

存国企改革预期，现公司转型曙光

- ❖ **短期逻辑再验证：2020 年内公司有望完成超额渠道库存消化。**我们原创性地提出从 3 大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存，分别为通过“药店柜台阿胶块生产日期”测算、通过“应收账款+商业承兑汇票”测算、通过“营收动销差”（营业收入-终端动销）测算，得出截止 2020Q3 阿胶块超额渠道库存约 1-3 个月的核心结论。我们认为，随着 Q4 旺季到来（Q4 全年营收占比约 36%、现金流占比约 48%），公司年内有望完成超额渠道库存消化。
- ❖ **长期逻辑：公司转型曙光初现。**我们通过深入行业及上下游产业调研，逐渐厘清市场认知较少的公司转型路径。我们从产品战略、定价策略、品牌战略、客户战略等维度详细解读“公司转型”。在产品方面，我们认为在公司原有三大传统产品中，复方阿胶浆最具发展潜力；在公司新产品中，阿胶粉是阿胶“即食化 3.0”代表作。在定价方面，公司有望通过适当降低产品价格，做大阿胶客户群体。在品牌方面，公司有望开创“阿胶粉+”全新消费场景，探索双品牌，同时品牌营销向线上倾斜。在客户方面，公司有望吸引年轻客户，并拓展中产人群。综上所述，我们认为，公司转型有望成功，主要原因有三点：1）公司始终坚持精益求精，做最高质量的阿胶，产品具有较强的诚信背书和美誉度。经过查询大量公开信息，我们未发现关于公司产品质量的负面新闻。2）东阿阿胶为中药滋补品领域最具影响力的品牌之一，具有较强的稀缺属性。在我们调研的业内人士中，包括驴皮养殖户、药品经销商、零售药店等上下游客户，当被问及对阿胶品牌的选择时，大部分受访者均表示选择东阿阿胶，而非其他阿胶品牌。3）公司新任总裁高登锋先生，具有多年保健品及线上业务管理经验，有望带领公司达成转型目标。
- ❖ **体制改革-潜在催化剂：“双百行动”有望提上日程。**“双百行动”是国务院国有企业改革领导小组选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业，实施国企改革，主要目的是推进股权多元化和混合所有制改革、健全法人治理结构；完善市场化经营机制；健全激励约束机制等。公司于 2018 年入选“双百企业”名单，对公司长期发展具有重大意义。“双百行动”已如火如荼开展，截止 2019 年底，近半数企业已开始改革。在“双百企业”医药上市公司中，“上海医药”、“中新药业”均于 2019 年推出股权激励方案并实施。我们认为，在“双百行动”下，东阿阿胶国企改革有望实现进展。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司短期逻辑持续验证，公司转型逐渐清晰，我们看好公司长远发展，维持预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.32/13.90/17.02 亿元，EPS 预计分别为 0.2/2.12/2.60 元。公司与其他中药消费品公司具有一定可比性，采用 PE 法估值，通过可比公司估值横向对比（参考片仔癀、同仁堂、云南白药 2009-2018 年平均 PE 为 44 倍），以及公司历史估值纵向对比（2009-2018 年平均 PE 为 30 倍），长期来看我们给予东阿阿胶 30-44 倍 PE 的估值范围，2021 年给予其较为保守的 31 倍 PE，对应 431 亿市值，维持 66 元目标价，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**新冠疫情再次爆发影响终端动销，原材料涨价。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	2,959	4,009	5,724	6,586
同比增速(%)	-59.7%	35.5%	42.8%	15.1%
归母净利润(百万)	-444	132	1,390	1,702
同比增速(%)	-121.3%	129.6%	958.0%	22.5%
每股盈利(元)	-0.68	0.20	2.12	2.60
市盈率(倍)	-57	192	18	15
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 10 月 28 日收盘价

强推（维持）

目标价：66 元

当前价：39.38 元

华创证券研究所

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

公司基本数据

总股本(万股)	65,402
已上市流通股(万股)	65,387
总市值(亿元)	257.55
流通市值(亿元)	257.49
资产负债率(%)	13.7
每股净资产(元)	14.7
12 个月内最高/最低价	48.47/24.78

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东阿阿胶 (000423) 2020 年中报点评：库存遂见底，长期逻辑渐清晰》

2020-08-26

《东阿阿胶 (000423) 跟踪快报：Q3 业绩有望同比增长，股价回调是配置良机》

2020-09-25

《东阿阿胶 (000423) 2020 年三季度业绩预告点评：2020 年单季度有望首次盈利，边际改善持续验证》

2020-10-15

【报告亮点】

前言：我们是全市场较早的在东阿阿胶遭遇库存危机后通过深度报告给予“强推”评级的卖方研究机构，于2020年8月2日发布首篇深度报告《东阿阿胶（000423）深度研究报告：库存遂见底，存左侧配置良机》，本篇报告为东阿阿胶系列报告第二篇。

本篇报告在前文投资逻辑基础上（前文主要逻辑为“短期逻辑-阿胶块库存见底，需求回暖+价格企稳，有望带来业绩快速反弹；长期逻辑-管理层理念转变，《中国药典》2020版带来行业出清，复方阿胶浆与阿胶块形成双轮驱动；市场存在三大预期差”），原创性地提出如下观点：

1、阿胶块渠道库存是历史遗留问题，测算其现有规模及去化周期是短期投资的重要参考，市场多以小样本渠道调研的方式进行测算分析。但小样本渠道调研存在与整体拟合性不足问题。因此，我们通过市场调研及多项核心数据，原创性地从3大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存，并得出截止2020Q3，阿胶块超额渠道库存约1-3个月的核心结论。

2、从产品战略、定价策略、品牌战略、客户战略等维度详细解读“公司转型”，并认为“公司转型”有望成功。

【投资逻辑】

1、短期逻辑再验证：2020年内公司有望完成超额渠道库存消化

2、长期逻辑：公司转型曙光初现

3、体制改革-潜在催化剂：“双百行动”有望提上日程

【关键假设、估值与盈利预测】**1、关键假设**

（1）阿胶块：2017-2018年阿胶块销售额约为40亿左右，处于巅峰时期；2019年阿胶块大力去库存时期，销售额下降为10亿左右；2020年阿胶块去库存基本结束，销售额预计回升到20亿左右；2021年阿胶块逐渐恢复正常发货节奏，预计销售额约为35亿元左右，2022年阿胶块销售额有望恢复至2018年40亿水平。《中国药典》将于2020年12月30日起执行，预计将给阿胶行业带来颠覆性变革，未达到新版《中国药典》标准的市场份额将逐步退出，领先于新版《中国药典》标准的东阿阿胶市场份额有望逐步扩大。东阿阿胶阿胶块销售额有望在2022年后保持中速增长。

（2）复方阿胶浆：2017-2018年复方阿胶浆销售额约20亿左右，处于巅峰时期。2019年复方阿胶浆受双重因素影响，销售额下降为5亿元左右。一是去库存；二是部分省份零售药店开始严格执行医保个人账户报销政策，复方阿胶浆仅限于重度贫血患者使用，医保销售随着减少。我们预计2020-2022年，医保个人账户限制措施可能在全国各省逐步执行，复方阿胶浆销售额将维持在10亿元水平。在医保销售去化完成后，复方阿胶浆有望凭借三大核心竞争力实现快速增长。

（3）桃花姬、阿胶粉等保健食品：保健食品竞争对手较多，预计桃花姬等保健食品营收同比增速不高；阿胶粉在公司的强力推动下，预计有望实现快速增长。综合来看，2021-2022年有望实现30%增长。

（4）阿胶系列毛利率：2019-2021年因产品价格下降，公司减产导致规模效应下降，毛利率逐年降低。我们预计随着公司各项经营逐渐恢复，2022年毛利率有望恢复至68%，趋近于稳态。

2、估值

可比公司对比。我们选取片仔癀、同仁堂、云南白药三家可比公司2009-2018年（为东阿阿胶正常年份，不含2019-2020去库存年份）数据进行横向对比，三家公司平均PE（TTM）扣非为44倍，扣非归母净利润增速CAGR为20.7%，平均PEG为2.3。

东阿阿胶历史对比。东阿阿胶2009-2018年（剔除去库存异常年，即2019-2020年）PE（TTM）扣非为30倍，扣非归母净利润增速CAGR为21%，平均PEG为1.4。

通过可比公司估值横向对比，以及公司历史估值纵向对比，长期来看我们给予东阿阿胶30-44倍PE的估值范围，2021年给予其较为保守的31倍PE，当年归母净利润预计为13.9亿，对应目标市值为431亿。

目 录

一、短期逻辑再验证.....	5
（一）3 大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存，预计约 1-3 个月（截止 2020Q3）.....	5
1、通过“药店柜台阿胶块生产日期”验证.....	5
2、通过“应收账款+商业承兑汇票”验证.....	5
3、通过“营收动销差”（营业收入-终端动销）验证.....	6
（二）阿胶块有望三底共筑，短期业绩料将快速反弹.....	7
（三）2020Q3 业绩跟踪：“阿胶系列”有望实现 10-15 亿营收.....	7
二、长期逻辑：公司转型曙光初现.....	8
（一）产品战略.....	9
1、三大传统产品：复方阿胶浆预计最具发展潜力.....	9
2、新产品：“阿胶粉+”是阿胶“即食化 3.0”的代表作.....	10
（二）定价策略：适当降低产品价格，做大阿胶客户群体.....	11
（三）品牌战略：探索双品牌.....	12
（四）客户战略：吸引年轻客户，拓展中产人群.....	12
三、体制改革-潜在催化剂：“双百行动”有望提上日程.....	12
（一）政策梳理：东阿阿胶于 2018 年入选“双百企业”，国企改革已排期.....	12
（二）“双百行动”最新进展.....	13
1、“双百行动”主要目标.....	13
2、“双百企业”近半数已开始改革.....	13
（三）“双百行动”如火如荼开展，东阿阿胶料不落后.....	14
四、盈利预测及投资建议.....	16
（一）关键假设及营业收入结构拆分.....	16
（二）估值分析.....	17
（三）盈利预测及投资建议.....	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1	3 大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存（测算数据）	5
图表 2	阿胶块 2018H2-2020H1 生产及出货情况（测算数据）	5
图表 3	2015-2020H1，应收账款+商业承兑汇票	6
图表 4	2010-2020 年“阿胶系列”“营收动销差”，（单位：亿元）（测算数据）	6
图表 5	阿胶块有望实现“三底共筑”后的业绩快速反弹（需求底、价格底、库存底）	7
图表 6	东阿阿胶 2020Q3 营收预测	8
图表 7	东阿阿胶 2020Q3 归母净利润预测	8
图表 8	“公司转型”思路初探	9
图表 9	阿胶块“即食化”之路	10
图表 10	阿胶粉+	11
图表 11	阿胶粉+	11
图表 12	国企改革及“双百行动”政策梳理	13
图表 13	改革进度：股权多元化和混合所有制	14
图表 14	改革进度：激励约束机制	14
图表 15	改革进度：市场化经营机制	14
图表 16	改革进度：企业法人治理结构	14
图表 17	入选“双百名单”的医药企业	14
图表 18	东阿阿胶股权回购进展情况	15
图表 19	2017-2022 年公司营业收入拆分及毛利率预测	16
图表 20	可比公司估值对比	17

一、短期逻辑再验证

2020 年内公司有望完成超额渠道库存消化。我们原创性地提出从 3 大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存，分别为通过“药店柜台阿胶块生产日期”测算、通过“应收账款+商业承兑汇票”测算、通过“营收动销差”（营业收入-终端动销）测算，得出截止 2020Q3 阿胶块超额渠道库存约 1-3 个月的核心结论。我们认为，随着 Q4 旺季到来（正常年份 Q4 在全年中的占比，营收占比约 36%、现金流占比约 48%），公司年内有望完成超额渠道库存消化。

图表 1 3 大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存（测算数据）

测算方法	截止时间	超额库存（月数）
通过药店柜台阿胶块生产日期测算	2020Q3	1-3
通过“应收账款+商业承兑汇票”测算	2020Q2	4
通过“营收动销差”（营业收入-终端动销）测算	2019Q4	6

资料来源：公司公告、渠道调研、华创证券测算

（一）3 大角度交叉验证阿胶块超额渠道库存，预计约 1-3 个月（截止 2020Q3）

1、通过“药店柜台阿胶块生产日期”验证

发货时间一般滞后生产日期 6 个月。根据我们 9-10 月在北京、上海、广州、深圳、重庆等地药店实地草根调研，零售药店销售的阿胶块生产日期主要为 2018 年 7 月及以后。结合阿胶块从生产完成计入公司存货（存货一般为 4-6 个月），至产品流通到药店柜台进行销售，周期一般不短于 6 个月。我们推测，药店柜台销售的阿胶块生产日期，对应 6 个月后的发货时间。例如阿胶块生产日期为 2018H2，对应发货时间为 2019H1。

因此，我们认为测算出 2019Q1-2020Q3 阿胶块出货量（吨），即可视为截止 2020Q3 渠道库存最大值，合计为 839 吨。但药店实际销售过程中，部分消费者（新客户或用于送礼的客户）会主动选择生产日期较新的产品，实际情况为生产日期在 2018 年 7 月及以后的阿胶块约 40-60% 左右已实现销售（小样本调研数据），故我们预计目前渠道库存约为 300-500 吨（839 吨的 40-60%）。按照阿胶块 2020 年预计销量 1000 吨计算，对应 4-6 个月渠道库存，其中正常库存约为 3 个月，超额库存（超额库存=渠道库存-正常库存）约为 1-3 个月。

图表 2 阿胶块 2018H2-2020H1 生产及出货情况（测算数据）

生产时间	2018H2	2018H2	2019H1	2019H1	2019H2	2019H2	2020H1	合计
出货时间	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	-
阿胶块销量（吨）	210	64	120	0	46	87	313	839
渠道库存（吨） 截止 2020Q3	-				-			300-500

资料来源：公司公告、华创证券测算

2、通过“应收账款+商业承兑汇票”验证

公司销售渠道主要分为直供 TOP 连锁药店、经销商渠道、线上渠道。根据线下调研，2020H1，多数直供 TOP 连锁

药店已恢复正常库存，即无超额库存。线上渠道一般未压货，亦无超额库存。我们认为，目前超额渠道库存主要集中在经销商渠道，反映在合并报表“应收账款+商业承兑汇票”。应收账款为公司已发货未收款的部分。商业承兑汇票的承兑人主要为经销商，即以经销商信用为背书，本质类似应收账款。我们认为“应收账款+商业承兑汇票”大致对应经销商渠道的超额库存，截止 2020Q2 约为 11.4 亿元，对应约 356 吨。结合 TOP 连锁药店、线上渠道超额库存基本清零，经销商渠道超额库存亦可视为公司整体超额库存，对应约 4 个月超额库存，截止时间为 2020Q2。

图表 3 2015-2020H1，应收账款+商业承兑汇票

合并报表	2015	2016	2017	2018	2019	2020/6/30
应收账款+商业承兑汇票（亿元）	3.88	3.86	5.05	16.52	12.63	11.40

资料来源：公司公告、华创证券

3、通过“营收动销差”（营业收入-终端动销）验证

“营收动销差”（营业收入-终端动销）为我们“中药消费品分析框架”中测算渠道超额库存的重要依据。根据市场调研，阿胶块在经历长达 10 年以上的提价周期后，各年份均存在不同程度压货，尤其在 2016-2018 年压货较多。我们通过营业收入与终端动销的差值来反应向渠道压货情况。根据我们测算，截止 2019 年底，营业收入-终端动销=15.8 亿元，反应阿胶块渠道库存约为 15.8 亿元，对应约 494 吨，约 6 个月超额库存。

图表 4 2010-2020 年“阿胶系列”“营收动销差”，（单位：亿元）（测算数据）

分类	2010-2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2010-2018	2010-2019
营收动销差=营业收入-终端动销（备注）	5.0	9.9	14.5	12.6	-26.2	-15.8	42.0	15.8
同比	-	12.9%	16.3%	2.3%	-12.2%	-	-	-

资料来源：公司公告、米内网、华创证券测算

备注：

（1）“营收动销差”=营业收入-终端动销，反应向渠道压货情况，正数代表压货，负数代表去库存

（2）终端动销已还原为出厂价口径

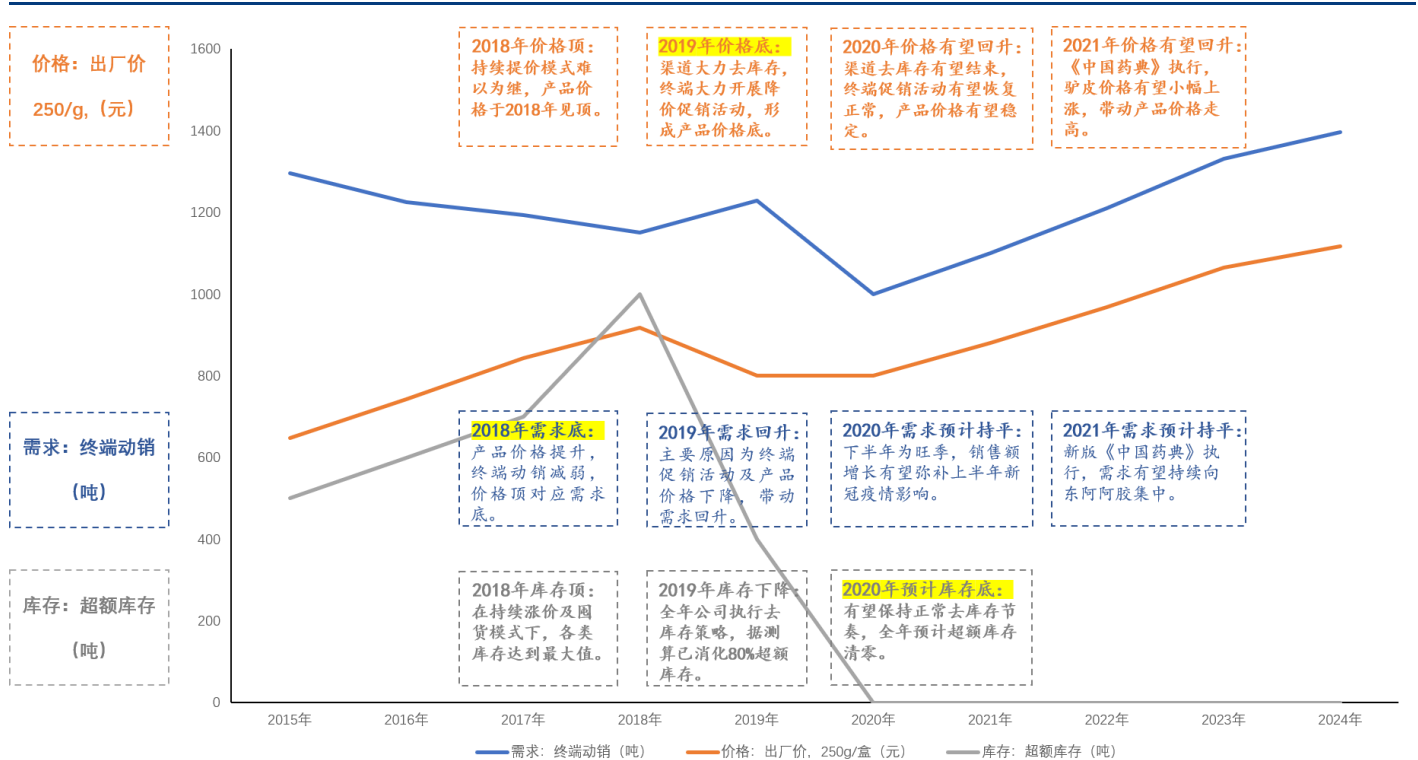
假设：

2016 年终端动销=当年母公司营收*80%，即当年营收的 20%为渠道压货

2016-2019 年终端动销同比为米内网“城市零售药店”“阿胶块+复方阿胶浆”合计销售额同比

（二）阿胶块有望三底共筑，短期业绩料将快速反弹

图表 5 阿胶块有望实现“三底共筑”后的业绩快速反弹（需求底、价格底、库存底）



资料来源：渠道调研、华创证券测算

通过复盘阿胶块 2015-2019 年出厂价、终端动销、超额库存，阿胶块需求底、价格底依次确认，库存底预计于 2020 年末确认。我们认为阿胶块去库存有望在年内完成，并迎来新一轮业绩增长。

1、需求（终端动销）底，2018 年末确认。阿胶块于 2005-2018 年期间持续提价，在此期间形成较为牢固的涨价预期；因此经销商、直供药店、消费者更倾向于一次性在价格相对较低时购入数月甚至一年产品。2018 年末阿胶块涨价预期结束，此时为渠道超额库存最大值。同时阿胶块价格与销量呈现明显负相关关系，由于价格持续上升，终端需求逐渐减弱，并于 2018 年末终端动销下降到最小值（需求底），量减价增使阿胶行业市场规模保持稳定。

2、价格底，2019 年末确认。由于库存积压严重，2019 年药房终端出现较大幅度降价，部分地区 250g 红标阿胶块销售价格低于 1000 元，为加快库存周转，经销商、直供药店纷纷降价促销，大力去库存，阿胶块价格持续下降。根据市场调研，2020 年 Q3 实际成交价已经逐步企稳回暖，250g 红标阿胶约为 900 元，后续价格有望进一步提升。

3、库存底，去库存已接近尾声，2020 年末预计确认。截止 2020 年底，经过 2 年时间消化库存，经销商、直供药店、消费者预计去库存结束（库存底），并恢复正常发货节奏。

（三）2020Q3 业绩跟踪：“阿胶系列”有望实现 10-15 亿营收

Q3 开启大规模促销活动，超额渠道库存有望消化。随着东阿阿胶传统旺季到来（滋补季一般为头年 9 月至次年 2 月），为保障核心产品超额渠道库存顺利消化，公司已于今年 9 月开启较大力度促销活动。

在经销商层面，根据我们市场调研，公司主要促销活动为“买多赠一”，即经销商一次性购买多盒产品可赠送一盒

产品，其本质为打折促销。通过降低产品出厂价，增大渠道利润空间，激发渠道动力，从而有效拉动终端动销。

在药房层面，根据我们多家药房草根调研，药房针对阿胶块主要优惠活动为打折，以 250g 红标阿胶为例，目前实际折后到手价约为 900 元上下，较上半年 1000-1100 元的实际到手价有较大幅度优惠。

我们认为，公司针对渠道及终端的促销活动对保障完成全年去库存任务具有重要意义，同时适当降低产品价格还能扩大消费群体，拉动终端动销，重整市场信心，为公司明年轻装上阵奠定坚实基础。我们预计，在 9 月开启大力促销活动背景下，2020 年 Q3 单季度公司“阿胶系列”有望实现营收 10-15 亿元。

图表 6 东阿阿胶 2020Q3 营收预测

指标	营业收入（亿元）			同比		
年份	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度
东阿阿胶	11.0	20.3-26	9.4-15	-42.1%	(-28%)-(-8%)	0%-60%

资料来源：公司公告、华创证券测算

图表 7 东阿阿胶 2020Q3 归母净利润预测

指标	归母净利润（亿元）			同比		
年份	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度
东阿阿胶	(-0.84)	-0.3- -0.2	0.5-0.7	-144%	(-114%)-(-108%)	244%-322%

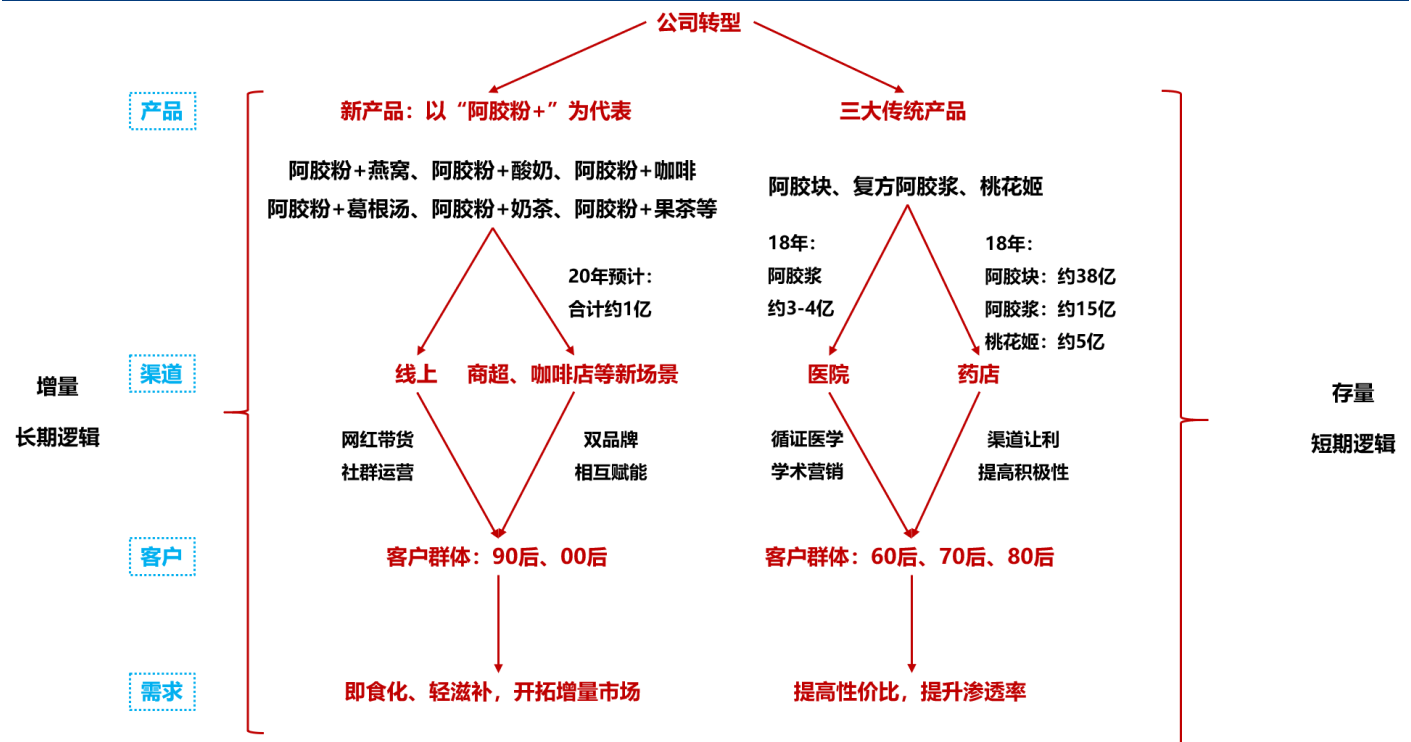
资料来源：公司公告、华创证券测算

二、长期逻辑：公司转型曙光初现

今年以来，我们通过深入行业及上下游产业调研，逐渐厘清市场认知较少的公司转型路径。我们从产品战略、定价策略、品牌战略、客户战略等维度详细解读“公司转型”。在产品方面，我们认为在公司原有三大传统产品中，复方阿胶浆最具发展潜力；在公司新产品中，阿胶粉是阿胶“即食化 3.0”的代表作。在定价方面，公司有望通过适当降低产品价格，做大阿胶客户群体。在品牌方面，公司有望开创“阿胶粉+”全新消费场景，探索双品牌，同时品牌营销向线上倾斜。在客户方面，公司有望吸引年轻客户，并拓展中产人群。

我们认为，“公司转型”有望成功，主要原因有三点：1）公司始终坚持精益求精，做最高质量的阿胶，产品具有较强的诚信背书和美誉度。经过查询大量公开信息，我们未发现关于公司产品质量的负面新闻。2）东阿阿胶为中药滋补品领域最具影响力的品牌之一，具有较强的稀缺属性。在我们调研的业内人士中，包括驴皮养殖户、药品经销商、零售药店等上下游客户，当被问及阿胶品牌的选择时，大部分受访者均表示选择东阿阿胶，而非其他阿胶品牌。3）公司新任总裁高登锋先生，具有多年保健品及线上业务管理经验，有望带领公司达成转型目标。

图表 8 “公司转型”思路初探



资料来源：公司公告、渠道调研、华创证券测算

（一）产品战略

1、三大传统产品：复方阿胶浆预计最具发展潜力

（1）公司三大传统单品为阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬，我们认为复方阿胶浆最有潜力。分产品分析，阿胶块从长期维度看，仍受到驴皮短缺制约，存在涨价压力，而过度提价正是导致本轮库存周期的核心原因，阿胶块需寻找量价平衡；桃花姬属于保健食品，准入门槛不高，竞争对手较多。综合来看，复方阿胶浆具有如下4大优势，有望成为公司未来最具发展潜力的传统单品。

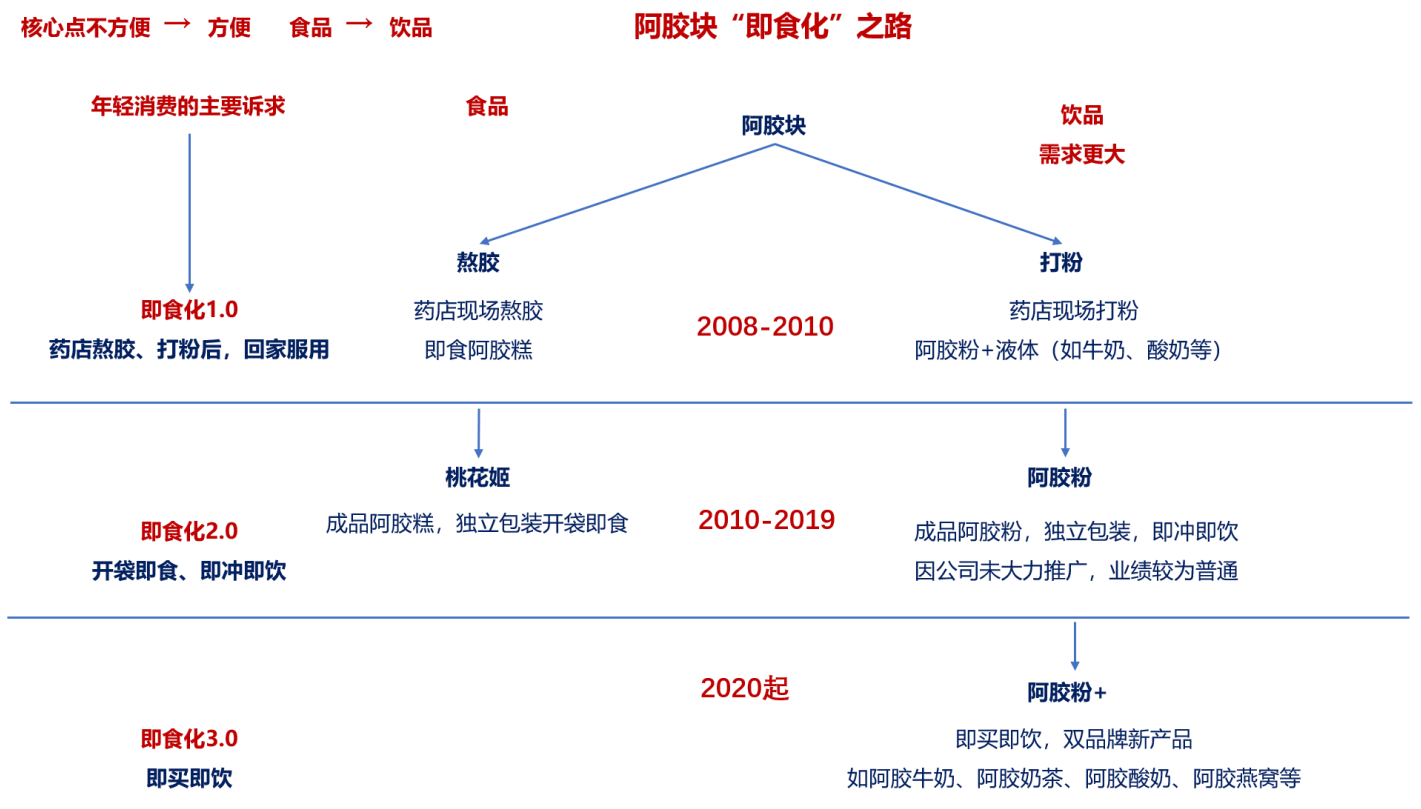
- **适用范围较广。**一是适用人群广，复方阿胶浆临床可用于肿瘤患者化疗后的升白、贫血患者；保健养生适用于各年龄段人群，男女老少皆可；阿胶块适用人群广度不如复方阿胶浆，主要适用于保健养生，适合 30-50 岁女性消费者使用。二是适用季节广，复方阿胶浆一年四季皆可服用；阿胶块在传统认知里主要在秋冬季使用。三是性价比高，复方阿胶浆日服金额为 15-25 元，中产消费群体占比较大；阿胶块日服金额为 25-35 元，高净值消费群体占比较大。
- **竞争格局较好。**复方阿胶浆属于气血双补适应症，适应症内竞争对手较少，主要竞争对手为阿胶补血（属于补血适应症）、气血康（属于补气适应症）。从功效角度分析，复方阿胶浆具有气血双补的作用，优于单一的补血或补气产品。从销售额角度分析，根据米内网数据，2019 年阿胶补血、气血康销售额均不及复方阿胶浆的 50%。从通用名内的竞争格局分析，复方阿胶浆为东阿阿胶独家剂型，通用名内无竞争对手。阿胶补血有 17 个批文，气血康有 7 个批文，均为普药。独家品种优于普药。
- **对驴皮依赖较少。**根据我们初步测算，在复方阿胶浆的原材料组成中，阿胶（或驴皮）占比低于 10%，表明复方阿胶浆对驴皮资源消耗较少，未来放量有望不受驴皮资源限制。

（2）复方阿胶浆产品策略：加强医理营销，带动 OTC 发展。公司已启动复方阿胶浆百万例整合医学研究项目，为

医理营销提供了模式创新和数字化基础。通过加强循证医学，增强复方阿胶浆在医院渠道认可度，带动 OTC 渠道放量。我们认为，在公司三大传统产品中，复方阿胶浆未来发展前景较为广阔，有望与阿胶块对公司业绩构成双轮驱动。

2、新产品：“阿胶粉+”是阿胶“即食化 3.0”的代表作

图表 9 阿胶块“即食化”之路



资料来源：公司公告、渠道调研、华创证券

- **阿胶块传统服用方法：**2008 年以前，阿胶块服用方法主要为消费者自制，一般为烊化兑服，亦可购买打粉设备后自制阿胶粉。总体来看，食用方法较为不便。
- **阿胶块即食化 1.0：**公司于 2008-2010 年期间先后推出药店熬胶及打粉服务，即消费者购买阿胶块后，可由公司驻药店业务员现场一次性熬胶或打粉，回家后分次服用，食用便捷性有较大提升。
- **阿胶块即食化 2.0：**公司于 2010-2019 年期间，陆续推出新产品桃花姬、阿胶粉，桃花姬是成品阿胶糕，即药店熬胶服务的升级版；阿胶粉是成品，即药店打粉服务的升级版；可随身携带，便利性较即食化 1.0 显著提升。
- **阿胶块即食化 3.0：**公司于 2020 年启动“阿胶粉+”战略，开拓双品牌，如东阿阿胶酸奶、东阿阿胶咖啡等，可随时买随饮，随时滋补，便利性较即食化 2.0 再上台阶。

图表 10 阿胶粉+



资料来源：东阿阿胶微信公众号

图表 11 阿胶粉+



资料来源：东阿阿胶微信公众号

公司于 2020 年 4 月上市新品——“健康小金条”东阿阿胶粉（以下简称“阿胶粉”），即冲即饮、方便时尚，增强免疫力，较大的提升阿胶产品即食化。我们认为，阿胶粉可以随时滋补、方便携带、一冲即服，能够和酸奶、蜂蜜、牛奶、红茶、咖啡、燕窝等一起冲调，服用起来更加适应现代人的快节奏生活方式。既充分体现东阿阿胶以顾客为核心的理念、态度，看好阿胶即食化市场的发展未来，也从侧面反映出东阿阿胶不断在构筑品牌护城河，用创新进行差异化竞争。

以“阿胶粉+”为支点，撬动双品牌市场空间。2020 年，公司加大力度拓展双品牌下的新产品。我们以“阿胶粉+牛奶”为例，对双品牌模式进行阐述。阿胶粉与奶企合作模式为公司向奶企提供大包装的阿胶粉原料，并收取原料费用，并在品牌名称中加入东阿阿胶 logo 及名称。我们认为双品牌战略有望实现三赢，从奶企角度，东阿阿胶作为阿胶行业第一品牌，滋补功效确切，具有引流作用。从东阿阿胶角度，公司可以与合作企业相互赋能，共享品牌、渠道等资源。从消费者角度，新产品满足年轻消费者方便快捷滋补的需求，且注明阿胶来源为东阿阿胶，可以借助东阿阿胶影响力提升消费者信心。

（二）定价策略：适当降低产品价格，做大阿胶客户群体

我们认为，2019 年以来，公司已逐步调整产品定价策略，通过适当降低产品价格，让定价逐步“大众化”，找回之前流失的价格敏感型客户，聚焦大众主流消费群体。

- **阿胶块：**属于公司高端产品，为稳定消费信心，扩大消费群体，我们认为公司在未来 3 年内有望保持价格稳定，有助于清理渠道库存，重塑阿胶行业价格体系。在驴皮供不应求的大背景下，长期来看，阿胶块价格仍有涨价压力。
- **复方阿胶浆：**属于公司中端产品，与阿胶块价格策略相同，我们认为公司在未来 3 年内有望保持价格稳定，复方阿胶浆原材料中驴皮占比低于 10%，长期来看，对比阿胶块，复方阿胶浆不存在较大的提价压力。
- **新产品：**公司未来会陆续推出多款新产品，例如“阿胶粉”，新产品预计大多为公司中端产品。

（三）品牌战略：探索双品牌

（1）**开创“阿胶粉+”全新消费场景，探索双品牌。**公司以数字化营销为核心，试点开拓双品牌战略，主打“轻保健、轻养生”理念，与太平洋咖啡联合推出东阿阿胶拿铁系列饮品；与华润三九推出新产品“阿胶珠”中药饮片；与中华老字号品牌皮糖张联合创新调理脾胃的“老排长”阿胶芝麻皮糖；与光明乳业联合推出东阿阿胶酸奶。我们认为，双品牌是公司品牌战略的重要尝试，其成败关键是两种产品结合后口感如何，两个品牌定位是否相匹配，两家公司销售渠道是否可赋能。

（2）**品牌营销向线上倾斜。**近期，公司推出“娇生活”微信小程序商城，与顶流网红薇娅合作直播带货黛娇颜阿胶固元糕，与国风美妆艺术家宋策合作推出《四季美学生活系列课堂》宣传桃花姬阿胶糕的美容理念。公司正着手建立消费者微信群，尝试社群运营。我们认为，随着公司加大线上营销投入，建立与消费者及时沟通交流的机制，有望进一步密切与消费者间的联系。

（四）客户战略：吸引年轻客户，拓展中产人群

公司提出以“消费者为中心”的客户战略，将以前的省分公司，改名为现在的省分客户中心，从体制上向客户服务倾斜。从年龄结构上看，目前公司核心客户群体仍然以 60、70、80 后人群为主，90、00 后年轻群体较少，年龄结构偏大。我们认为，公司通过推出“即食化”新产品，聚焦线上渠道的策略，有助于吸引年轻一代消费者。从收入水平上看，公司核心客户群体为阿胶块消费者，以高净值和部分中产家庭为主。在我国中产阶级快速崛起的背景下，他们更追求高性价比产品。我们认为公司通过主动降低产品价格，选择中端客户，有望满足消费者需求，使产品动销更有弹性。

三、体制改革-潜在催化剂：“双百行动”有望提上日程

体制改革-潜在催化剂：“双百行动”有望提上日程。“双百行动”是国务院国有企业改革领导小组选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业，实施国企改革，主要目的是推进股权多元化和混合所有制改革、健全法人治理结构；完善市场化经营机制；健全激励约束机制等。公司于 2018 年入选“双百企业”名单，对公司长期发展具有重大意义。“双百行动”已如火如荼开展，截止 2019 年底，近半数企业已开始改革。在“双百企业”医药上市公司中，“上海医药”、“中新药业”均于 2019 年推出股权激励方案并实施。我们认为，在“双百行动”下，东阿阿胶国企改革有望取得实现进展。

（一）政策梳理：东阿阿胶于 2018 年入选“双百企业”，国企改革已排期

国企改革及“双百行动”是以 2015 年公布的国企改革“1+N”政策体系为指导，于 2016 年进一步推出“十项改革试点”，于 2018 年选取“双百企业”，并开展“双百行动”。

“1+N”政策体系。“1”是指深化国企改革指导意见，即中共中央、国务院于 2015 年颁布的《关于深化国有企业改革的指导意见》。“N”是指陆续出台的 22 个配套文件，形成顶层设计和四梁八柱的大框架，即“1+N”政策体系。

“十项改革试点”。2016 年 2 月，国务院国有企业改革领导小组研究决定开展“十项改革试点”，以点带面、以点串线，形成经验、复制推广。具体包括：董事会职权试点；市场化选聘经营管理者试点；推行职业经理人制度试点；企业薪酬分配差异化改革试点；国有资本投资、运营公司试点；中央企业兼并重组试点；部分重要领域混合所有制改革试点；混合所有制企业员工持股试点；国有企业信息公开工作试点；剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点。

“双百企业”及“双百行动”。为贯彻落实党的十九大对深化国有企业改革作出的新部署新要求，更深层次、更广范围、更大力度推动国有企业深化改革，国务院国有企业改革领导小组选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有

骨干企业，简称“双百企业”，实施国企改革“双百行动”。根据 2018 年 8 月 15 日公布的“双百行动”首批企业名单，东阿阿胶已经入选“双百企业”。

图表 12 国企改革及“双百行动”政策梳理

时间	部门	政策名称	意义
2015 年 8 月 24 日	中共中央、国务院	《关于深化国有企业改革的指导意见》	是新时期指导和推进中国国企改革的 <u>纲领性文件</u> ，也是国企改革“1+N”政策体系的核心政策文件
2016 年 2 月 25 日	国务院国有企业改革领导小组	“十项改革试点”	确定了国企改革以点带面、以点串线，形成经验、复制推广的策略，公布了落实董事会职权、市场化选聘经营管理者等 <u>十项改革内容</u> 。
2018 年 8 月 3 日	国资委	《国企改革“双百行动”工作方案》	公布了“双百行动”的具体改革内容，标志着新一轮国企改革实践 <u>“双百行动”正式开始</u> 。
2018 年 8 月 15 日	国务院国有企业改革领导小组	“双百企业”名单	名单展示了参与行动的 224 家央企及其子公司和 180 家地方国企。 <u>东阿阿胶已被纳入此次公布的名单。</u>

资料来源：相关政府部门官网，华创证券

（二）“双百行动”最新进展

1、“双百行动”主要目标

“双百行动”的意义在于把各个单项的试点逐步综合起来，改革方向朝综合试点迈进，让改革举措在经济实体内发挥整体协同作用。

- （1）推进股权多元化和混合所有制改革
- （2）健全法人治理结构
- （3）完善市场化经营机制
- （4）健全激励约束机制
- （5）解决国企历史遗留问题
- （6）全面加强党的领导、党的建设

2、“双百企业”近半数已开始改革

国务院国有企业改革领导小组于 2019 年 7 月、2019 年 12 月公布“双百企业”开展“双百行动”的最新进展。截止 2019 年 7 月，“双百企业”已完成改革任务 2524 项，占全部改革任务的 31.24%。我们从 4 个维度对改革进度进行梳理和总结：其中在“双百企业”中，已开展“股权多元化和混合所有制”、“企业法人治理结构”改革的企业占比约超过 50%，进度较快；已开展“市场化经营机制”改革的企业占比约为 40-50%左右，进度尚可；已开展“激励约束机制”（如员工持股等）改革的企业占比仍较低，约为 15-30%之间。

图表 13 改革进度：股权多元化和混合所有制

改革事项	占比 2019 年 7 月	占比 2019 年 12 月
在企业本级层面开展了股权多元化改革	23.10%	-
在企业本级层面开展了“混改”	28.68%	41.55%
在所属各级子企业层面开展了“混改”	57.87%	62.65%

资料来源：中国政府网、华创证券

图表 14 改革进度：激励约束机制

改革事项	占比 2019 年 7 月	占比 2019 年 12 月
“双百企业”建立了与劳动力市场基本适应、与企业经济效益和劳动生产率挂钩的工资决定和正常增长机制。	80%以上	-
实施了国有控股上市公司股权激励	-	19%
实施了国有科技型企业股权和分红激励	-	18%
实施了国有控股混合所有制企业员工持股	-	27%

资料来源：中国政府网、华创证券

图表 15 改革进度：市场化经营机制

改革事项	占比 2019 年 7 月	占比 2019 年 12 月
在企业本级层面推行经理层成员任期制和契约化管理。	42.39%	45.91%
在企业本级层面开展了职业经理人选聘	20.56%	-
在所属各级子企业层面开展了职业经理人选聘	34.77%	-

资料来源：中国政府网、华创证券

图表 16 改革进度：企业法人治理结构

改革事项	占比 2019 年 7 月	占比 2019 年 12 月
设立了董事会	76.65%	-
在国有独资企业中实现董事会中外部董事过半数	42.53%	-

资料来源：中国政府网、华创证券

（三）“双百行动”如火如荼开展，东阿阿胶料不落后

根据前文统计，截止 2019 年 7 月，“双百企业”已完成改革任务 2524 项，占全部改革任务的 31.24%，已如火如荼开展。目前直接入选的医药上市公司共 3 家，分别为“东阿阿胶股份有限公司”、“天津中新药业集团股份有限公司”、“上海医药集团股份有限公司”。除东阿阿胶外，另 2 家均于 2019 年完成股权激励。

图表 17 入选“双百名单”的医药企业

序号	名称	上市公司	股权激励时间
1	广州医药集团有限公司	-	-
2	东阿阿胶股份有限公司	是	未完成
3	西藏甘露藏药股份公司	-	-
4	天津中新药业集团股份有限公司	是	2019 年完成
5	上海医药集团股份有限公司	是	2019 年完成
6	华北医疗健康产业有限公司	-	-

序号	名称	上市公司	股权激励时间
7	中国医药集团联合工程有限公司	-	-
8	重庆医药健康产业有限公司	-	-
9	华中药业股份有限公司	-	-
10	华西牙科有限责任公司	-	-

资料来源：国资委、华创证券

东阿阿胶已结束股权回购，有望开展国企改革。公司于2018年8月入选“双百企业”名单，并在2019年年报中披露，“将积极落实国务院国资委‘双百企业’改革政策，按照《东阿阿胶“双百行动”综合改革实施方案》，扎实推进“双百行动”改革项目，着力增强企业发展活力。”公司于2019年5月25日发布《关于以集中竞价交易方式回购股份预案的公告》，宣布将以不低于人民币7.5亿元且不超过人民币15亿元的自有资金以集中竞价交易方式回购公司股票，回购的股票有望被用以实施员工持股计划或者股权激励计划。我们认为，东阿阿胶股权回购有望被视为“双百行动”的具体落地。

图表 18 东阿阿胶股权回购进展情况

时间	公告名称	公告内容
2019年5月25日	关于以集中竞价交易方式回购股份预案的公告	以公司自有资金回购不低于7.5亿元，不超过15亿元的公司股份。预计最大回购股份数量约为3,333万股，约占已发行总股本的5.10%。回购股份的用途为后续员工持股计划或者股权激励计划。
2019年6月25日	关于以集中竞价交易方式首次回购公司股份的公告	2019年6月24日，公司首次回购股份数量为770,022股，约占公司总股本的0.12%，最高成交价为39.38元/股，最低成交价为39.11元/股，成交总金额为30,227,067.64元。
2019年7月2日	关于回购股份的进展公告	截至2019年6月末，公司累计回购股份3,630,026股，占公司总股本的0.56%，其中最高成交价为40.11元/股，最低成交价为39.11元/股，合计支付的总金额为人民币144,207,578.84元。
2019年8月3日	关于回购股份的进展公告	截至2019年7月末，公司累计回购股份6,174,237股，占公司总股本的0.94%，其中最高成交价为40.11元/股，最低成交价为32.11元/股，合计支付的总金额为人民币227,337,663.91元。
2020年3月4日	关于回购股份的进展公告	截至2020年2月末，公司累计回购股份10,044,713股，占公司总股本的1.54%，其中最高成交价为40.11元/股，最低成交价为30.78元/股，合计支付的总金额为人民币349,823,302.72元。
2020年6月12日	关于终止回购公司股份的公告	<u>截至公告日，已累计回购股份10,044,713股，占公司总股本的1.54%，其中最高成交价为40.11元/股，最低成交价为30.78元/股，合计支付的总金额为人民币349,823,302.72元。</u>

资料来源：公司公告、华创证券

四、盈利预测及投资建议

（一）关键假设及营业收入结构拆分

图表 19 2017-2022 年公司营业收入拆分及毛利率预测

销售额	指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
阿胶块	营收（亿）	39	39	11	19	35	43
	营收（同比）	16.3%	1.1%	-72.8%	80.0%	83.3%	21.0%
	量（同比）	2.6%	-7.2%	-68.8%	80.0%	10.0%	10.0%
	价（同比）	13.4%	9.0%	-12.9%	0.0%	10.0%	10.0%
阿胶浆	营收（亿）	19	18	4	10	11	10
	营收（同比）	37.2%	-6.8%	-78.3%	162.9%	6.4%	-3.8%
	量（同比）			-76.3%	162.9%	1.3%	-8.4%
	价（同比）			-8.5%	0.0%	5.0%	5.0%
桃花姬、阿胶粉+（终端=营收）	营收（亿）	6	5	5	4	6	8
	同比	-21.0%	-16.3%	5.9%	5.0%	30.0%	30.0%
阿胶系列营收小计（亿）		63	62	19	34	52	60
同比		16.7%	-2.8%	-68.3%	73.1%	53.4%	16.9%
毛利率		73.6%	75.0%	68.0%	55.0%	66.0%	68.0%
毛利额（亿）		47	46	13	19	34	41
同比		15.9%	-1.0%	-71.3%	40.0%	84.0%	20.4%
其他业务收入（亿）		10	12	10	6	6	5
同比		16.4%	14.2%	-14.9%	-37.1%	-13.1%	-2.1%
毛利率		12.6%	19.6%	8.6%	19.2%	3.2%	-3.1%
毛利额（亿）		1	2	1	1	0	0
同比		-38.7%	77.3%	-62.6%	40.1%	-85.3%	-194.0%
营业收入合计（亿）		74	73	30	40	57	66
同比		16.6%	-0.4%	-59.7%	35.4%	42.8%	15.1%
毛利率		65.0%	66.0%	47.7%	49.3%	59.9%	62.1%
毛利额（亿）		48	48	14	20	34	41
同比		13.1%	1.1%	-70.9%	40.0%	73.6%	19.3%

资料来源：公司公告，华创证券预测

1、阿胶块：2017-2018 年阿胶块销售额约为 40 亿左右，处于巅峰时期；2019 年阿胶块大力去库存时期，销售额下降为 10 亿左右；2020 年阿胶块去库存基本结束，销售额预计回升到 20 亿左右；2021 年阿胶块逐渐恢复正常发货节奏，预计销售额约为 35 亿元左右，2022 年阿胶块销售额有望恢复至 2018 年 40 亿水平。《中国药典》将于 2020 年 12 月 30 日起执行，预计将给阿胶行业带来颠覆性变革，未达到新版《中国药典》标准的市场份额将逐步退出，领先于新版《中国药典》标准的东阿阿胶市场份额有望逐步扩大。东阿阿胶阿胶块销售额有望在 2022 年后保持中速增长。

2、复方阿胶浆：2017-2018 年复方阿胶浆销售额约 20 亿左右，处于巅峰时期。2019 年复方阿胶浆受双重因素影响，销售额下降为 5 亿元左右。一是去库存；二是部分省份零售药店开始严格执行医保个人账户报销政策，复方阿胶浆

仅限于重度贫血患者使用，医保销售随着减少。我们预计 2020-2022 年，医保个人账户限制措施可能在全国各省逐步执行，复方阿胶浆销售额将维持在 10 亿元水平。在医保销售去化完成后，复方阿胶浆有望凭借三大核心竞争力实现快速增长。

3、桃花姬、阿胶粉等保健食品：保健食品竞争对手较多，预计桃花姬等保健食品营收同比增速不高；阿胶粉在公司的强力推动下，预计有望实现快速增长。综合来看，2021-2022 年有望实现 30% 增长。

4、阿胶系列毛利率：2019-2021 年因产品价格下降，公司减产导致规模效应下降，毛利率逐年降低。我们预计随着公司各项经营逐渐恢复，2022 年毛利率有望恢复至 68%，趋近于稳态。

（二）估值分析

可比公司对比。我们选取片仔癀、同仁堂、云南白药三家可比公司 2009-2018 年（为东阿阿胶正常年份，不含 2019-2020 去库存年份）进行横向对比，三家公司平均 PE（TTM）扣非为 44 倍，扣非归母净利润增速 CAGR 为 20.7%，平均 PEG 为 2.3。

东阿阿胶历史对比。东阿阿胶 2009-2018 年（剔除去库存异常年，即 2019-2020 年）PE（TTM）扣非为 30 倍，扣非归母净利润增速 CAGR 为 21%，平均 PEG 为 1.4。

通过可比公司估值横向对比，以及公司历史估值纵向对比，长期来看我们给予东阿阿胶 30-44 倍 PE 的估值范围，2021 年给予其较为保守的 31 倍 PE，当年归母净利润预计为 13.9 亿，对应目标市值为 431 亿。

图表 20 可比公司估值对比

序号	可比公司	PE（TTM）扣非 （2009-2018 年平均值）	扣非归母净利润增速 （2009-2018 年 CAGR）	PEG （2009-2018 年平均值）
1	片仔癀	49	26.6%	1.8
2	同仁堂	47	14.7%	3.2
3	云南白药	36	20.7%	1.7
-	可比平均	44	20.7%	2.3
4	东阿阿胶	30	21.0%	1.4

资料来源：wind、华创证券

（三）盈利预测及投资建议

盈利预测、估值及投资评级。公司短期逻辑持续验证，公司转型逐渐清晰，我们看好公司长远发展，维持预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.32/13.90/17.02 亿元，EPS 预计分别为 0.2/2.12/2.60 元。公司与其他中药消费品公司具有一定可比性，采用 PE 法估值，通过可比公司估值横向对比（参考片仔癀、同仁堂、云南白药 2009-2018 年平均 PE 为 44 倍），以及公司历史估值纵向对比（2009-2018 年平均 PE 为 30 倍），长期来看我们给予东阿阿胶 30-44 倍 PE 的估值范围，2021 年给予其较为保守的 31 倍 PE，对应 431 亿市值，维持 66 元目标价，维持“强推”评级。

五、风险提示

新冠疫情再次爆发影响终端动销，原材料涨价。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,922	2,134	2,731	3,637
应收票据	0	0	448	515
应收账款	1,263	1,102	442	509
预付账款	84	90	209	227
存货	3,522	3,000	2,917	3,171
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,403	1,913	2,941	3,288
流动资产合计	8,194	8,239	9,688	11,347
其他长期投资	126	126	126	126
长期股权投资	219	219	219	219
固定资产	2,156	1,837	1,837	1,836
在建工程	98	88	78	68
无形资产	424	382	344	309
其他非流动资产	437	428	422	419
非流动资产合计	3,460	3,080	3,026	2,977
资产合计	11,654	11,319	12,714	14,324
短期借款	0	0	0	0
应付票据	312	314	77	84
应付账款	288	274	382	415
预收款项	0	0	114	132
合同负债	394	267	0	0
其他应付款	422	422	422	422
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	158	490	907	1,015
流动负债合计	1,574	1,767	1,902	2,068
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	57	57	57	57
非流动负债合计	57	57	57	57
负债合计	1,631	1,824	1,959	2,125
归属母公司所有者权益	9,975	9,446	10,703	12,143
少数股东权益	48	49	52	56
所有者权益合计	10,023	9,495	10,755	12,199
负债和股东权益	11,654	11,319	12,714	14,324

现金流量表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,120	350	546	1,024
现金收益	-263	311	1,547	1,855
存货影响	-155	522	83	-253
经营性应收影响	1,150	155	93	-152
经营性应付影响	-552	-12	-14	57
其他影响	-1,299	-626	-1,162	-483
投资活动现金流	1,837	200	-100	-100
资本支出	-412	193	-106	-105
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	2,251	7	6	5
融资活动现金流	-930	-338	151	-18
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-715	-134	-263	-591
股东融资	20	20	20	20
其他影响	-235	-224	394	553

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,959	4,009	5,724	6,586
营业成本	d	2,032	2,294	2,493
税金及附加	33	45	74	85
销售费用	1,327	1,142	1,317	1,515
管理费用	294	521	406	467
研发费用	205	265	188	216
财务费用	38	0	0	0
信用减值损失	-118	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资收益	69	117	136	136
其他收益	25	26	27	27
营业利润	-513	146	1,609	1,973
营业外收入	15	13	18	18
营业外支出	7	7	8	8
利润总额	-505	152	1,619	1,983
所得税	-60	20	226	277
净利润	-445	132	1,393	1,706
少数股东损益	-1	0	3	4
归属母公司净利润	-444	132	1,390	1,702
NOPLAT	-412	132	1,393	1,706
EPS(摊薄) (元)	-0.68	0.20	2.12	2.60

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-59.7%	35.5%	42.8%	15.1%
EBIT 增长率	-119.0%	132.5%	965.0%	22.5%
归母净利润增长率	-121.3%	129.6%	958.0%	22.5%
获利能力				
毛利率	47.7%	49.3%	59.9%	62.1%
净利率	-15.1%	3.3%	24.3%	25.9%
ROE	-4.4%	1.4%	12.9%	13.9%
ROIC	-4.9%	1.6%	15.0%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	14.0%	13.8%	9.4%	9.5%
债务权益比	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
流动比率	520.6%	466.3%	509.4%	548.7%
速动比率	296.8%	296.5%	356.0%	395.4%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	132	106	49	26
应付账款周转天数	58	50	51	57
存货周转天数	801	578	464	440
每股指标(元)				
每股收益	-0.68	0.20	2.12	2.60
每股经营现金流	-1.71	0.54	0.83	1.57
每股净资产	15.25	14.44	16.36	18.57
估值比率				
P/E	-57	192	18	15
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	-90	88	16	14

医药消费研究小组团队介绍

高级分析师：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500