



阿胶行业龙头，开启增长新起点

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 阿胶行业市场规模增速保持在 10%，未来有望保持较高景气度；2) 公司是阿胶行业龙头，阿胶市场率超过 60%，公司上游驴资源丰富，未来产品有望持续提价；3) 经过前几年公司清理渠道，存货从 35 亿元下降到目前的 15 亿元，目前产品发货已经开始快速恢复，未来有望继续保持较快增长。
- **业绩低点已过，迎来增长新起点。** 公司自上市以来，核心产品阿胶块需求旺盛，且持续提价，带动公司业绩快速增长，2018 年开始，因渠道库存积压较多，公司开始清理渠道库存，减少发货，2019 业绩出现大幅下降，经过两年多的调整，目前渠道库存已经降至较低水平，进入 2021 年，公司业绩迎来恢复性增长，2021 年公司营业收入达到 38.5 亿元，同比增长 12.9%，归母净利润为 4.4 亿元，同比增长 917.4%。
- **消费升级大趋势，阿胶价值回归持续。** 阿胶作为价格较高的滋补品，消费升级将带动阿胶需求的增长，我国阿胶市场规模从 2013 年 196 亿元增长至 2020 年 535 亿元，复合增速达到 15.4%。阿胶的核心原材料是驴皮，目前，驴存栏量已由 1996 年 944.4 万头下降到 2020 年的 232.4 万头，预计未来仍将持续下降，驴皮价格依然会保持在较高水平。目前公司已经在全国建立 20 个毛驴药材标准养殖示范基地，在聊城建设 100 个扶贫养驴场，在保障原材料供应的基础上，不断挖掘驴的附带价值，整体来看，公司驴资源丰富，阿胶龙头地位稳固。
- **渠道清库存接近尾声，主力产品有望开启新增长。** 自从公司开始开启价值回归战略之后，主力产品阿胶块持续提价，产品价格的持续提升使得经销商、药店和消费者更倾向于一次性在价格相对较低时购入较多产品，所以最终导致公司产品在渠道内和终端消费者中存量越来越大，公司库存持续上升，最多达到 35 亿元，同时库存周转率持续下降，2019 年开始，公司开始清理渠道库存，减少发货，进入 2021 年，渠道清理接近尾声，开始恢复增长。公司三大主力产品阿胶块、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕产品力强，未来有望继续保持较快增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润增速分别为 123.6%、26%和 19.7%，整体来看，公司是阿胶行业绝对龙头，产品质量、品牌力、市场占有率均处于行业首位，经过前期渠道库存调整，有望迎来持续稳健增长，长期发展值得期待。给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价为 37.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品降价风险，销售不及预期风险，医药行业其他政策风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3848.99	4630.76	5517.19	6489.97
增长率	12.89%	20.31%	19.14%	17.63%
归属母公司净利润 (百万元)	440.44	984.82	1240.99	1485.99
增长率	917.43%	123.60%	26.01%	19.74%
每股收益 EPS (元)	0.67	1.51	1.90	2.27
净资产收益率 ROE	4.39%	9.01%	10.20%	10.88%
PE	46	21	16	14
PB	2.04	1.86	1.67	1.49

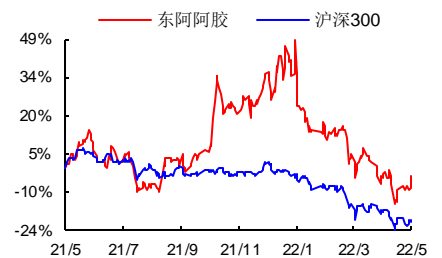
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@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)	28.57-49.54
总市值(亿元)	204.05
总资产(亿元)	116.28
每股净资产(元)	15.25

相关研究

目 录

1 东阿阿胶：阿胶行业龙头，开启增长新起点	1
1.1 历史悠久的阿胶行业龙头.....	1
1.2 业绩低点已过，迎来增长新起点.....	2
2 消费升级大趋势，阿胶价值回归持续	4
2.1 消费升级大趋势，阿胶需求持续快速增长.....	4
2.2 上游驴资源紧张，阿胶价值回归有望持续.....	5
3 渠道清库存接近尾声，主力产品有望开启新增长	7
3.1 渠道清库存接近尾声，终端动销有望加速.....	7
3.2 阿胶块：市场龙头地位稳固，仍具提价基础.....	8
3.3 复方阿胶浆：双跨品种，零售端有望逐步恢复增长.....	9
3.4 桃花姬：桃花姬引领公司保健品，产品逐步丰富.....	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 投资建议.....	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 东阿阿胶发展历史	1
图 2: 东阿阿胶股权结构	1
图 3: 公司营业收入逐步迎来恢复	2
图 4: 公司归母净利润迎来恢复	2
图 5: 2020 年公司营业收入构成情况	2
图 6: 公司整体毛利率和净利率情况	3
图 7: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率	3
图 8: 我国品质人群消费观	4
图 9: 阿胶行业市场规模	4
图 10: 驴存栏量逐步下降	5
图 11: 驴屠宰量逐步下降	5
图 12: 我国驴皮价格走势	6
图 13: 东阿阿胶驴产业链	6
图 14: 东阿阿胶库存情况	7
图 15: 东阿阿胶库存周转天数情况	7
图 16: 东阿阿胶阿胶系列产品收入情况	7
图 17: 东阿阿胶阿胶块	8
图 18: 阿胶行业市场竞争格局	8
图 19: 东阿阿胶阿胶块历年提价情况	9
图 20: 东阿阿胶阿胶块历年销售额	9
图 21: 东阿阿胶复方阿胶浆	10
图 22: 东阿阿胶复方阿胶浆提价情况	10
图 23: 东阿阿胶复方阿胶浆销售额	11
图 24: 桃花姬阿胶糕	11
图 25: 东阿阿胶真颜小分子阿胶	12
图 26: 东阿阿胶牌阿胶粉	12
图 27: 东阿阿胶保健品公司营业收入	12

