.81	1905.83	2256.12	2675.08
少数股东损益	12.79	10.00	10.00	10.00
归属母公司股东净利润	1625.03	1895.83	2246.12	2665.08

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	1637.81	1905.83	2256.12	2675.08
折旧与摊销	98.64	207.34	207.34	207.34
财务费用	-17.43	1.06	1.27	1.51
资产减值损失	5.40	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-1879.40	-559.69	-749.91	-948.49
其他	1132.58	-104.31	-105.34	-104.94
经营活动现金流净额	977.61	1455.23	1614.48	1835.50
资本支出	-135.89	0.00	0.00	0.00
其他	-1264.55	113.86	97.70	98.84
投资活动现金流净额	-1400.44	113.86	97.70	98.84
短期借款	80.00	-80.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-16.35	0.00	0.00	0.00
支付股利	-523.22	-622.64	-726.40	-860.61
其他	-9.01	-4.51	-1.27	-1.51
筹资活动现金流净额	-468.57	-707.14	-727.66	-862.13
现金流量净额	-891.26	861.94	984.51	1072.21

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1658.56	2520.50	3505.01	4577.22
应收和预付款项	768.83	870.10	1038.60	1251.29
存货	1725.48	2101.35	2498.06	2976.23
其他流动资产	2280.15	2718.97	3245.94	3879.37
长期股权投资	93.64	93.64	93.64	93.64
投资性房地产	30.53	16.68	18.98	20.14
固定资产和在建工程	1539.10	1361.20	1183.29	1005.39
无形资产和开发支出	204.60	175.94	147.29	118.63
其他非流动资产	308.12	307.34	306.56	305.78
资产总计	8609.02	10165.73	12037.38	14227.70
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	743.40	962.52	1159.36	1360.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	702.60	840.44	985.53	1160.58
负债合计	1526.00	1802.96	2144.89	2520.75
股本	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	697.50	697.50	697.50	697.50
留存收益	5658.87	6932.06	8451.78	10256.25
归属母公司股东权益	7013.83	8283.58	9803.30	11607.76
少数股东权益	69.19	79.19	89.19	99.19
股东权益合计	7083.02	8362.77	9892.49	11706.95
负债和股东权益合计	8609.02	10165.73	12037.38	14227.70

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	35.94%	19.25%	19.38%	19.51%
营业利润增长率	20.61%	16.06%	18.53%	18.69%
净利润增长率	19.35%	16.36%	18.38%	18.57%
EBITDA 增长率	22.72%	21.76%	16.95%	17.33%
获利能力				
毛利率	64.61%	63.84%	64.00%	64.11%
三费率	30.87%	29.82%	29.98%	30.13%
净利率	30.05%	29.33%	29.08%	28.85%
ROE	23.12%	22.79%	22.81%	22.85%
ROA	19.02%	18.75%	18.74%	18.80%
ROIC	35.25%	32.38%	35.01%	37.04%
EBITDA/销售收入	36.73%	37.50%	36.74%	36.07%
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.69	0.70	0.71
固定资产周转率	4.05	5.10	7.08	10.10
应收账款周转率	25.69	21.57	23.70	23.12
存货周转率	1.21	1.23	1.21	1.22
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.07%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	17.73%	17.74%	17.82%	17.72%
带息债务/总负债	5.24%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.42	4.74	4.96	5.18
速动比率	3.24	3.53	3.76	3.96
股利支付率	32.20%	32.84%	32.34%	32.29%
每股指标				
每股收益	2.48	2.90	3.43	4.07
每股净资产	10.83	12.79	15.13	17.90
每股经营现金	1.49	2.23	2.47	2.81
每股股利	0.80	0.95	1.11	1.32

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	2001.48	2437.10	2850.18	3344.15
PE	22.78	19.53	16.48	13.89
PB	5.23	4.43	3.74	3.16
PS	6.79	5.70	4.77	3.99
EV/EBITDA	17.51	14.01	11.63	9.59
股息率	1.41%	1.68%	1.96%	2.32%

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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 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
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn