2017 年 05 月 17 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 76.0

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/5/17)	66.28
深证成指(2017/5/17)	10030.11
股价 12 个月高/低	70.19/43.99
总发行股数(百万)	654.02
A 股数(百万)	653.87
A 市值(亿元)	433.38
主要股东	华润东阿阿胶有限公司(23.14%)
每股净值(元)	13.71
股价/账面净值	4.84

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.1	16.4	43.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-03-10	56.92	买入
2016-11-18	61.18	买入

产品组合

阿胶及系列	89.7%
其他	6.6%
医药贸易	3.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.0%
一般法人	34.2%

股价相对大盘走势

东阿阿胶(000423.SZ) buy 买入

滋补中药龙头，将在消费升级中受益

结论与建议：

- **老龄化加剧及消费升级利于滋补中药的销售：**目前我国已经进入老龄化社会，1960-1970年的“婴儿潮”即将变成未来10-20年的“老年潮”，并且随着人们可支配收入的不断增长以及保健理念的不断深入，对健康的关注度提升，人们对于具有“治未病”的中药滋补品的需求将不断增加，中高端滋补中药市场将不断成长。

- **滋补中药龙头，业绩稳定增长：**自古以来，阿胶就被推崇为“补血圣药”，与“人参”、“鹿茸”并称中药滋补“三大宝”，具有2500多年的悠久历史，堪称中药家族之最。陶弘景《本草经集注》曰:阿胶,出东阿,故曰阿胶。明确了东阿阿胶的纯正地位。公司主要产品“阿胶块”在2010年自主定价后，出厂价已累计上涨6倍，近10年净利润的CAGR也达到了28.7%。从近两年的提价情况来看，公司阿胶块提价后销售量保持相对稳定，并未受到冲击，显示出高端滋补中药市场对价格敏感度低，接受度较好。并且，随着公司的提价，公司净利率也有所提升，提价的多数利润实际留存在了公司内。目前阿胶原材料驴皮仍处于较为紧缺的状态，我们认为公司仍将延续提价战略，将在消费升级中受益，业绩预计将会稳定增长。

- **构建阿胶产业生态系统，保障公司长远发展：**目前，公司在国内已建立了 20 个毛驴药材标准化养殖示范基地，并计划在 2017 年再建 10 个以上养殖基地。公司还在埃及、秘鲁、墨西哥等地定点采购，与澳大利亚北领地政府签署合作协议进行毛驴养殖、屠宰加工及贸易投资，并且还在布局非洲、中亚市场。另外，公司通过实施毛驴活体循环开发，提升毛驴的综合价值，并通过产业链反哺上游，提升上游养殖毛驴的积极性。我们认为在阿胶需求量不断提升的背景下，公司全球获取原料来源并构建阿胶产业生态系统，将保障公司的长远发展。

- **盈利预测及投资建议**：我们预计公司 2017/2018 年实现净利润 21.6 亿元（YOY+16.8%）/25.2 亿元（YOY+16.5%），EPS 分别为 3.31 元/3.85 元，对应 PE 分别为 20 倍/17 倍。公司阿胶块作为高端滋补中药，经过多轮提价后阿胶块的销售量并未受到明显影响，未来将不断在中药消费升级中受益，阿胶产业生态系统的建立又将保障公司长远的发展。目前估值合理，维持“买入”投资建议，目标价 76 元（对应 2017 年 PE 23X）。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1366	1625	1852	2163	2521
同比增减	%	13.52%	19.00%	14.00%	16.77%	16.53%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.09	2.48	2.83	3.31	3.85
同比增减	%	13.52%	19.00%	13.99%	58.41%	16.53%
市盈率(P/E)	X	32	27	23	20	17
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.80	0.90	1.06	1.23
GON 股息率 (Yield)	%	1.41%	1.41%	1.58%	1.86%	2.17%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
营业收入	4,009	5,450	6,317	7,265	8,319
经营成本	1,381	1,929	2,088	2,330	2,600
主营业务利润	2,628	3,521	4,230	4,935	5,719
销售费用	751	1,277	1,618	1,867	2,131
管理费用	372	423	493	567	641
财务费用	-40	-17	-17	-22	-25
营业利润	1,592	1,920	2,163	2,532	2,960
补贴收入	30	21	39	35	30
税前利润	1,613	1,927	2,196	2,562	2,985
所得税	241	289	341	395	460
少数股东损益	7	13	3	4	5
归属于母公司净利润	1,366	1,625	1,852	2,163	2,521

附二：合并资产负债表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
货币资金	2,550	1,659	2,972	2,972	3,776
存货	1,464	1,725	1,017	1,017	1,165
应收账款	149	429	363	363	416
流动资产合计	5,427	6,433	5,307	5,307	6,419
长期股权投资	74	94	120	120	120
固定资产	1,326	1,363	660	660	680
无形资产及其他资产合计	231	199	190	190	200
资产总计	7,460	8,609	6,787	6,787	7,969
流动负债合计	1,357	1,455	1,100	1,100	1,200
长期负债合计	75	71	-1,816	-1,816	-2,453
负债合计	1,432	1,526	-716	-716	-1,253
少数股东权益	105	69	15	15	18
股东权益合计	6,028	7,083	7,503	7,503	9,222
负债及股东权益合计	7,460	8,609	6,787	6,787	7,969

附三：合并现金流量表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	657	978	1,855	1,948	2,239
投资活动产生的现金流量净额	401	-1,400	-330	-690	-905
筹资活动产生的现金流量净额	-422	-469	-539	-500	-530
现金及现金等价物净增加额	636	-891	987	758	804

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。