表 目 录

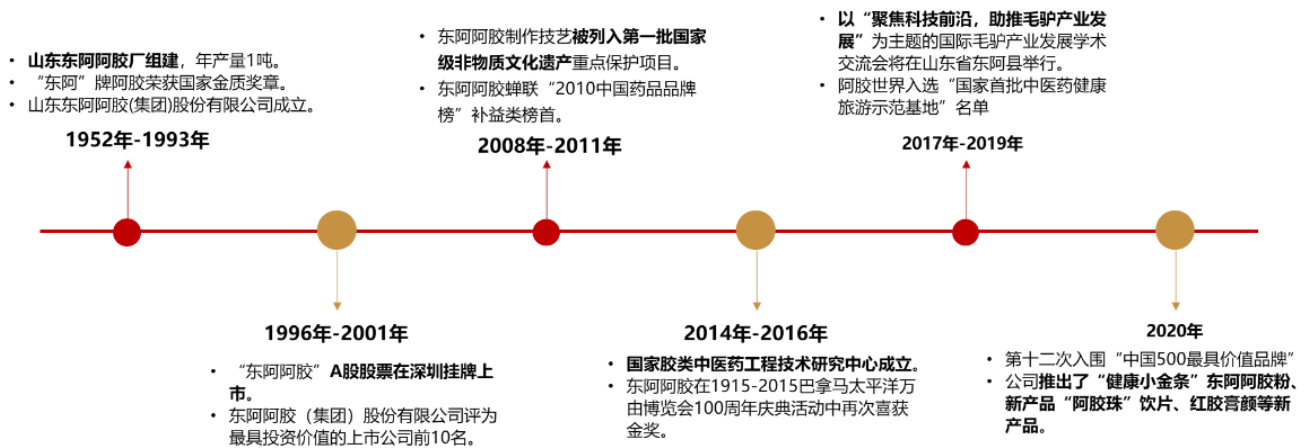
表 1: 市场主流阿胶品种	8
表 2: 东阿阿胶营业收入拆分 (百万元)	13
附表: 财务预测与估值	15

1 东阿阿胶：阿胶行业龙头，开启增长新起点

1.1 历史悠久的阿胶行业龙头

东阿阿胶于 1952 年建厂，阿胶生产实现了从农民作坊到工业化的转变，1993 年公司股权改革后，于 1996 年上市，2003 年华润入主东阿阿胶，成为公司实际控制人。2011 年，公司推出桃花姬阿胶糕，逐步形成了目前的阿胶块、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕三大主力产品系列。

图 1：东阿阿胶发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东是华润东阿阿胶有限公司，持有公司 23%股权，实际控制人是华润医药集团有限公司。

图 2：东阿阿胶股权结构

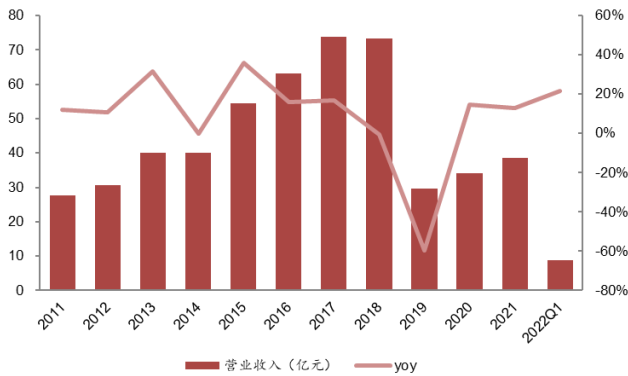


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩低点已过，迎来增长新起点

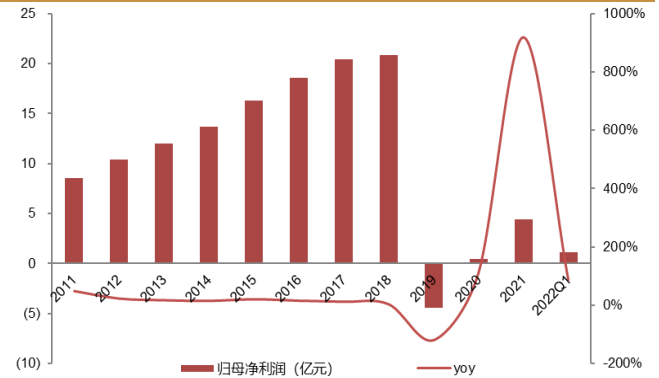
公司自上市以来，核心产品阿胶块需求旺盛，且持续提价，带动公司业绩快速增长，2018年开始，因渠道库存积压较多，公司开始清理渠道库存，减少发货，2019年业绩出现大幅下降，经过两年多的调整，目前渠道库存已经降至较低水平，进入2021年，公司业绩迎来恢复性增长，2021年公司营业收入达到38.5亿元，同比增长12.9%，归母净利润为4.4亿元，同比增长917.4%。

图 3：公司营业收入逐步迎来恢复



数据来源：Wind，西南证券整理

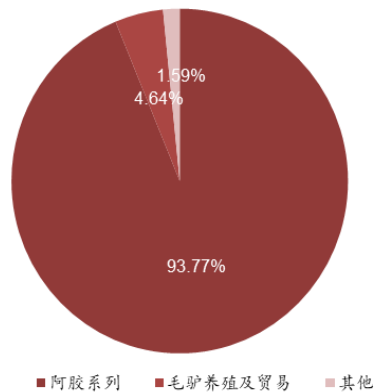
图 4：公司归母净利润迎来恢复



数据来源：Wind，西南证券整理

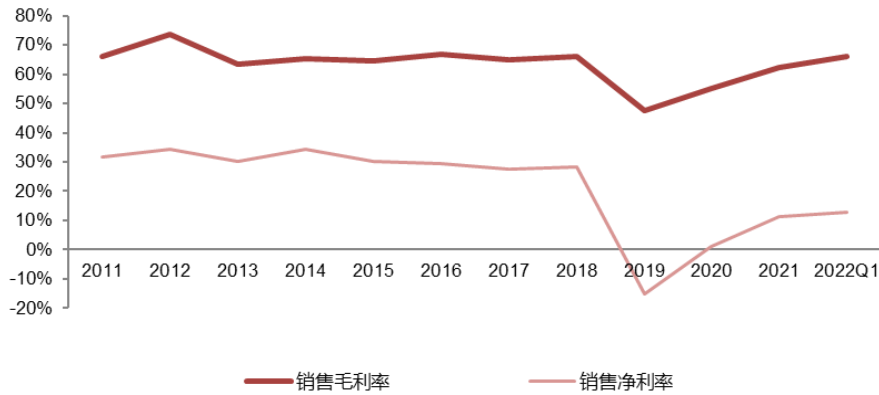
公司主营业务为包括阿胶系列和毛驴养殖及贸易，其中阿胶系列占据接近90%的收入占比，毛驴养殖及贸易占比不到10%。

图 5：2020 年公司营业收入构成情况



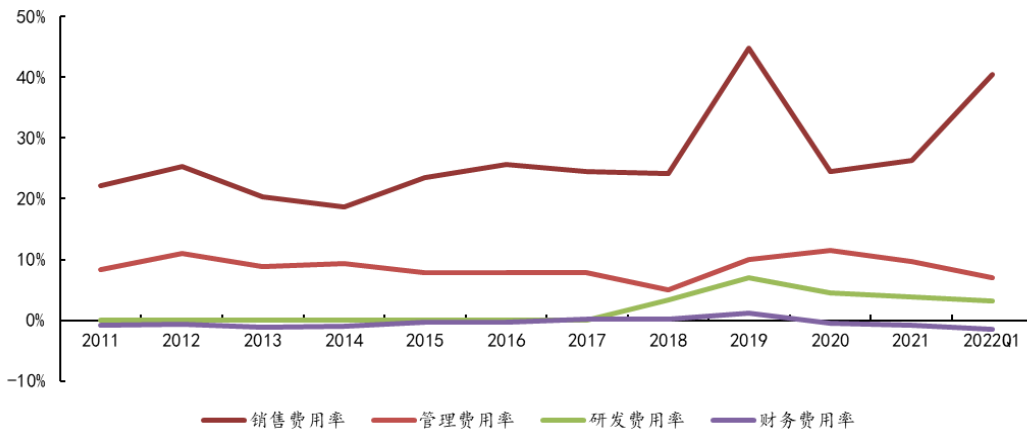
数据来源：Wind，西南证券整理

2012年-2018年，公司整体毛利率保持在60%左右，净利率保持在30%左右，2019年毛利率和净利率大幅下降，2020年开始逐步恢复，2021年公司毛利率为62.3%，净利率为11.4%，毛利率已经恢复到正常水平，净利率仍有较大提升空间。2022Q1公司毛利率为66.2%，净利率为12.9%，盈利能力进一步提升。

图 6：公司整体毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2014 年-2018 年销售费用率、管理费用率和财务费用率等整体保持平稳，2019 年因公司收入大幅下降，销售费用率快速上升，2020 年因疫情影响以及公司策略调整，销售费用率下降明显，进入到 2021 年，公司各项费用率水平整体保持平稳。

图 7：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率


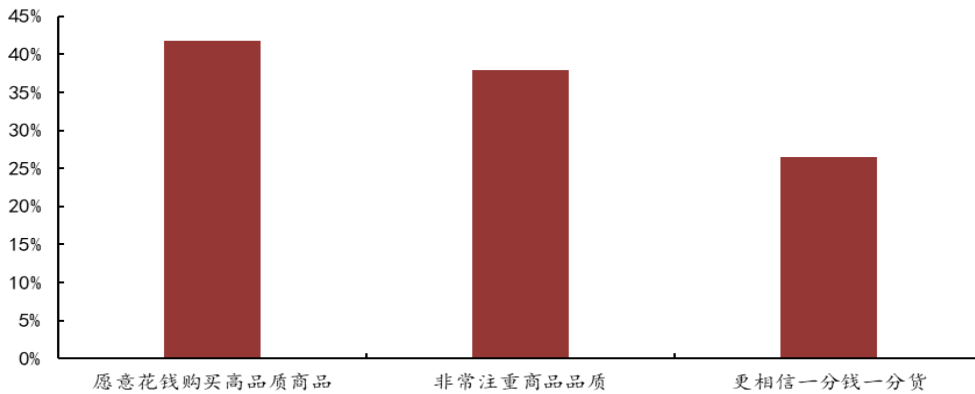
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 消费升级大趋势，阿胶价值回归持续

2.1 消费升级大趋势，阿胶需求持续快速增长

目前我国中产人群规模日益扩大，已经成为推动国人品质消费的重要动力。中产人群具有较为稳定和可观的收入，消费理念从“越便宜越好”转变为“满足自身情感需求的消费”，偏向于高性价比、高质量商品。

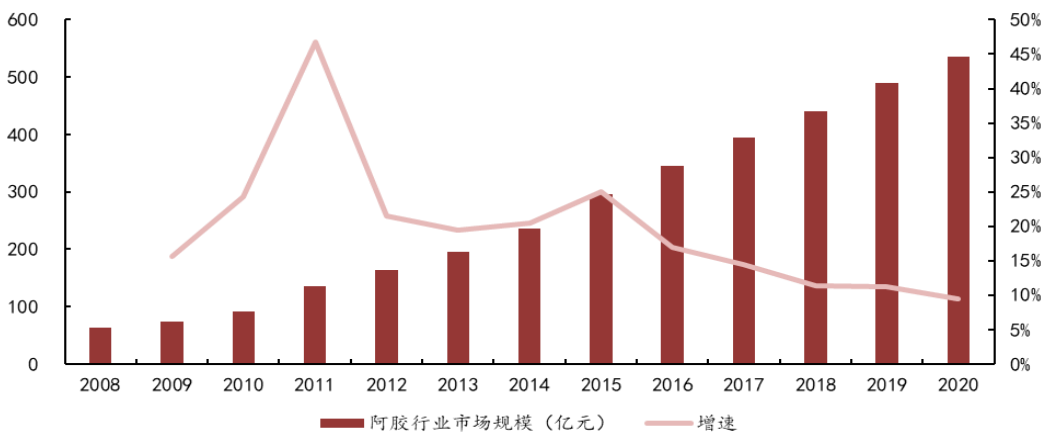
图 8：我国品质人群消费观



数据来源：脉动网，西南证券整理

阿胶作为价格较高的滋补品，消费升级将带动阿胶需求的增长。阿胶作为一种中国传统的名贵中药，主要由驴皮熬制，具有补血，滋阴，润肺，止血的功效。现代医学研究表明，阿胶可促进造血功能、能增加血清钙的含量、并有止血、抗疲劳、抗休克、抗辐射、抗肌萎、耐寒冷、健脑、抗衰老、提高机体免疫功能、滋阴补肾、强筋健骨、利尿消肿等作用。根据山东阿胶行业协会统计资料显示，受到行业产销量以及阿胶价格上升的影响，我国阿胶市场规模从 2013 年 196 亿元增长至 2020 年 535 亿元，复合增速达到 15.4%。

图 9：阿胶行业市场规模

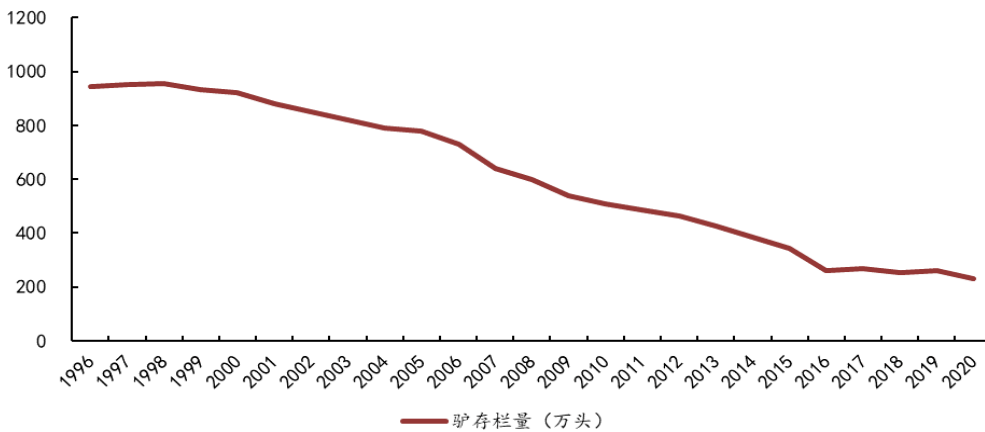


数据来源：阿胶行业协会，西南证券整理

2.2 上游驴资源紧张，阿胶价值回归有望持续

阿胶是驴皮经漂泡去毛后熬制而成的胶块，驴皮是生产阿胶的主要原材料，近 30 年我国毛驴存栏量逐步下降，首先，随着农业机械的快速普及，驴的传统役使功能没落，致使毛驴数量下降；其次，与牛羊猪禽类相比，毛驴的饲养难度大、养殖周期长、繁衍慢，且收益较低，因而农户养殖毛驴的积极性不高。目前，驴存栏量已由 1996 年 944.4 万头下降到 2020 年的 232.4 万头，预计未来仍将持续下降。

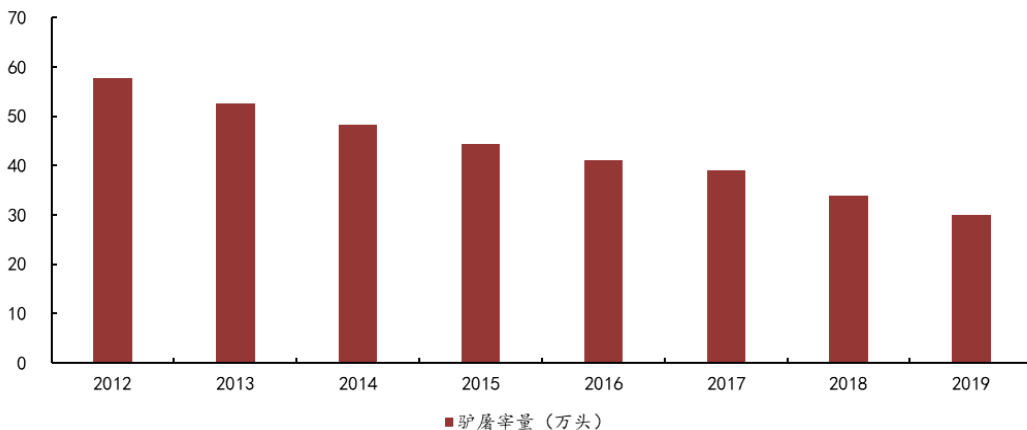
图 10：驴存栏量逐步下降



数据来源：国家统计局，西南证券整理

一般情况下，5 斤鲜驴皮可熬制 1 斤阿胶，目前国内每年阿胶需求量维持在 5000 吨左右，一头成年驴大概能产出 20 斤鲜驴皮，则大约需要 250 万头成年驴，目前我国毛驴屠宰量相对较低，大部分依靠进口，供应十分紧张。

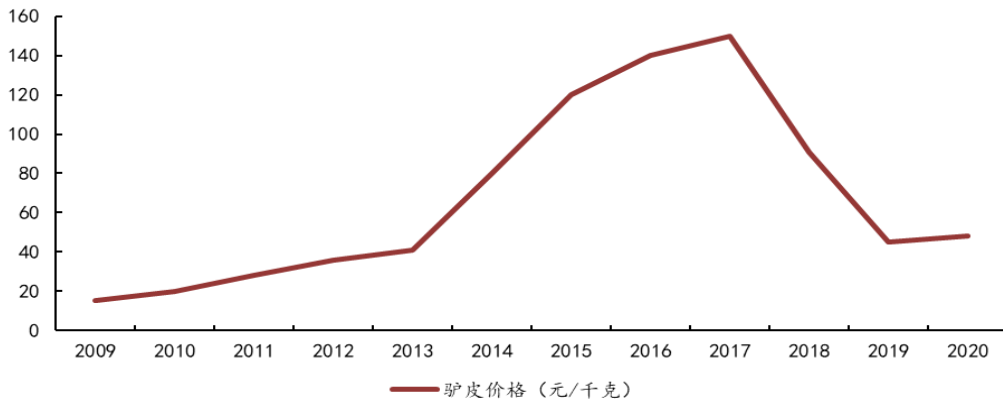
图 11：驴屠宰量逐步下降



数据来源：国家统计局，西南证券整理

受到毛驴数量减少带来的原材料供应紧张的影响，我国驴皮收购价格从 2013 年开始大幅上涨，一直到 2017 年，最高价格超过 140 元/千克，随后随着驴皮收购渠道的增加，以及阿胶渠道库存积压太多等因素，导致国内驴皮需求量下降，价格快速降低，目前已经降低至 60 元/千克。

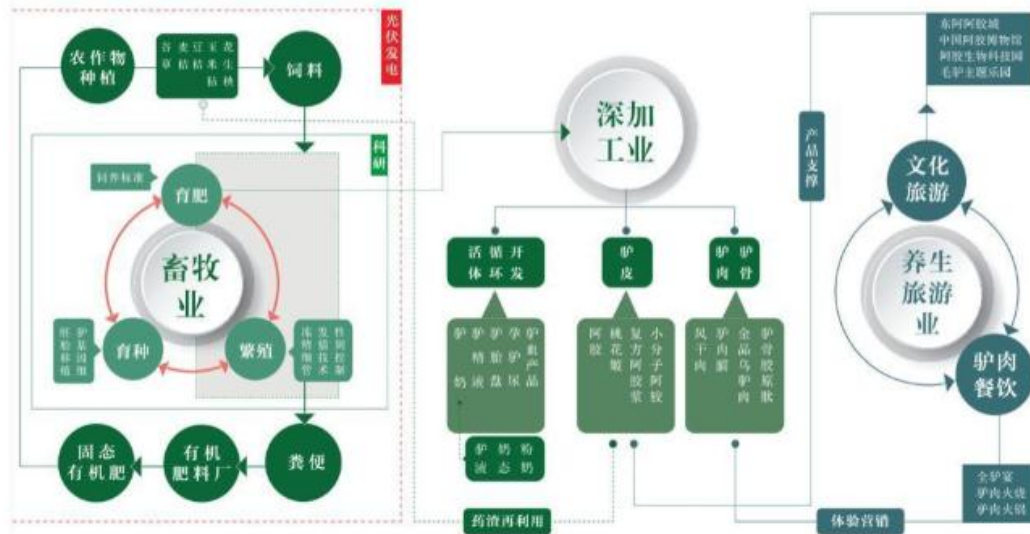
图 12：我国驴皮价格走势



数据来源：康美中药材网，西南证券整理

公司的毛驴主要来自于自己养殖和从农户收购，目前公司已经在全国建立 20 个毛驴药材标准养殖示范基地，在聊城建设 100 个扶贫养驴场，建立国内首个网上毛驴交易平台，毛驴深度加工厂和饲料厂等等，构建覆盖饲料、养殖、交易、深加工、餐饮、旅游的全产业链集群，在保障原材料供应的基础上，不断挖掘驴的附带价值。

图 13：东阿阿胶驴产业链



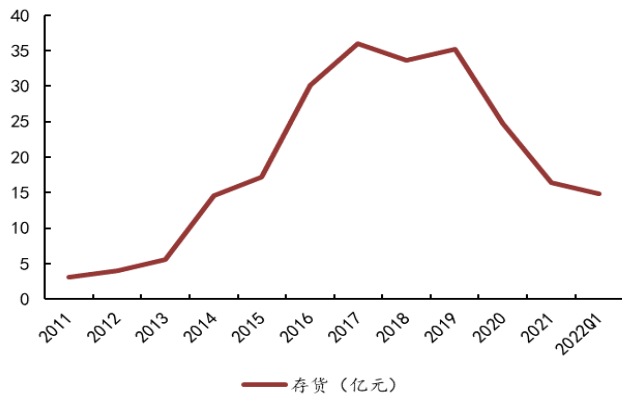
数据来源：公司官网，西南证券整理

3 渠道清库存接近尾声，主力产品有望开启新增长

3.1 渠道清库存接近尾声，终端动销有望加速

自从公司开始开启价值回归战略之后，主力产品阿胶块持续提价，产品价格的持续提升使得经销商、药店和消费者更倾向于一次性在价格相对较低时购入较多产品，所以最终导致公司产品在渠道内和终端消费者中存量越来越大，其中渠道内的经销商和药店等存量较大，2019年开始，公司开始清理渠道库存，减少发货，进入2021年，渠道清理接近尾声，从公司报表端来看，公司存货在2017年与收入端同步达到最高水平后，保持在35亿的水平，经过2019年和2020年的调整后，2021年公司存货水平开始快速下降，同时存货周转天数快速下降，表明公司加大发货量，渠道清理接近尾声。

图 14：东阿阿胶库存情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

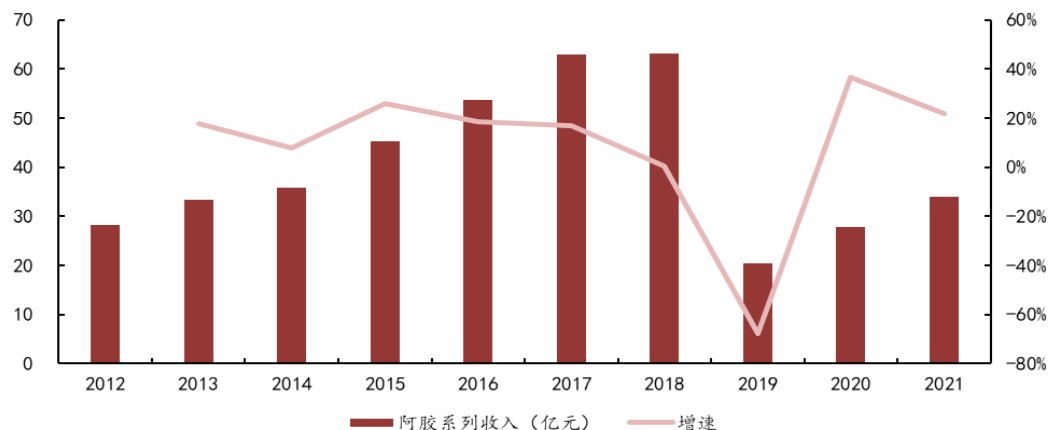
图 15：东阿阿胶库存周转天数情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司阿胶系列的收入来看，2018年达到最高点63.2亿元，随后2019年出现大幅下降，2020年开始逐步恢复，2021年收入为34亿元，2022年有望继续恢复。

图 16：东阿阿胶阿胶系列产品收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 阿胶块：市场龙头地位稳固，仍具提价基础

阿胶具有补血，滋阴，润肺，止血的功效。主治血虚诸证，出血证，肺阴虚燥咳，热病伤阴，心烦失眠，阴虚风动，手足瘦痲。经过多年发展，目前东阿阿胶已成为 OTC 第一大单品，滋补养生第一品牌。

图 17：东阿阿胶阿胶块



数据来源：公司官网，西南证券整理

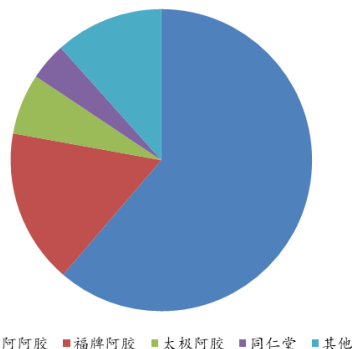
从阿胶市场竞争情况来看，东阿阿胶占据超过 60% 市场份额，其次为福牌阿胶，市场份额占比超过 15%，另外太极阿胶和同仁堂阿胶合计占据 10% 左右份额，剩余市场份额被众多企业瓜分，总体来看，阿胶行业生产企业较多，东阿阿胶目前是行业的绝对龙头。从价格来看，东阿阿胶价格最高，是其他企业同类产品价格的两倍不止。

表 1：市场主流阿胶品种

产品名称	生产企业	价格（终端价）	主要市场
东阿阿胶	东阿阿胶	约 1500 元/250g	山东、广东、江苏、浙江、北京、上海为主，全国部署
福牌阿胶	福牌阿胶	约 550 元/250g	华东为主，全国部署
阿胶	同仁堂	约 500 元/250g	华北
太极阿胶	太极集团	约 500 元/250g	西南
阿胶	佛慈制药	约 500 元/250g	西北

数据来源：天猫，西南证券整理

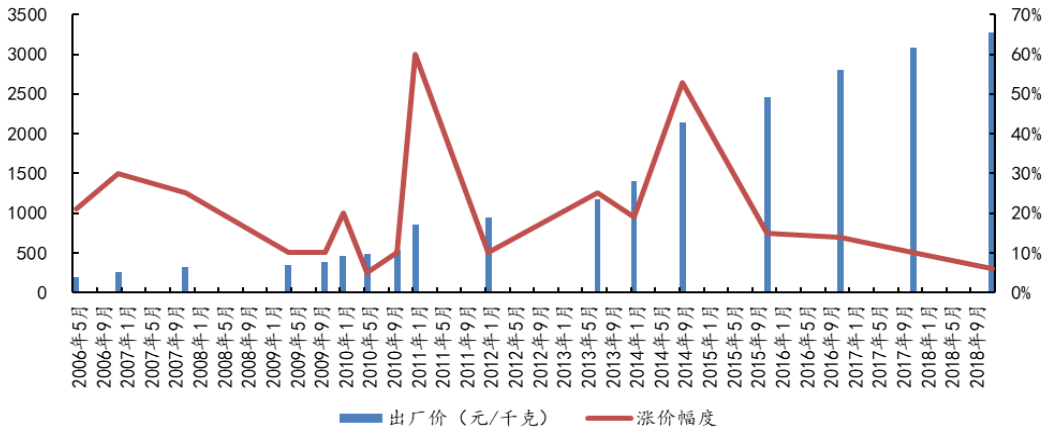
图 18：阿胶行业市场竞争格局



数据来源：公司公告，西南证券整理

东阿阿胶从 2006 年开始对阿胶产品进行全面提价，截至目前，东阿阿胶共调价 17 次，最后一次提价在 2018 年 12 月，出厂价从 2006 年 5 月的 196 元/千克提升至目前的约 3273 元/千克，涨幅超过 20 倍，东阿阿胶也成为市场上价格最高的阿胶产品。目前一盒 250g 的阿胶可以食用 3 周，终端价格约为 1500 元/250g，则日用金额约为 70 元。

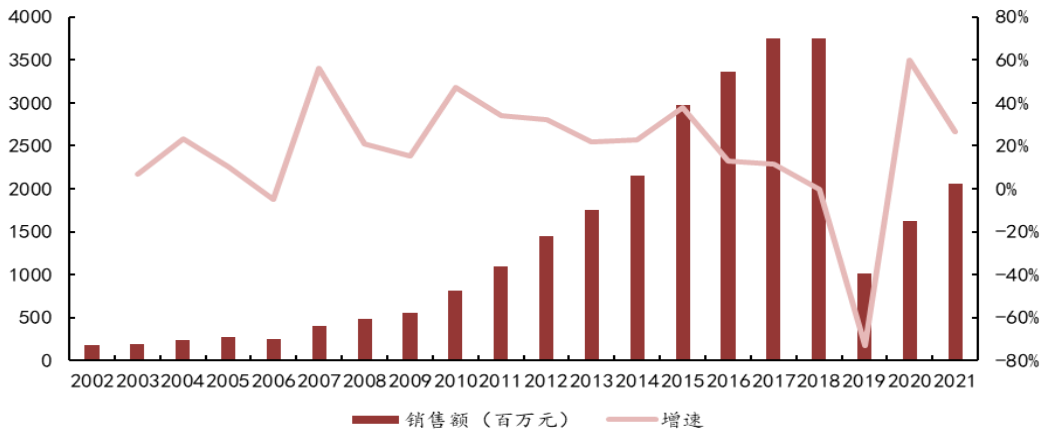
图 19：东阿阿胶阿胶块历年提价情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

阿胶块从 2006 年开始一直到 2016 年，销售额增速一直保持在 20% 左右，2017 年开始增速出现下降，2018-2019 年受到去渠道库存影响，增速持续大幅下降，2020 年开始迎来反转，2021 年继续增长。目前渠道库存清理接近尾声，且公司开始持续进行数字化转型，阿胶块线上销量持续快速增长，成为阿胶块增长新动力。

图 20：东阿阿胶阿胶块历年销售额



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 复方阿胶浆：双跨品种，零售端有望逐步恢复增长

复方阿胶浆，源于明代气血双补第一方《景岳全书》“两仪膏”，传承 400 年，可以养心血、补心气、安心神、助睡眠。早在 1980 年，东阿阿胶的复方阿胶浆产品上市；1988 年，复方阿胶浆率先降糖，采用现代科技，实现无蔗糖、无防腐剂；2001 年，荣获国家中药保

护品种。复方阿胶浆也是公司目前唯一一个进入医保目录的产品，也是公司目前销售收入排在第二位的產品。

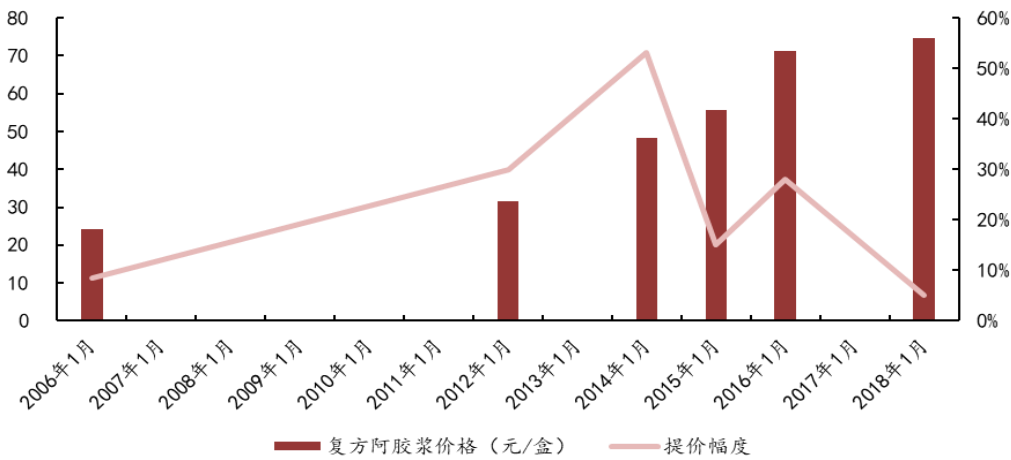
图 21：东阿阿胶复方阿胶浆



数据来源：公司官网，西南证券整理

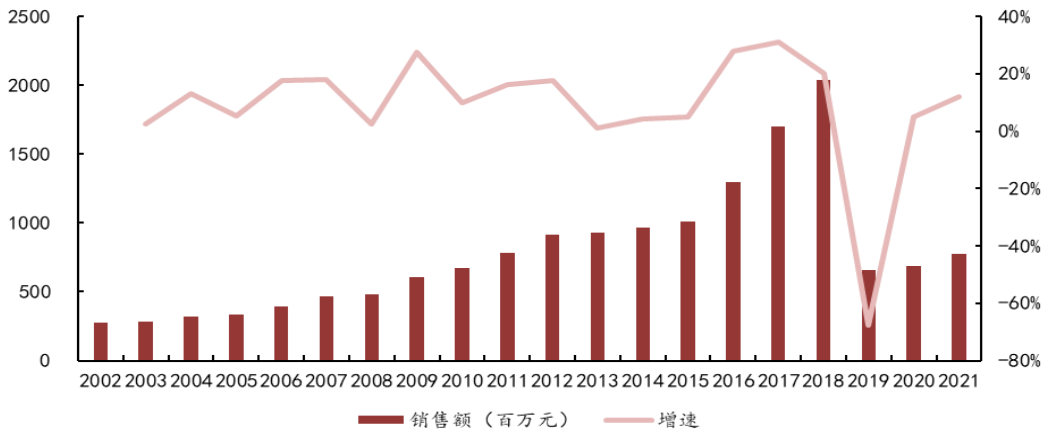
复方阿胶浆作为公司主力产品，出厂价也在不断提升，且 2014 年到 2016 年连续提价三次，最后一次提价是在 2018 年 1 月份，提价幅度为 5%。

图 22：东阿阿胶复方阿胶浆提价情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

复方阿胶浆是双跨品种，最初在医院端推广，销售额相对较低，2013 年开始，公司开始在零售端加大销售力度，目前零售端销售额占复方阿胶浆销售额的 80%左右。在 2019、2020 全国医保目录中，阿胶浆被备注为“限有重度贫血检验证据，仅限参保人员门诊使用和定点药店购药时医保基金方予支付”，随着各地药房对该政策的逐步落实，复方阿胶浆销售承压。目前经过近 2 年时间的调整，医保支付政策带来的负面影响已经基本消除，加之渠道清理接近尾声，我们预计复方阿胶浆有望重新开启增长。

图 23：东阿阿胶复方阿胶浆销售额


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 桃花姬：桃花姬引领公司保健品，产品逐步丰富

桃花姬阿胶糕于 2011 年上市，桃花姬阿胶糕定位“高端养颜零食”，采用正宗的东阿阿胶为原料，配以香脆的核桃和浓香的黑芝麻，其配方沿袭古方，采用现代工艺精制而成。桃花姬集经典与时尚、美味与养颜于一体，其和气血、养颜容、口感好的特点，特别适合上班族和亚健康人群随时养颜滋补，提高免疫力。

图 24：桃花姬阿胶糕


数据来源：公司官网，西南证券整理

近几年，公司不断推出新产品，包括阿胶粉、真颜小分子阿胶、九朝贡胶、速溶块等等一系列产品，优化丰富产品体系，产品方便、即食，可以更好的满足不同人群的需要，尤其是年轻人的需要。

2014 年，公司的小分子阿胶上市，小分子阿胶定位在日常美容养颜需求，与传统集中补血的诉求形成明显区别；消费场所方面，其不仅可以在家里吃、也可以在工作场合吃、在出差旅途中吃；消费季节性上，小分子阿胶将摆脱宜冬季进补的偏见，一年四季中的每一天都可以消费，成为真正的日常消费品。

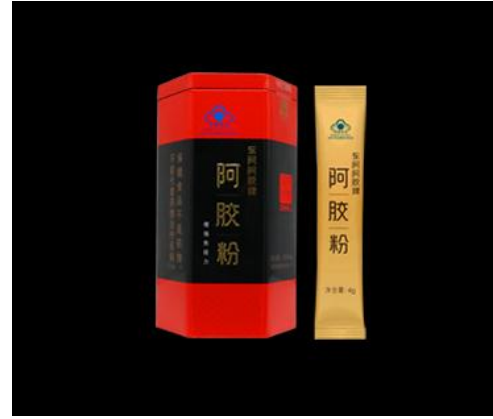
2020年,公司的阿胶粉上市,阿胶粉是以阿胶原液为原料,采用真空干燥技术成粉,“过滤”掉传统工艺的晾胶、切胶等耗费大量时间、人力的‘无效’工序,在缩短周期、降低生产成本,同时,阿胶粉入口喷香,入水易化,最适于加蜂蜜、牛奶、奶粉、红茶等伴侣做成各式各样的时尚养生茶饮。

图 25: 东阿阿胶真颜小分子阿胶



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

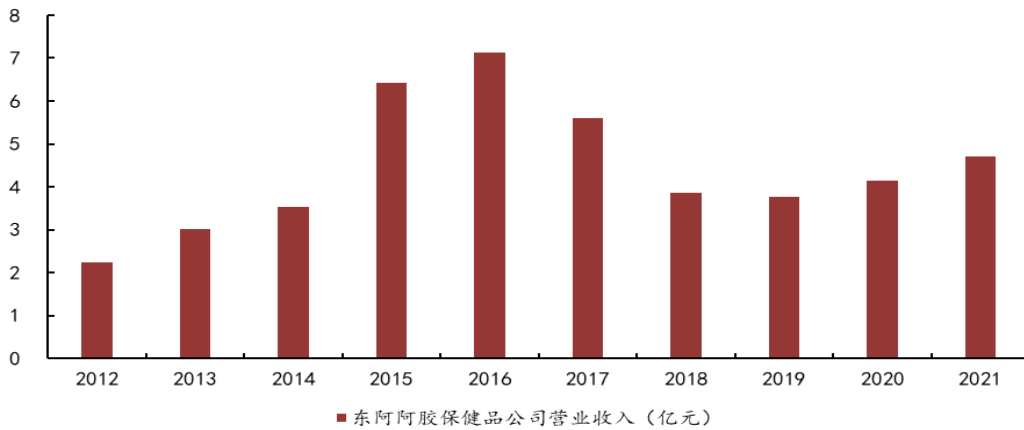
图 26: 东阿阿胶牌阿胶粉



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

目前公司保健品品种快速增加,2021年保健品子公司的收入体量也已经达到了4.7亿元,预计保健品收入未来也有望达到10亿元以上体量,成为公司重要的业务板块。

图 27: 东阿阿胶保健品公司营业收入



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 公司核心产品阿胶块迎来快速恢复, 假设 2022-2024 年销量增速分别为 26.2%、23.3%和 20.2%, 假设价格保持不变;

假设 2: 复方阿胶浆迎来一定恢复, 未来保持平稳增长, 假设 2022-2024 年销量增速分别为 15%、15%和 15%, 假设价格保持不变;

假设 3: 公司桃花姬系列产品未来保持相对较快增长, 假设 2022-2024 年销量增速分别为 20%、20%和 20%, 假设价格保持不变;

表 2: 东阿阿胶营业收入拆分 (百万元)

业务板块		2021A	2022E	2023E	2024E
阿胶系列产品	收入	3395.35	4154.45	5017.07	5964.84
	增速	21.71%	22.36%	20.76%	18.89%
	成本	950.70	1080.16	1254.27	1491.21
	毛利	2444.65	3074.29	3762.80	4473.63
	毛利率	72.00%	74.00%	75.00%	75.00%
阿胶块	收入	2057.64	2596.02	3200.38	3845.81
	增速	26.45%	26.16%	23.28%	20.17%
复方阿胶浆	收入	772.63	888.53	1021.81	1175.08
	增速	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%
桃花姬	收入	483.21	579.85	695.82	834.98
	增速	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他产品	收入	81.87	90.06	99.07	108.97
	增速	17.00%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入	453.65	476.33	500.15	525.16
	增速	-26.80%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	385.60	404.88	425.13	446.38
	毛利	68.05	71.45	75.02	78.77
	毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	总营业收入	3848.99	4630.78	5517.22	6490.00
	增长率	12.89%	20.31%	19.14%	17.63%
	总营业成本	1336.30	1485.04	1679.39	1937.59
	毛利	2512.70	3145.74	3837.82	4552.40
	毛利率	65.28%	67.93%	69.56%	70.14%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 46.3 亿元、55.2 亿元和 64.9 亿元, 归母净利润分别为 9.8 亿元、12.4 亿元和 14.9 亿元, EPS 分别为 1.51 元、1.90 元和 2.27 元, 对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 14 倍。

4.2 投资建议

我们选取了行业中与东阿阿胶最为相近的中新药业、同仁堂、片仔癀和寿仙谷四家公司，2021年四家公司的平均PE为45倍，2022年平均PE为37倍。整体来看，公司是阿胶行业绝对龙头，产品质量、品牌力、市占率均处于行业首位，经过前期渠道库存调整，有望迎来持续稳健增长，长期发展值得期待。考虑到公司目前产品相对成熟，增速低于可比公司平均水平，结合公司未来几年增速，给予公司2022年25倍PE，低于可比公司平均估值水平，对应目标价为37.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600329.SH	中新药业	20.72	0.99	1.18	1.49	1.88	21	18	14	11
600085.SH	同仁堂	42.54	0.89	1.09	1.27	1.48	48	39	33	29
600436.SH	片仔癀	299.35	4.03	4.91	6.02	7.36	74	61	50	41
603896.SH	寿仙谷	50.14	1.32	1.71	2.23	2.92	38	29	22	17
平均值							45	37	30	24

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

产品降价风险，销售不及预期风险，医药行业其他政策风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3848.99	4630.76	5517.19	6489.97	净利润	438.91	989.77	1247.23	1493.46
营业成本	1450.93	1485.03	1679.39	1937.58	折旧与摊销	156.87	291.90	295.56	299.32
营业税金及附加	57.44	69.46	82.76	97.35	财务费用	-33.99	-15.97	-23.92	-33.33
销售费用	1013.74	1389.23	1655.16	1946.99	资产减值损失	-330.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	373.16	555.69	662.06	778.80	经营营运资本变动	2188.82	872.00	799.15	696.49
财务费用	-33.99	-15.97	-23.92	-33.33	其他	380.95	-428.86	-52.73	-52.73
资产减值损失	-330.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2800.90	1708.84	2265.29	2403.21
投资收益	64.16	50.00	50.00	50.00	资本支出	145.98	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	2.73	2.73	2.73	2.73	其他	-1108.60	52.73	52.73	52.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-962.62	12.73	12.73	12.73
营业利润	568.75	1200.05	1514.48	1815.31	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.31	6.99	6.53	5.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	571.07	1207.04	1521.01	1821.29	股权融资	-0.35	0.00	0.00	0.00
所得税	132.15	217.27	273.78	327.83	支付股利	-196.21	0.00	0.00	0.00
净利润	438.91	989.77	1247.23	1493.46	其他	-29.82	-1.81	23.92	33.33
少数股东损益	-1.53	4.95	6.24	7.47	筹资活动现金流净额	-226.37	-1.81	23.92	33.33
归属母公司股东净利润	440.44	984.82	1240.99	1485.99	现金流量净额	1611.90	1719.77	2301.94	2449.28
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3248.37	4968.14	7270.08	9719.35	成长能力				
应收和预付款项	378.87	544.80	527.50	492.82	销售收入增长率	12.89%	20.31%	19.14%	17.63%
存货	1645.85	1485.03	839.69	387.52	营业利润增长率	273.98%	111.00%	26.20%	19.86%
其他流动资产	3348.44	2492.36	2497.25	2502.62	净利润增长率	971.33%	125.51%	26.01%	19.74%
长期股权投资	115.14	115.14	115.14	115.14	EBITDA 增长率	130.98%	113.41%	21.01%	16.53%
投资性房地产	105.95	105.95	105.95	105.95	获利能力				
固定资产和在建工程	2063.41	1824.68	1582.29	1336.14	毛利率	62.30%	67.93%	69.56%	70.14%
无形资产和开发支出	409.93	398.29	386.64	375.00	三费率	35.15%	41.66%	41.57%	41.49%
其他非流动资产	312.08	310.55	309.01	307.48	净利率	11.40%	21.37%	22.61%	23.01%
资产总计	11628.03	12244.93	13633.56	15342.02	ROE	4.39%	9.01%	10.20%	10.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.77%	8.08%	9.15%	9.73%
应付和预收款项	627.84	580.19	658.82	790.41	ROIC	7.51%	25.34%	40.54%	69.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.97%	31.87%	32.37%	32.07%
其他负债	1004.82	679.19	741.97	825.38	营运能力				
负债合计	1632.66	1259.38	1400.79	1615.79	总资产周转率	0.34	0.39	0.43	0.45
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	固定资产周转率	1.80	2.38	3.25	4.46
资本公积	741.91	741.91	741.91	741.91	应收账款周转率	9.69	11.74	12.20	15.62
留存收益	8927.62	9912.45	11153.44	12639.43	存货周转率	0.62	0.85	1.44	3.16
归属母公司股东权益	9973.05	10958.27	12199.27	13685.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	131.05%	—	—	—
少数股东权益	22.32	27.27	33.51	40.97	资本结构				
股东权益合计	9995.37	10985.55	12232.78	13726.23	资产负债率	14.04%	10.28%	10.27%	10.53%
负债和股东权益合计	11628.03	12244.93	13633.56	15342.02	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.02	8.95	9.27	9.25
					速动比率	4.87	7.55	8.57	8.98
					股利支付率	44.55%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.67	1.51	1.90	2.27
					每股净资产	15.28	16.80	18.70	20.99
					每股经营现金	4.28	2.61	3.46	3.67
					每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	691.63	1475.98	1786.12	2081.30					
PE	46.33	20.72	16.44	13.73					
PB	2.04	1.86	1.67	1.49					
PS	5.30	4.41	3.70	3.14					
EV/EBITDA	20.38	8.37	5.63	3.65					
股息率	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn