

# 底部确立，进入长期良性增长

华泰研究

年报点评

2021年3月22日 | 中国内地

医药健康/医药健康

投资评级(维持):

持有

目标价(人民币):

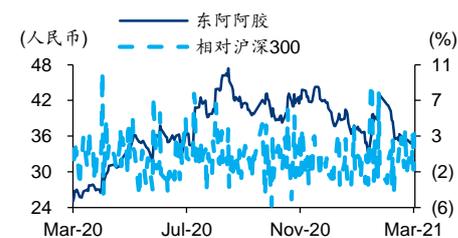
35.17

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+86-21-28972078
研究员	张云逸
SAC No. S0570519060004	zhangyunyi@htsc.com
	+86-21-38476729

## 基本数据

目标价(人民币)	35.17
收盘价(人民币 截至3月19日)	36.32
市值(人民币百万)	23,754
6个月平均日成交额(人民币百万)	258.81
52周价格范围(人民币)	24.99-47.39
BVPS(人民币)	14.88

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 基本面底部确认，收入逐季修复中

公司公告2020年实现收入34.1亿元(-15% yoy)、归母净利润0.4亿元(+109% yoy)、扣非归母-0.4亿元(+93%)，业绩与此前预告相符。考虑到业绩复苏偏温和，我们预计2021-23年归母净利润10.0/16.0/21.0亿元，2021-23年EPS为1.53/2.45/3.21元(2021-22年前值1.94/2.85元)，增速在2210%/60%/31%，参考可比公司估值(Wind一致预期2021年PE均值23x)，给予2021年PE估值23x，目标价35.17元，维持“持有”评级。

## 渠道库存底部于2020年确认，重新回归良性增长

阿胶系列产品2020年收入实现27.9亿元(+46% yoy)，接近去库存前2017年收入的一半，我们认为2020年底部确立、2021年进入良性增长：1) 母公司1Q~4Q20实现收入2.2亿元、4.2亿元、7.2亿元、12.0亿元，呈现逐季恢复；2) 2020年计提存货跌价准备1.94亿元(96%为库存商品)，库存商品价格风险充分释放；3) 米内网数据显示2020年东阿阿胶的阿胶在北上广深零售药店中成药销售额分别排名第三、第一、第一、第三，终端销售基本盘稳固。

## 两大战略方向：消费者导向、竞争导向

过去数年疲软主因公司对消费者的关注不足，包括购物地点、信息传递方式、移动互联网、自媒体社交等变化。公司正在重新规划两大战略方向：1) 消费者导向：已将销售办事处更名为顾客运营分公司，全面以顾客为中心，从内容、运营、活动触碰顾客，将在文化、临床、消费者感知上不断数字化，深入消费者尤其高净值人群的洞察；2) 竞争导向：过去坚持的文化营销是推品类、而非推品牌，诸多友商从价格、市场策略跟随，导致市场繁荣的同时乱象增多，公司不断强化品牌力以应对小厂竞争。

## 基本面与估值面底部特征凸显

我们预计2020年大概率为基本面与估值面的底部之年，底部特征包括长达三年的经销库存清理接近尾声、股票回购已完成且可能引入激励、管理层大面积更替，公司新任总裁强调保持良性增长(vs过去库存积压)，强调消费者导向(vs过去提价策略)与竞争导向(vs过去不重视竞品竞争)，大面积提拔销售骨干为助理总裁，边际改善显著。

风险提示：疫情反复影响药店客流，配方颗粒竞争超预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	2,959	3,409	4,927	6,924	7,593
+/-%	(59.68)	15.24	44.51	40.52	9.67
归属母公司净利润(人民币百万)	(443.92)	43.29	1,000	1,602	2,097
+/-%	(121.29)	(109.75)	2,210	60.14	30.92
EPS(人民币，最新摊薄)	(0.68)	0.07	1.53	2.45	3.21
ROE(%)	(4.17)	0.44	9.78	14.01	16.10
PE(倍)	(53.51)	548.73	23.75	14.83	11.33
PB(倍)	2.38	2.44	2.21	1.96	1.71
EV EBITDA(倍)	(222.66)	31.35	15.21	10.21	8.09

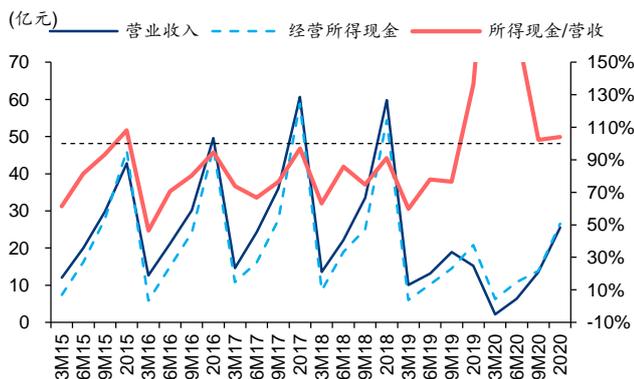
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 盈利预测调整

(人民币百万元)		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	调整前	2,959	2,116	4,475	6,170	
	调整后	2,959	3,409	4,927	6,924	7,593
	(+/-) %		61	10	12	
毛利	调整前	1,410	1,120	3,008	4,270	
	调整后	1,410	1,875	3,131	4,586	5,417
	(+/-) %		67	4	7	
销售费用	调整前	1,776	1,327	635	1,119	
	调整后	1,776	1,327	838	1,232	1,869
	(+/-) %		(0)	32	10	
管理费用	调整前	294	210	224	309	
	调整后	294	393	443	485	532
	(+/-) %		87	98	57	
归母净利润	调整前	(444)	43	1,271	1,865	
	调整后	(444)	43	1,000	1,602	2,097
	(+/-) %		1	(21)	(14)	
EPS	调整前	(0.68)	0.07	1.94	2.85	
	调整后	(0.68)	0.07	1.53	2.45	3.21
	(+/-) %		(5)	(21)	(14)	

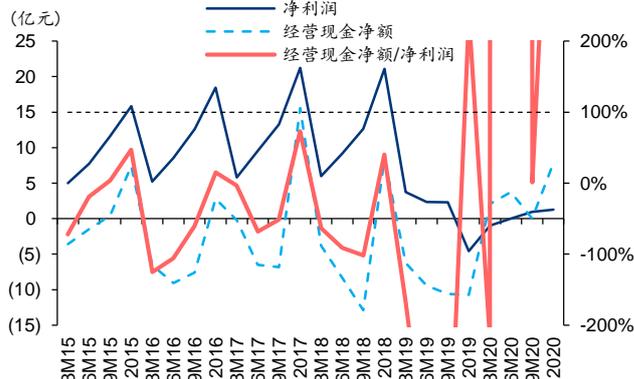
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 东阿阿胶: 母公司营业收入 (2015-2020)



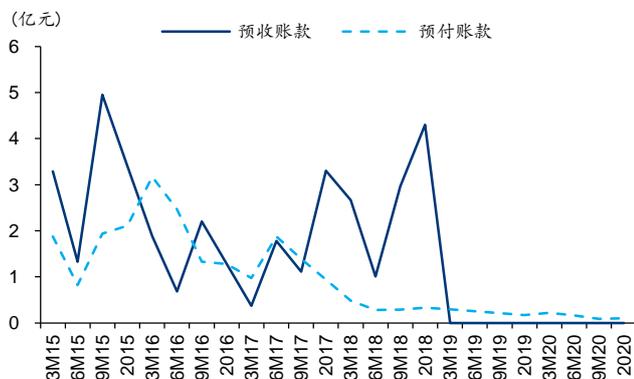
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 东阿阿胶: 母公司净利润 (2015-2020)



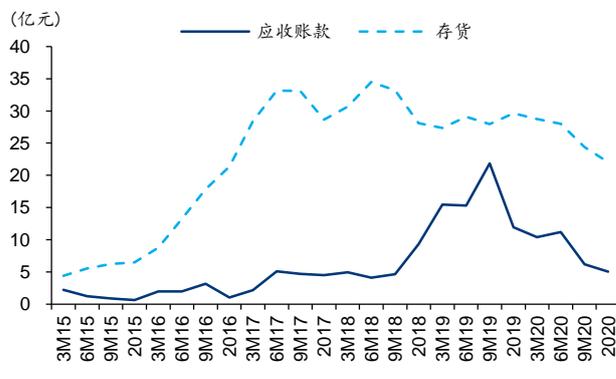
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 东阿阿胶: 母公司预收/预付账款 (2015-2020)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 东阿阿胶: 母公司应收账款与存货 (2015-2020)



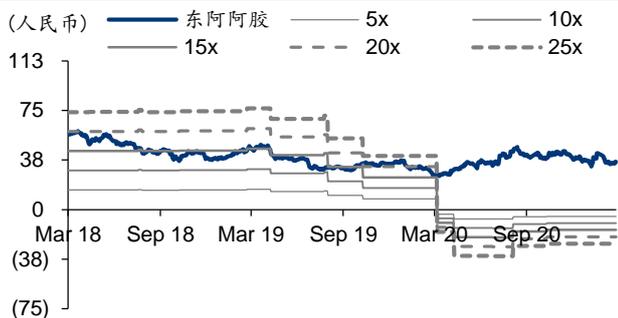
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 可比公司估值

彭博代码	公司名称	收盘价	总市值(百万元)	每股收益(元)				P/E				P/B				EV/EBITDA	
		2021/3/19	2021/3/19	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E
000538 CH	云南白药	122.92	157,018	3.28	3.69	4.17	4.68	37x	33x	30x	26x	4.1x	4.2x	4.0x	3.7x	21x	29x
600085 CH	同仁堂	25.62	35,137	0.72	0.72	0.81	0.90	36x	36x	31x	28x	3.8x	3.6x	3.3x	3.1x	15x	12x
600332 CH	白云山	28.90	40,630	1.96	1.79	2.06	2.34	15x	16x	14x	12x	1.9x	-	1.6x	1.4x	9x	8x
600436 CH	片仔癀	263.91	159,221	2.28	2.76	3.41	4.21	116x	96x	77x	63x	24.0x	-	16.6x	13.5x	38x	94x
600329 CH	中新药业	20.11	11,536	0.81	0.87	1.17	1.50	25x	23x	17x	13x	2.9x	2.7x	2.4x	2.1x	9x	12x
300146 CH	汤臣倍健	27.59	43,620	-0.24	0.96	1.05	1.26	(115x)	29x	26x	22x	7.3x	-	5.1x	4.3x	(143x)	18x
	平均值							19x	39x	33x	27x						
	中位值							30x	31x	28x	24x						
	调整后平均值							(21x)	26x	23x	20x						
	调整后中位值							15x	29x	26x	22x						

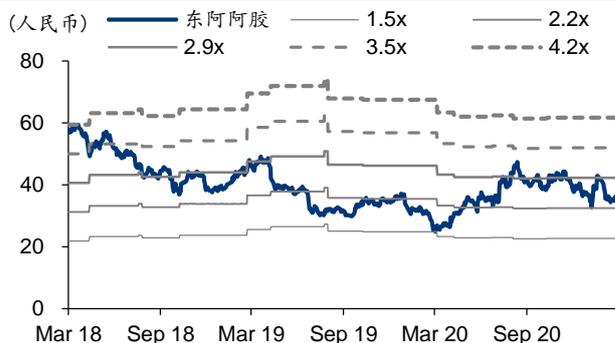
注: 采用 Wind 一致预期, 调整系指剔除同仁堂(品种力较强)、片仔癀(无竞品)  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 东阿阿胶 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 东阿阿胶 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8,194	7,773	8,814	10,237	11,854
现金	1,922	1,452	2,212	2,621	4,594
应收账款	1,263	469.03	685.26	969.71	1,065
其他应收账款	41.64	29.55	42.71	60.02	65.82
预付账款	83.91	74.09	86.73	112.88	105.09
存货	3,522	2,478	2,517	3,203	2,753
其他流动资产	1,362	3,271	3,271	3,271	3,271
<b>非流动资产</b>	3,459	3,177	3,296	3,580	3,729
长期投资	219.22	141.38	141.38	141.38	141.38
固定投资	2,156	2,225	2,233	2,381	2,567
无形资产	424.16	442.01	459.02	475.22	490.65
其他非流动资产	659.79	368.72	462.25	582.38	530.24
<b>资产总计</b>	11,654	10,950	12,110	13,817	15,583
<b>流动负债</b>	1,574	1,042	1,204	1,511	1,503
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	287.61	191.63	224.32	291.97	271.82
其他流动负债	1,286	850.07	979.33	1,219	1,231
<b>非流动负债</b>	56.52	131.31	131.31	131.31	131.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	56.52	131.31	131.31	131.31	131.31
<b>负债合计</b>	1,631	1,173	1,335	1,642	1,634
少数股东权益	48.14	45.60	43.37	41.23	39.18
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	690.58	742.26	391.96	391.96	391.96
留存公积	8,858	8,685	9,686	11,087	12,864
归属母公司股东权益	10,203	10,082	10,732	12,133	13,910
<b>负债和股东权益</b>	11,881	11,300	12,110	13,817	15,583

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	(1,120)	800.83	1,147	1,157	2,715
净利润	(445.39)	40.97	997.90	1,599	2,095
折旧摊销	144.33	160.91	170.44	181.78	197.76
财务费用	47.06	(0.67)	(23.57)	(37.53)	(45.05)
投资损失	(68.73)	(16.38)	(16.38)	(16.38)	(16.38)
营运资金变动	(918.74)	219.56	(305.94)	(895.38)	158.93
其他经营现金	121.47	396.45	324.83	324.83	324.83
<b>投资活动现金</b>	1,837	(969.52)	(277.57)	(454.18)	(334.94)
资本支出	336.13	102.81	291.92	468.53	349.29
长期投资	(2,060)	907.68	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(112.90)	(40.97)	(14.35)	(14.35)	(14.35)
<b>筹资活动现金</b>	(930.31)	(304.86)	(110.21)	(293.64)	(406.41)
短期借款	0.00	0.00	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	0.00	51.68	(350.30)	0.00	0.00
其他筹资现金	(930.31)	(356.54)	240.09	(293.64)	(406.41)
现金净增加额	(213.74)	(473.55)	759.51	409.00	1,974

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2,959	3,409	4,927	6,924	7,593
营业成本	1,549	1,534	1,796	2,338	2,176
营业税金及附加	33.23	39.31	56.81	79.83	87.55
营业费用	1,327	837.85	1,232	1,869	2,050
管理费用	294.19	393.33	443.44	484.65	531.53
财务费用	37.55	(13.55)	(23.57)	(37.53)	(45.05)
资产减值损失	(4.99)	(205.81)	(193.69)	(193.69)	(193.69)
公允价值变动收益	(3.06)	(1.44)	(1.44)	(1.44)	(1.44)
投资净收益	68.73	16.38	16.38	16.38	16.38
<b>营业利润</b>	(513.07)	152.08	1,162	1,869	2,452
营业外收入	14.51	22.80	20.03	20.95	20.65
营业外支出	6.66	9.22	8.37	8.65	8.56
<b>利润总额</b>	(505.22)	165.65	1,174	1,882	2,465
所得税	(59.82)	124.68	176.10	282.26	369.68
<b>净利润</b>	(445.39)	40.97	997.90	1,599	2,095
少数股东损益	(1.47)	(2.32)	(2.24)	(2.14)	(2.05)
归属母公司净利润	(443.92)	43.29	1,000	1,602	2,097
EBITDA	(106.68)	757.81	1,562	2,326	2,938
EPS (人民币, 基本)	(0.68)	0.07	1.53	2.45	3.21

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(59.68)	15.24	44.51	40.52	9.67
营业利润	(121.02)	(129.64)	664.29	60.84	31.18
归属母公司净利润	(121.29)	(109.75)	2,210	60.14	30.92
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	47.65	55.00	63.55	66.24	71.34
净利率	(15.00)	1.27	20.30	23.13	27.62
ROE	(4.17)	0.44	9.78	14.01	16.10
ROIC	(2.14)	5.85	14.49	20.64	25.15
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	13.99	10.71	11.02	11.89	10.49
净负债比率 (%)	0	0.35	0.30	0.25	0.25
流动比率	5.21	7.46	7.32	6.78	7.89
速动比率	2.97	5.08	5.23	4.66	6.06
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.30	0.43	0.53	0.52
应收账款周转率	2.73	3.94	8.54	8.37	7.46
应付账款周转率	6.23	6.40	8.64	9.06	7.72
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(0.68)	0.07	1.53	2.45	3.21
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.71)	1.22	1.75	1.77	4.15
每股净资产(最新摊薄)	15.25	14.88	16.41	18.55	21.27
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	(53.51)	548.73	23.75	14.83	11.33
PB (倍)	2.38	2.44	2.21	1.96	1.71
EV EBITDA (倍)	(222.66)	31.35	15.21	10.21	8.09

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、张云逸，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J

**香港:** 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: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****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**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

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

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司