

数字化营销助力长期增长，经典名方再创辉煌

东阿阿胶（000423.SZ）首次覆盖报告

核心结论

阿胶行业龙头，品种力与品牌力均排名中药行业前列。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，是中国最大的阿胶生产企业，也是阿胶行业标准的制定者。2019年公司以70亿元品牌价值获得“胡润品牌榜”第141名，在“医疗健康”板块中获得第5名，仅次于云南白药、片仔癀、同仁堂和汤臣倍健。

线下渠道库存消化后，阿胶块销量回升。阿胶块产品消费者粘性强，19年终端纯销恢复，1H20渠道库存基本清理完毕，预计20~22年向线下渠道发货量逐步恢复至800吨左右，在不提价情况下，对应稳态营收30~33亿元。

线上渠道铺货引入新消费者，拉动整体收入增速。2020年为东阿阿胶数字化转型、战略进军线上市场元年，根据爬虫数据显示，1H20天猫平台阿胶块GMV已达到1.02亿元，同比增长109%，预计线上渠道将拓展新的消费者市场，在未来的3~5年内保持20%以上的高增速，带动整体收入增长。

新产品上市，扩充产品线，抢占年轻消费者市场。公司扎实拓展外延并购业务，围绕参茸、燕窝、西洋参等细分市场，孵化培育拓展新品类，布局休闲滋补产品，进行即食品项差异化竞争，预计在未来3~5年内，将结合线上与线下市场，为公司收入增长带来新的增量。

投资建议：预计公司20~22年营业收入分别为44.66/63.35/72.30亿元，同比增长50.94%/41.87%/14.12%，归母净利分别为10.58/15.20/18.08亿元，同比增长238.35%/43.62%/18.94%，对应EPS分别为1.62/2.32/2.76元，给予公司21年23x的PE估值，对应目标价53.4元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：线上渠道销售不及预期风险，驴皮原材料价格上行风险。

公司评级	买入
股票代码	000423
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	39.49

近一年股价走势



分析师

吴天昊 S0800520080002

13262686562

wutianhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,338	2,959	4,466	6,335	7,230
增长率	-0.5%	-59.7%	50.9%	41.9%	14.1%
归母净利润（百万元）	2,085	(444)	1,058	1,520	1,808
增长率	2.1%	-109.6%	238.4%	43.6%	18.9%
每股收益（EPS）	3.19	(0.30)	1.62	2.32	2.76
市盈率（P/E）	12.4	(130.2)	24.4	17.0	14.3
市净率（P/B）	2.3	2.6	2.3	2.0	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设.....	5
区别于市场的观点.....	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
东阿阿胶核心指标概览	6
一、东阿阿胶：阿胶行业全国龙头，逐步回归正轨.....	7
1.1 阿胶行业全国龙头，品种与品牌力双高	7
1.2 渠道清理前收入业绩稳步增长，预计 2020 年开始恢复	10
1.3 股权结构	11
1.4 产品结构	11
二、核心产品稳中有升，线上渠道大放异彩	12
2.1 阿胶块：固有渠道稳销量，线上渠道提增速	12
2.1.1 线下渠道稳销量.....	12
2.1.2 线上渠道提增速.....	15
2.1.3 驴皮供给短缺，预计带来原材料价格上行，阿胶块长期提价动力仍存在.....	18
2.2 阿胶浆	19
2.3 桃花姬与其他产品	19
三、财务分析	21
四、盈利预测与估值	23
4.1 关键假设	23
4.2 相对估值	25
4.3 绝对估值	25
4.4 投资建议	26
五、风险提示.....	26

图表目录

图 1：东阿阿胶核心指标概览图	6
图 2：东阿阿胶成长复盘	8
图 3：东阿阿胶历史业绩复盘	8
图 4：东阿阿胶股价及估值复盘.....	9
图 5：东阿阿胶相对深证成指与中药行业的超额收益	9
图 6：东阿阿胶营业收入及其增长率	10

图 7: 东阿阿胶归母净利润及其增长率	10
图 8: 东阿阿胶分业务营收拆分 (亿元)	10
图 9: 东阿阿胶各费用率	10
图 10: 东阿阿胶股权结构	11
图 11: 2017 年 (渠道清理前) 营收占比	12
图 12: 2019 年 (渠道清理中) 营收占比	12
图 13: 近十年来阿胶块持续提价, 年复合增速 28%, 出现提价缩量现象, 2016~2017 年销量基本稳定	13
图 14: 2007~2016 年的十年间, 阿胶块出厂价提升幅度均高于城镇居民人均可支配收入	13
图 15: 阿胶块出厂价格测算 (年度加权平均价)	14
图 16: 据测算线下终端稳态年消化阿胶块 800 吨左右, 对应公司营收 30~33 亿元	14
图 17: 东阿阿胶: 使用一年以内的新客户占比 13%	15
图 18: 福牌阿胶: 使用一年以内的新客户占比 23%	15
图 19: 东阿阿胶: 20~29 岁年轻消费者占比 15%	15
图 20: 福牌阿胶: 20~29 岁年轻消费者占比 22%	15
图 21: 1H20 天猫平台东阿阿胶块 GMV 已达到 1.02 亿元, 同比增长 109%	16
图 22: 预计未来十年间, 阿胶块在高净值人群中渗透率维持在 40%~45% (假设一户高净值家庭一人使用)	16
图 23: 阿胶块线下与线上渠道销量预测	17
图 24: 国内毛驴存栏量持续下降	18
图 25: 驴皮收购价格走势	18
图 26: 1996~2018 年阿胶浆销售额稳步提升	19
图 27: 即食类新产品: 即食燕窝	20
图 28: 即食类新产品: 阿胶速溶块	20
图 29: 即食类新产品陆续上线销售	20
图 30: 渠道清理前毛利率基本稳定在 65%~67%	21
图 31: 费用率在 2020 年逐步恢复正常	21
图 32: 1H20 东阿阿胶仍在进行渠道清理, 经营状态调整中	21
图 33: 2017 年东阿阿胶处于健康时期, 经营状态可比	21
图 34: 正常情况经营性净现金流净额/营业收入比率在 20%左右, 1H20 仍在恢复中	22
图 35: 公司偿债能力较强	22
图 36: 2018 年终端动销弱导致应收账款提升, 1H20 恢复中	23
图 37: 近五年存货基本保持稳定	23
表 1: 2019 年东阿阿胶获得“胡润品牌榜”第 141 名, 在“医疗健康”板块中获得第 5 名	7
表 2: 东阿阿胶核心产品简介	11
表 3: 东阿阿胶核心产品	12
表 4: 阿胶块销售收入预测	17

表 5: 东阿阿胶分产品收入预测	24
表 6: 东阿阿胶可比公司估值表 (数据更新至 20200928)	25
表 7: 绝对估值假设及结果	25
表 8: FCFF 估值敏感性分析	26

投资要点

关键假设

- 1、 主营收入假设：预计 20-22 年公司阿胶系列产品收入分别为 35.06/52.80/61.23 亿元，同比增长 71.57%/50.62%/15.96%。1) 线下渠道库存消化后，阿胶块销量回升。阿胶块产品消费者粘性强，品牌认可度高，19 年终端纯销恢复，1H20 渠道库存基本清理完毕，预计 20~22 年向线下终端发货量逐步恢复至 800 吨左右，在不提价情况下，对应营收 30~33 亿元。2) 线上渠道铺货引入新消费者，拉动整体收入增速。2020 年为东阿阿胶数字化转型、战略进军线上市场元年，根据爬虫数据显示，1H20 天猫平台阿胶块 GMV 已达到 1.02 亿元，同比增长 109%，预计线上渠道将拓展新的消费者市场，在未来的 3~5 年内保持 20% 以上的高增速，带动整体收入增长。3) 新产品上市，扩充产品线，抢占年轻消费者市场。公司扎实拓展外延并购业务，围绕参茸、燕窝、西洋参等细分市场，孵化培育拓展新品类，布局休闲滋补产品，进行即食品项差异化竞争，预计在未来 3~5 年内，将结合线上与线下市场，为公司收入增长带来新的增量。
- 2、 毛利率假设：阿胶系列产品近十年平均毛利率为 71.03%，其中 2019 年因为产销量明显下降且没有提价，毛利率小幅下降至 68.02%，预计 2020 年处于去库存后的产销量恢复期，2021~2023 年阿胶系列毛利率将回升至 70% 左右；2023 年后，随着驴皮资源的稀缺与价格提升，预计公司会提升阿胶系列产品价格，令核心产品毛利率维持在 70% 的水平。
- 3、 费用率假设：公司 2020 年处于去渠道库存后的收入恢复阶段，预计销售、管理等费用率略高于正常时期，2021 年营收恢复正常后回到正常水平。

区别于市场的观点

市场主要关注 2020 年下半年公司渠道库存调整后的短期业绩与估值双修复，但我们认为除此之外，公司的中长期发展更值得关注。公司目前关键的 3 个发展方向正确，有助于快速帮助公司重回正轨：1) 阿胶块未来三年左右无提价计划，主要保住药店终端销量；2) 快速拓展线上渠道，抢占年轻消费者市场；3) 发展即食类新产品，抢占年轻消费者市场。阿胶块老消费者粘性较强，复购率高，购买体量较大且稳定，因此不提价情况下保量相对容易，但较难维持高增速，此时用新渠道与新产品开拓年轻消费者市场，可以在保量同时提升营收增速，方向正确且 1H20 已取得相应成果。

股价上涨催化剂

渠道库存降低至安全水位；线上渠道营收高增速；新产品的上市。

估值与目标价

预计公司 20-22 年营业收入分别为 44.66/63.35/72.30 亿元，同比增长 50.94%/41.87%/14.12%，归母净利润分别为 10.58/15.20/18.08 亿元，同比增长 238.35%/43.62%/18.94%，对应 EPS 分别为 1.62/2.32/2.76 元，给予公司 21 年 23x 的 PE 估值，对应目标价 53.4 元 首次覆盖，给予“买入”评级。

东阿阿胶核心指标概览

图 1：东阿阿胶核心指标概览图



东阿阿胶前身是山东东阿阿胶厂，1952年建厂，1996年上市。公司是全国阿胶行业龙头，品种力与品牌力均排名中药行业前列。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，是中国最大的阿胶生产企业，也是阿胶行业标准的制定者。东阿阿胶为国家非物质文化遗产代表性传承人企业，拥有无可替代的品牌资源优势。“东阿”、“吉祥云”和“桃花姬”三个商标均为中国驰名商标。

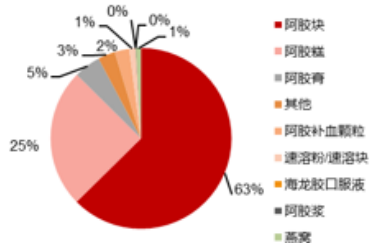
盈利情况



产品结构

产品分类	价格区间	代表产品	产品定位
阿胶块	2200-2900 元/盒	阿胶	高端
阿胶糕	110-170 元/100g	桃花姬、真颜	高端
阿胶膏	230-260 元/盒	阿胶固元膏	高端
阿胶颗粒	380-420 元/盒	阿胶补血颗粒	高端
速溶粉/速溶块	400-500 元/100g	阿胶速溶粉	高端
口服液	10-12.5 元/支	海龙胶口服液	高端
阿胶浆	9-10 元/支	复方阿胶浆	中高端
燕窝	55-60 元/瓶	即食燕窝	高端

2020H1 各产品天猫销售占比



驱动力



资料来源：公司官网，Wind，天猫平台，西部证券研发中心

一、东阿阿胶：阿胶行业全国龙头，逐步回归正轨

1.1 阿胶行业全国龙头，品种与品牌力双高

公司是全国阿胶行业龙头，品种力与品牌力均排名中药行业前列。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，是中国最大的阿胶生产企业，也是阿胶行业标准的制定者。东阿阿胶为国家非物质文化遗产代表性传承人企业，拥有无可替代的品牌资源优势。2019年，公司以70亿元品牌价值获得“胡润品牌榜”第141名，在“医疗健康”板块中获得第5名，仅次于云南白药、片仔癀、同仁堂和汤臣倍健。

表 1：2019 年东阿阿胶获得“胡润品牌榜”第 141 名，在“医疗健康”板块中获得第 5 名

排名	品牌	品牌价值（亿元人民币）	行业
66	云南白药	255	医疗健康
98	片仔癀	145	医疗健康
114	同仁堂	110	医疗健康
136	汤臣倍健	75	医疗健康
141	东阿阿胶	70	医疗健康
159	微医	60	医疗健康
159	三九	60	医疗健康
191	丽珠	40	医疗健康
191	修正	40	医疗健康

资料来源：胡润研究院，西部证券研发中心

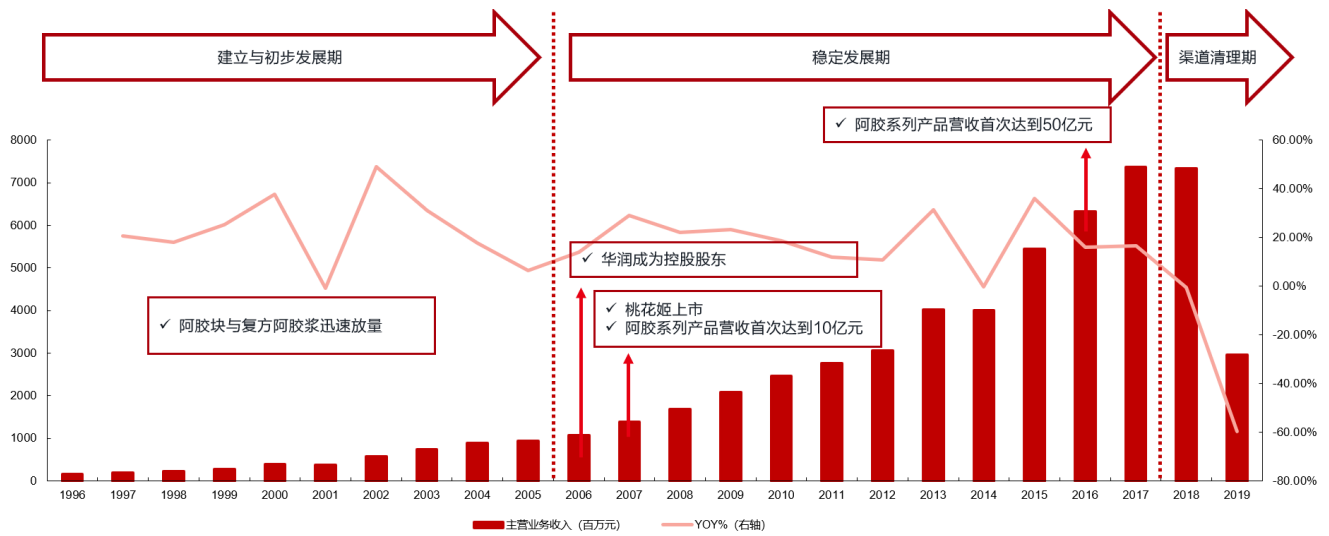
公司成长复盘：

1993~2005：建立与初步发展期。东阿阿胶于1993年成立，1996年于深交所上市主板市场，1996年至2006年间，主要依靠阿胶块与复方阿胶浆的快速放量，维持21%的营收年复合增速。

2006~2017：稳定发展期。2006年华润成为控股股东，开始价值回归策略，阿胶块持续提价，并开发阿胶系列新产品。阿胶块在2006~2017年间，年复合提价幅度达到30%；公司第三大单品桃花姬于2007年上市，并迅速做到上亿元销售额体量，2016年阿胶系列产品营收体量做到50亿元。2006~2017年间公司营收年复合增速达到19%。

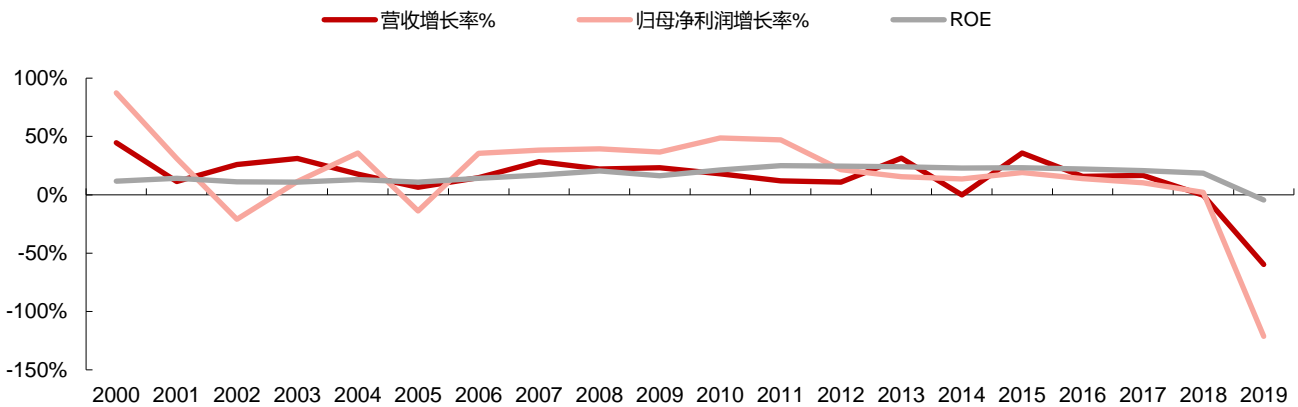
2018~2019：渠道清理期。2018年2月国家卫计委下属的公益热线官微“全国卫生12320”发布关于阿胶产品效果的负面信息微博，虽然很快被删除，但在2018年依旧引起阿胶系列产品在终端的销量下滑，导致阿胶产品渠道库存大幅上升，从而在2019年使东阿阿胶进行控货以清理渠道库存，此举也带来公司上市24年以来首次收入达到-60%的负增长。

图 2：东阿阿胶成长复盘



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 3：东阿阿胶历史业绩复盘



资料来源：Wind，西部证券研发中心

股价及估值复盘

1996 年-2006 年，公司上市以来，核心产品阿胶块与阿胶浆快速放量，作为中药消费行业的优质标的，股价跟随大盘走势平稳发展。

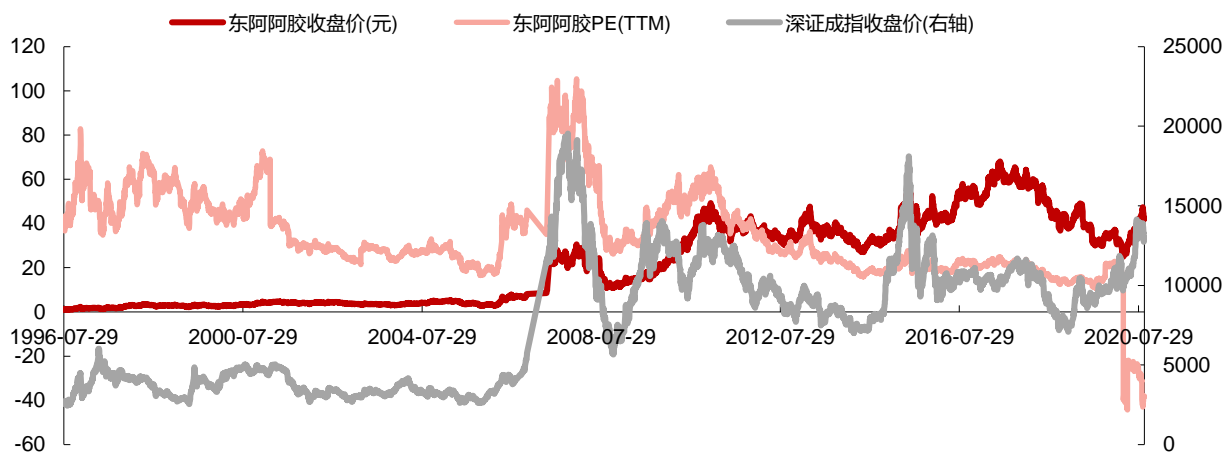
2007 年-2017 年，公司推行“价值回归”战略，业绩快速增长，股价进入上升通道期，连续的量价齐升使东阿阿胶白马属性显现，抗风险能力增强，估值不断走高。2015 年经济下行时期显现出良好的抗风险能力。

2018 年-2019 年，2018 年年初国家卫计委下属官微对阿胶的负面报道使终端药店销量明显下降，导致渠道库存升高，2019 年公司收入与业绩受到明显影响，出现净利润大幅负增长，导致 EPS 与估值均下滑，股价出现下行。

2020 年至今，高水位渠道库存量和亏损的业绩状态使公司估值在年初达到低点，后因控货去

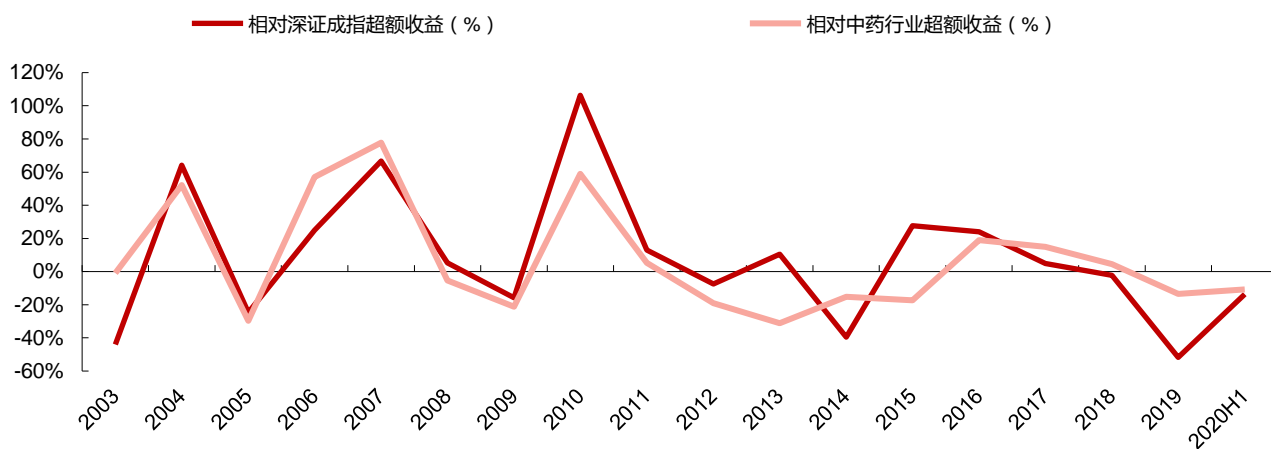
库存的政策实施，1H20 已经将渠道库存基本降至正常水位，并大力发展线上销售，使股价逐渐修复。

图 4：东阿阿胶股价及估值复盘



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：东阿阿胶相对深证成指与中药行业的超额收益

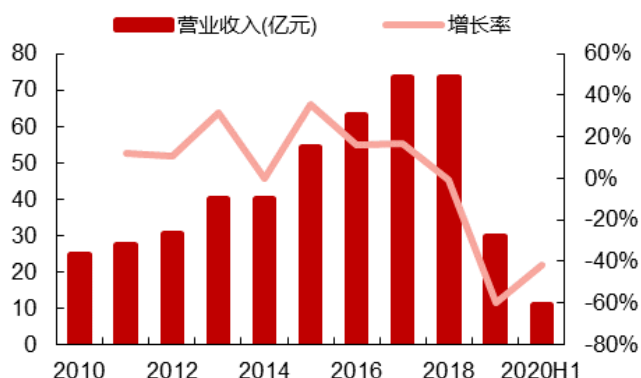


资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.2 渠道清理前收入业绩稳步增长，预计2020年开始恢复

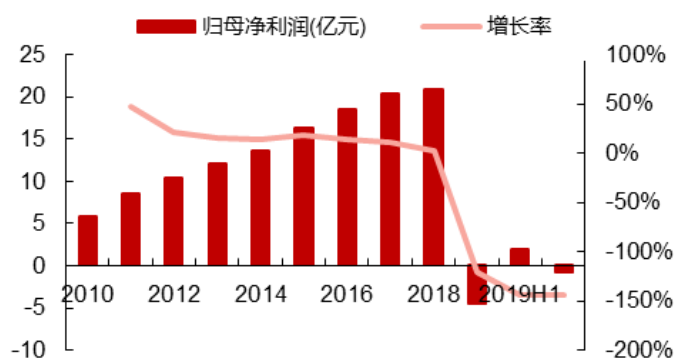
公司2020年上半年实现营业收入11亿元，同比下降42%，归母净利润-0.8亿元，同比下降144%。公司2019年至2020年处于去库存周期，对发货端进行严控，预计2020年收入与净利润增速开始恢复。阿胶及其产品仍是营收主力，其中阿胶块正常情况占公司营收50%以上。费用率方面，2019年因清理渠道库存导致收入减少，使得销售等费用率相对提高，预计在2020年营收恢复后逐步回归正常。

图6：东阿阿胶营业收入及其增长率



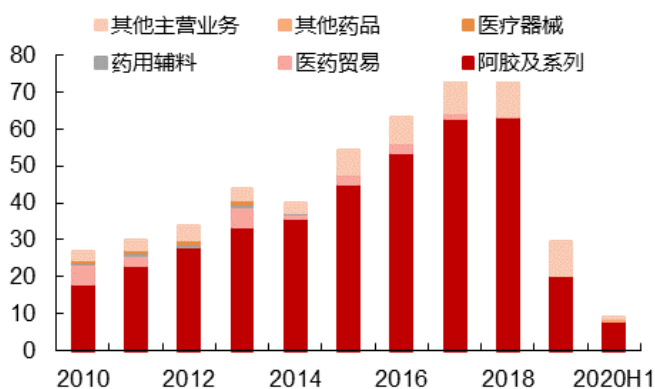
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：东阿阿胶归母净利润及其增长率



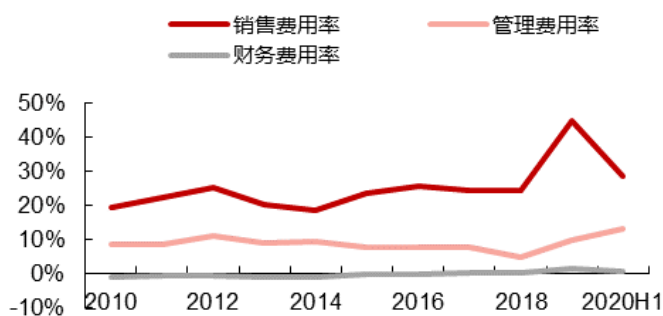
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图8：东阿阿胶分业务营收拆分（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

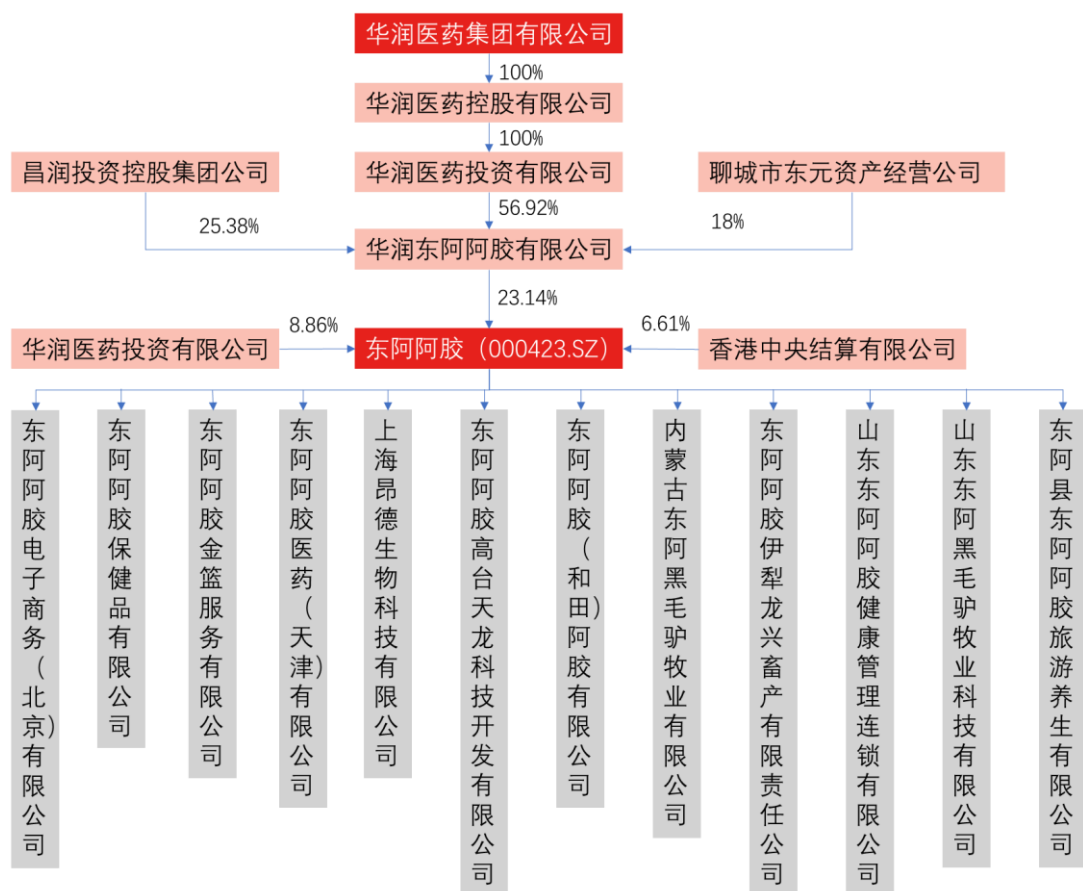
图9：东阿阿胶各费用率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.3 股权结构

图 10：东阿阿胶股权结构



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.4 产品结构

公司核心产品为阿胶系列产品，2018年渠道清理之前，占比2017年营收81%，毛利润97%；2019年渠道清理中，占比营收85%，毛利润98%。阿胶系列产品中，阿胶块、阿胶浆与阿胶糕为公司的拳头产品。

- 1) 阿胶块：被最早的医药经典《神农本草经》列为滋补上品，《本草纲目》称其为补血圣药，目前阿胶已成为OTC最大规模单品，被誉为滋补养生第一品牌。
- 2) 阿胶浆：源于明代经典名方“两仪膏”，中药独家品种，气血双补，40年品质保障，在气血滋补市场上遥遥领先。
- 3) 阿胶糕（桃花姬）：优选道地原材料，产品包装采用中国风设计，更适合高端女性和有礼品需求的人群，通过食补，自内而外焕发美丽真颜。

表 2：东阿阿胶核心产品简介

产品名称	适应症	医保目录	2019年销售规模（亿）	营收占比
阿胶块	滋补养生	无	10	34%
阿胶浆	气血双补，美容养颜	国家乙类	6.6	22%
桃花姬	滋阴养血，美容养颜	无	3.5	12%

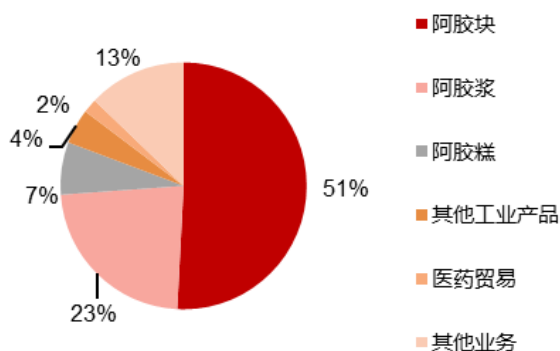
资料来源：公司公告，药智网，西部证券研发中心

表 3: 东阿阿胶核心产品



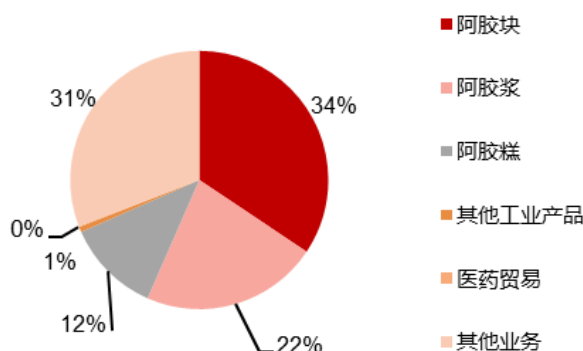
资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

图 11: 2017 年 (渠道清理前) 营收占比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 12: 2019 年 (渠道清理中) 营收占比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

二、核心产品稳中有升，线上渠道大放异彩

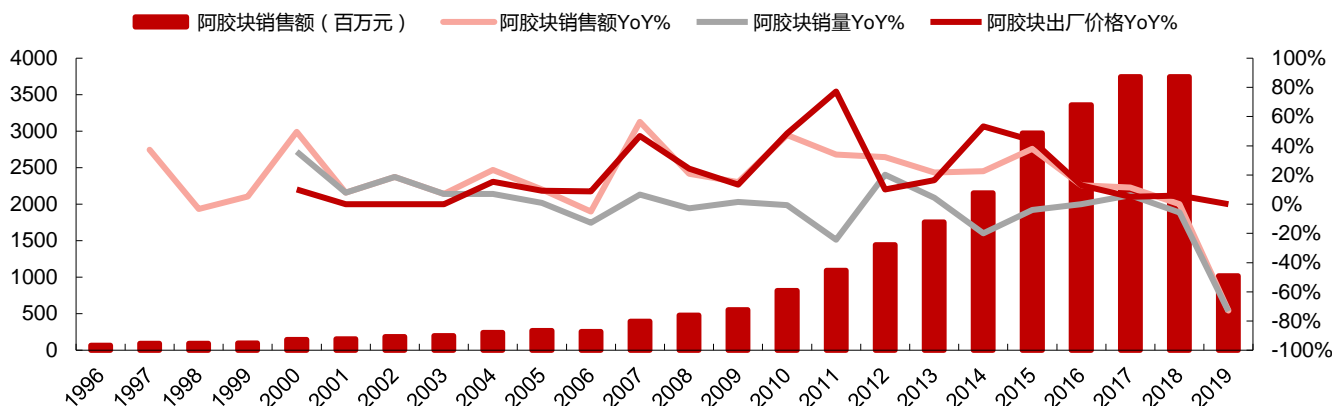
2.1 阿胶块：固有渠道稳销量，线上渠道提增速

阿胶块作为东阿阿胶最核心的产品，在线下药店渠道已铺货多年，经过 20 多年的连续提价，仍依靠较强的品种力与品牌力，积攒了以高净值人群为主的 60 万以上稳定消费者群体。但与此同时，阿胶块较高的价格、线下固定的药店渠道以及较复杂的食用方法将众多年轻消费者挡在门外，致使虽然销量能基本维持，但 2015~2018 年销量年复合增速几乎为 0%，增速放缓明显。因此，阿胶块长期发展的关键因素在于 1) 稳住已有消费者数量，2) 扩展年轻消费者市场。综上所述，目前公司在线下渠道不提价以稳销量，同时铺设线上渠道提升营收增速的方向正确，且依靠较强的执行力，线上平台阿胶块销量增速在 1H20 维持在较高水平，值得关注。

2.1.1 线下渠道稳销量

1996~2019 年，阿胶块主要在线下药店渠道销售，随着近十多年来的提价，消费者群体萎缩较明显，主要留下了需求稳定，以高净值人群为核心的消费者。2016~2017 年销量增速分别为 0%和 6%，年加权平均出厂价分别提价 13%和 5%，即经济形势较好的正常情况下，公司的阿胶块线下固有渠道销量能够达到 900 吨，若不大幅提价，该销量有较大概率被维持。

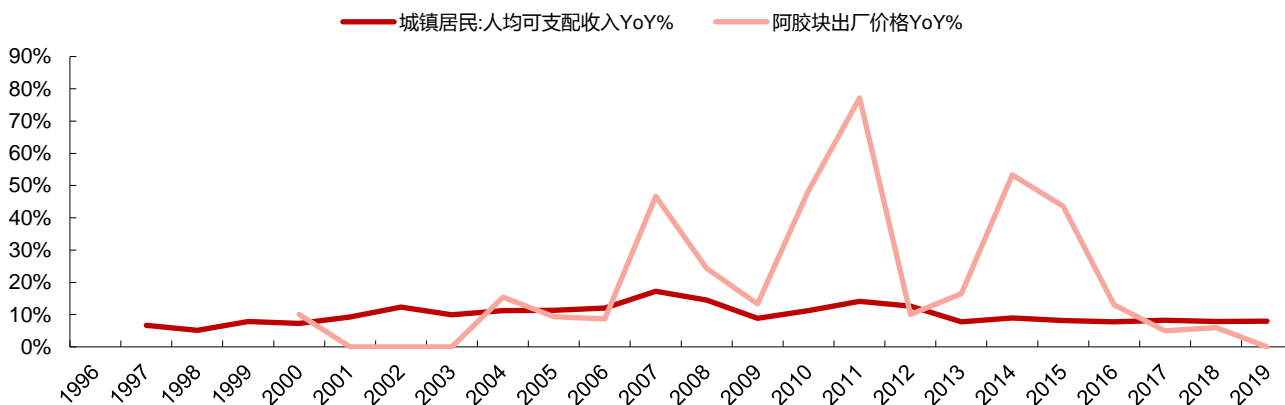
图 13：近十年来阿胶块持续提价，年复合增速 28%，出现提价缩量现象，2016~2017 年销量基本稳定



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

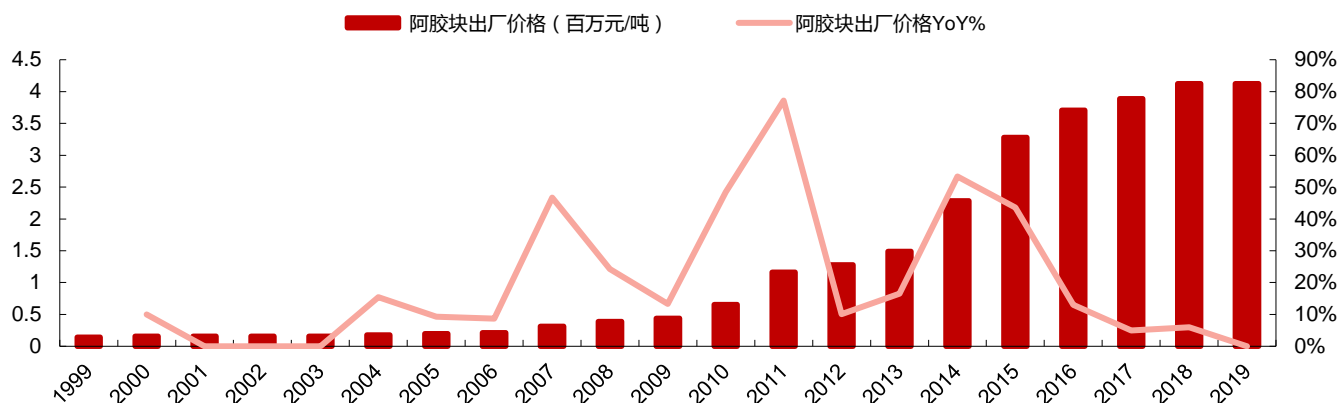
根据国家统计局数据，2013~2019 年城镇居民人均可支配收入年增速均在 8% 左右，阿胶块在 2007~2016 年间每年的提价幅度均高于该增速，导致终端药店非核心消费者流失。若未来阿胶块提价增速持平或低于城镇居民人均可支配收入年增速，剩下的核心消费者对价格接受度会更高，从而保持线下销量稳定。

图 14：2007~2016 年的十年间，阿胶块出厂价提升幅度均高于城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，公司公告，西部证券研发中心

图 15：阿胶块出厂价格测算（年度加权平均价）

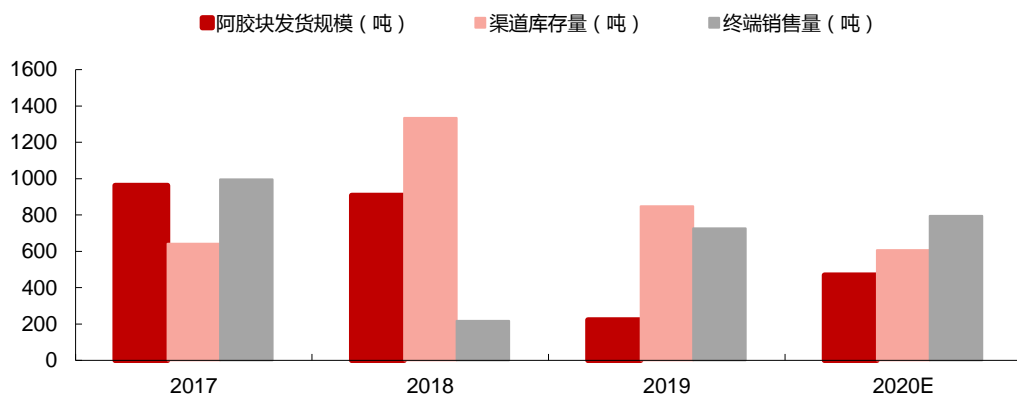


资料来源：公司公告，西部证券研发中心测算

注：鉴于公司过去在年内会实现多次提价，我们基于提价所处月份、每次提价的时间和幅度计算出年度加权平均价格。

预计公司未来三年保持阿胶块价格稳定，不主动上调出厂价，在核心消费者粘性较强的情况下，有望在未来三年保持稳定销量，从而贡献稳态的收入与净利润。**2019 年终端纯销基本恢复，预计 2020~2022 年向线下渠道发货量逐步恢复至 800 吨左右，在不提价情况下，对应营收 30~33 亿元，净利润 11~12 亿元。**

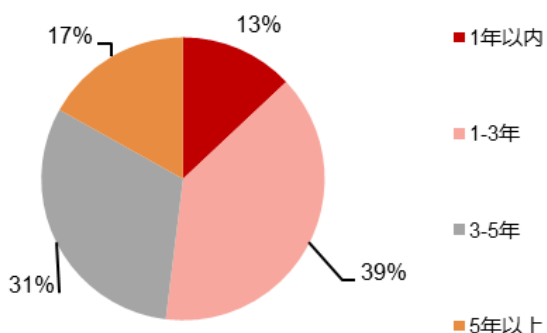
图 16：据测算线下终端稳态年消化阿胶块 800 吨左右，对应公司营收 30~33 亿元



资料来源：公司公告，渠道调研，西部证券研发中心

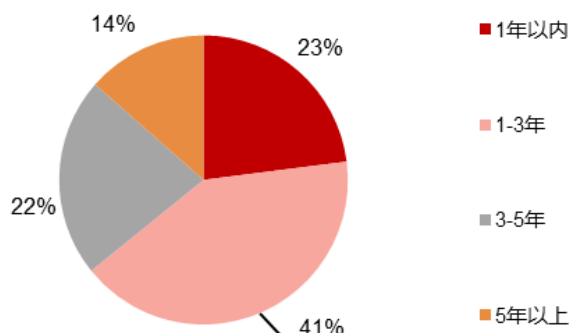
根据在全国药店端拦截的 300 位阿胶消费者问卷调研，东阿阿胶使用一年以内的新消费者仅占 13%，87%均为使用一年以上的老顾客；竞品福牌阿胶，使用一年以内的新消费者占比 23%，老顾客占比 77%。数据表明东阿阿胶的老顾客占比更高，在价格稳定情况下，线下渠道更容易保持销量，但增速提升难度较大。

图 17: 东阿阿胶: 使用一年以内的新客户占比 13%



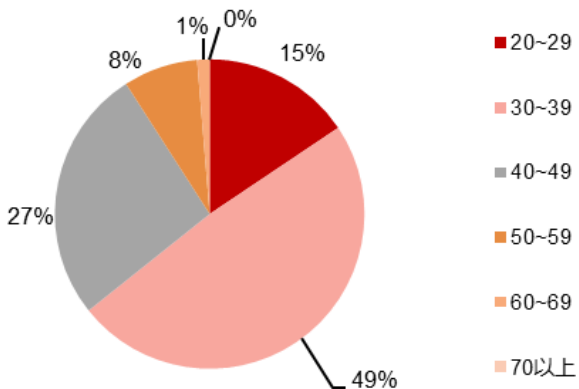
资料来源: 300 位药店消费者问卷调查, 西部证券研发中心

图 18: 福牌阿胶: 使用一年以内的新客户占比 23%



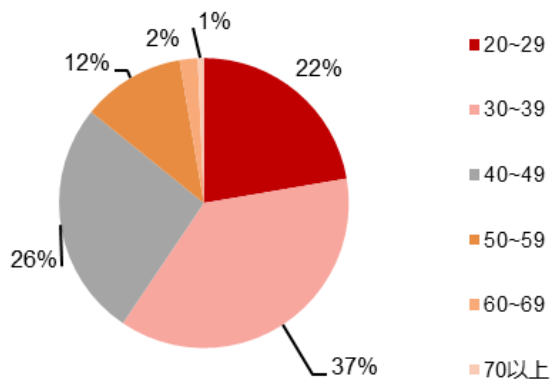
资料来源: 300 位药店消费者问卷调查, 西部证券研发中心

图 19: 东阿阿胶: 20~29 岁年轻消费者占比 15%



资料来源: 300 位药店消费者问卷调查, 西部证券研发中心

图 20: 福牌阿胶: 20~29 岁年轻消费者占比 22%



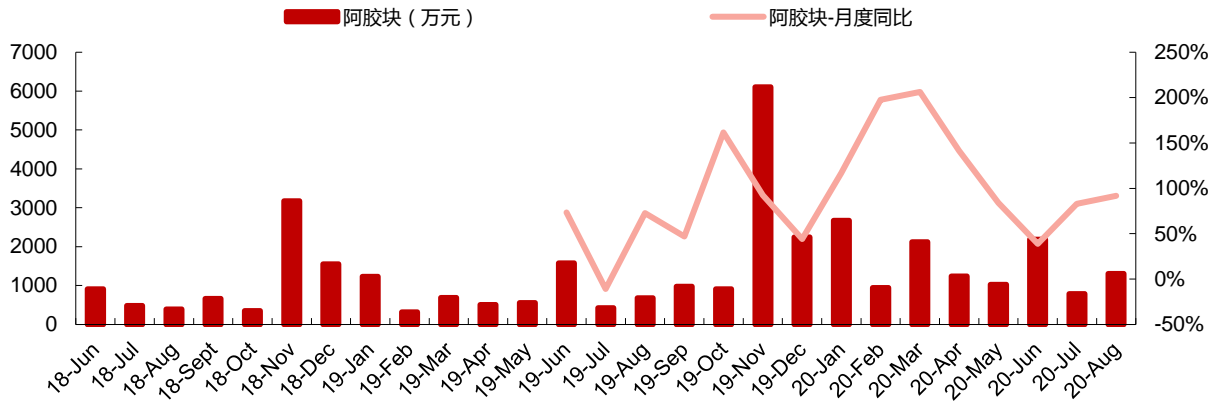
资料来源: 300 位药店消费者问卷调查, 西部证券研发中心

2.1.2 线上渠道提增速

消费者调研同时表明, 东阿阿胶 20~29 岁年轻消费者占比仅 15%, 而福牌阿胶 20~29 岁年轻消费者占比 22%。年轻消费者占比数值基本与新消费者一致, 因此若东阿阿胶要达到更高的阿胶块销售增速, 则需要打开年轻消费者的市场。

2020 年为东阿阿胶推广销售数字化转型, 正式进军线上市场元年。在年轻消费者较多的线上销售平台, 随着今年众多微信朋友圈、线上视频网站广告的推出, 东阿阿胶产品 GMV 高速增长。1H20 天猫平台东阿阿胶块 GMV 已达到 1.02 亿元, 同比增长 109%, 预计线上渠道将拓展新的消费者市场, 在未来的 3~5 年内保持 20%以上的高增速, 带动整体收入增长。

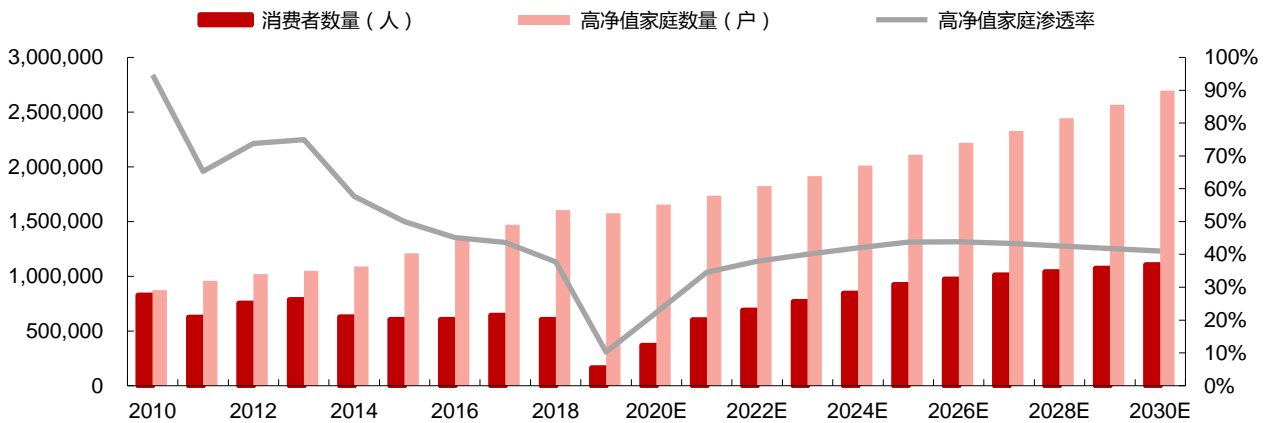
图 21: 1H20 天猫平台东阿阿胶块 GMV 已达到 1.02 亿元, 同比增长 109%



资料来源: 天猫平台, 西部证券研发中心

综上所述, 从供给端看, 在线下渠道稳定销量, 线上渠道加速放量的状态下, 预计在渠道库存清理完成后的 5 年中, 2021~2025 年阿胶块的销售增速能达到 10% 以上, 于 2025 年达到约 67 亿元销售额, 为 2017 年历史峰值的 1.8 倍。

图 22: 预计未来十年间, 阿胶块在高净值人群中渗透率维持在 40%~45% (假设一户高净值家庭一人使用)

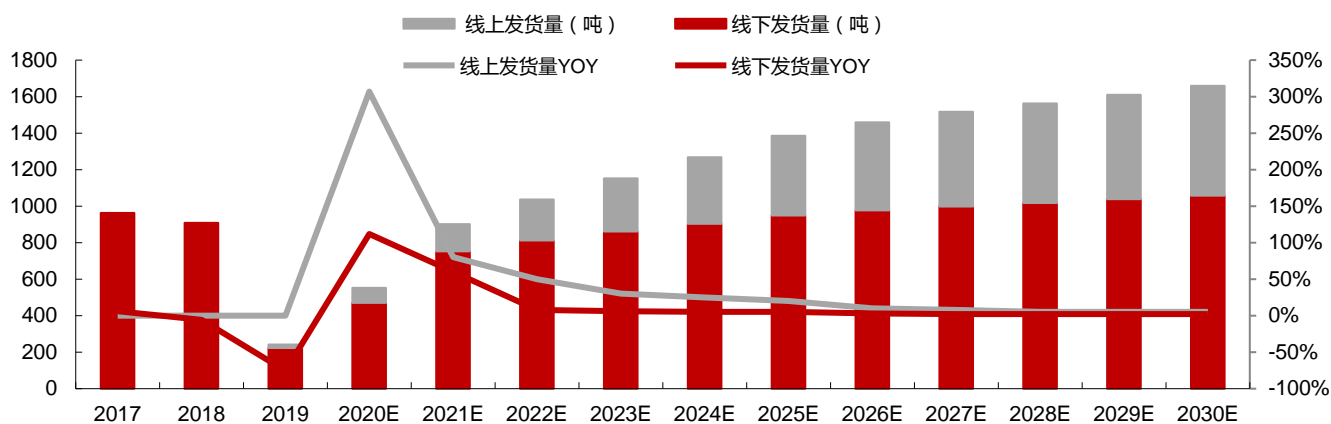


资料来源: 渠道调研、公司公告、胡润研究院、西部证券研发中心

注: 2010~2015 年渗透率过高, 主要是价格相对偏低, 有大量中产消费者使用导致, 随着东阿阿胶价格逐步提升, 核心消费群体主要为高净值人群, 2016~2017 年加权平均出厂价分别提升 13% 和 6%, 但并未造成缩量, 说明剩余的高净值人群消费者需求相对稳定, 对价格敏感度较低。

从需求端看, 根据渠道调研, 单个消费者每年的阿胶块使用量在 1.5kg 左右, 按公司阿胶块销售额测算 2016~2017 渠道库存健康年份, 高净值人群渗透率均在 44%~45%。2010~2019 年, 高净值人群数量复合增速为 6.8%, 我们假设未来 10 年高净值人群年增速为 5%。随着 2020 年渠道库存清理完成, 叠加线上高速增长加持, 未来 10 年阿胶块产品有望维持高净值人群中 40%~45% 的渗透率, 于 2025 年达到 1386 吨销量, 对应 67 亿元销售额, 覆盖高净值人群 92 万人, 渗透率 43.74%。

图 23：阿胶块线下与线上渠道销量预测



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 4：阿胶块销售收入预测

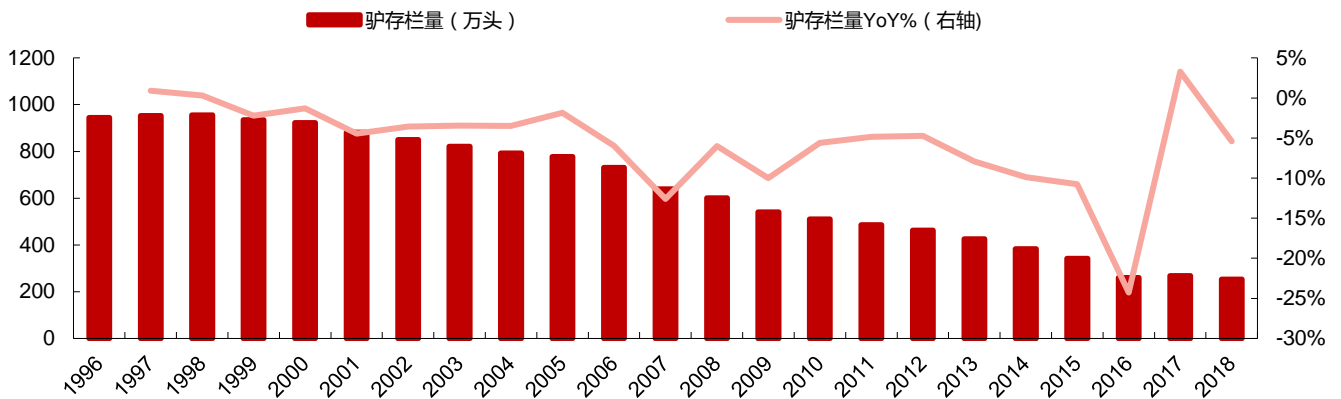
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
阿胶块销售收入 (百万元)	3,746.30	3,746.30	1,017.00	2,353.00	3,847.80	4,469.36	5,006.44	5,825.50	6,723.73
阿胶块销售收入 YOY	11.50%	0.00%	-72.85%	131.37%	63.53%	16.15%	12.02%	16.36%	15.42%
总发货量 (吨)	963.06	908.55	242.30	553.00	901.40	1,036.26	1,152.22	1,268.10	1,386.13
YOY	6.20%	-5.66%	-73.33%	128.23%	63.00%	14.96%	11.19%	10.06%	9.31%
线下收入	3,746.30	3,746.30	915.00	1,938.00	3,100.80	3,348.86	3,549.79	3,913.65	4,314.79
线下收入占比	100%	100%	90%	82%	81%	75%	71%	67%	64%
线下收入 YOY	11.50%	0.00%	-75.58%	111.80%	60.00%	8.00%	6.00%	10.25%	10.25%
线下发货量 (吨)	963	909	222	470	752	812	861	904	949
YOY	6.20%	-5.66%	-75.58%	111.80%	60.00%	8.00%	6.00%	5.00%	5.00%
线上收入	-	-	102	415	747	1,121	1,457	1,912	2,409
线上收入占比	0%	0%	10%	18%	19%	25%	29%	33%	36%
线上收入 YOY	-	-	-	306.86%	80.00%	50.00%	30.00%	31.25%	26.00%
线上发货量 (吨)	-	-	20.40	83.00	149.40	224.10	291.33	364.16	437.00
线上发货量 YoY	-	-	-	306.86%	80.00%	50.00%	30.00%	25.00%	20.00%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2.1.3 驴皮供给短缺，预计带来原材料价格上行，阿胶块长期提价动力仍存在

驴皮资源逐渐稀缺。根据国家统计局数据显示，1996年至2018年国内毛驴存栏量由944万头逐步下降到253万头。毛驴存栏量下降的主要原因有二：（1）随着科技发展，毛驴的劳动力功能逐步被机械替代；（2）毛驴繁殖周期长、繁衍较慢，相对于猪牛羊等常规家畜饲养难度更大，因此农户饲养意愿明显下降，导致存栏量逐年下降。

图 24：国内毛驴存栏量持续下降

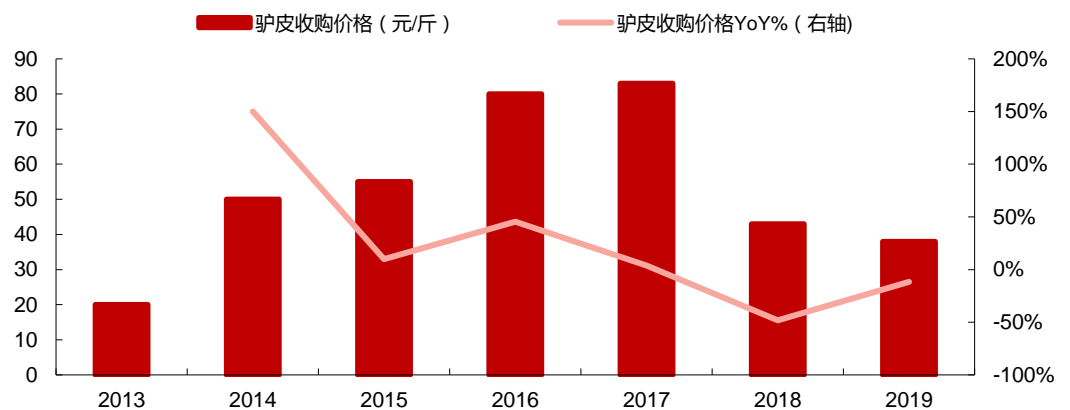


资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

驴皮供给侧存在缺口。一张驴皮平均10斤，大约能制造2kg阿胶。由此推算，市场每年约5000吨阿胶类产品的需求，需要消耗250万张驴皮。2018~2019年驴出栏量均在100万头左右，每年进口驴皮约100万张以内，且进口驴皮由于各国政策原因，难以保证稳定量供给，因此国内加进口驴皮的供给，只能满足每年驴皮需求的80%以内，未来驴皮价格提升趋势存在。

驴皮价格预计随着阿胶产量提升而回升。2013~2017年，随着阿胶产业的大力发展，东阿阿胶、福牌阿胶等企业均都在市场中大量收购驴皮，因此期间驴皮价格大幅提升。2018~2019年，由于终端销量下滑，公司产量也随之缩减，收购驴皮力度明显下降，导致驴皮价格短暂下降。1H20公司渠道超额库存基本清理完毕，随着产销量的回升，预计驴皮收购量的提升将重新带来驴皮价格上行，因此从长期来看，阿胶块仍需持续提价，以维持毛利率水平稳定。

图 25：驴皮收购价格走势



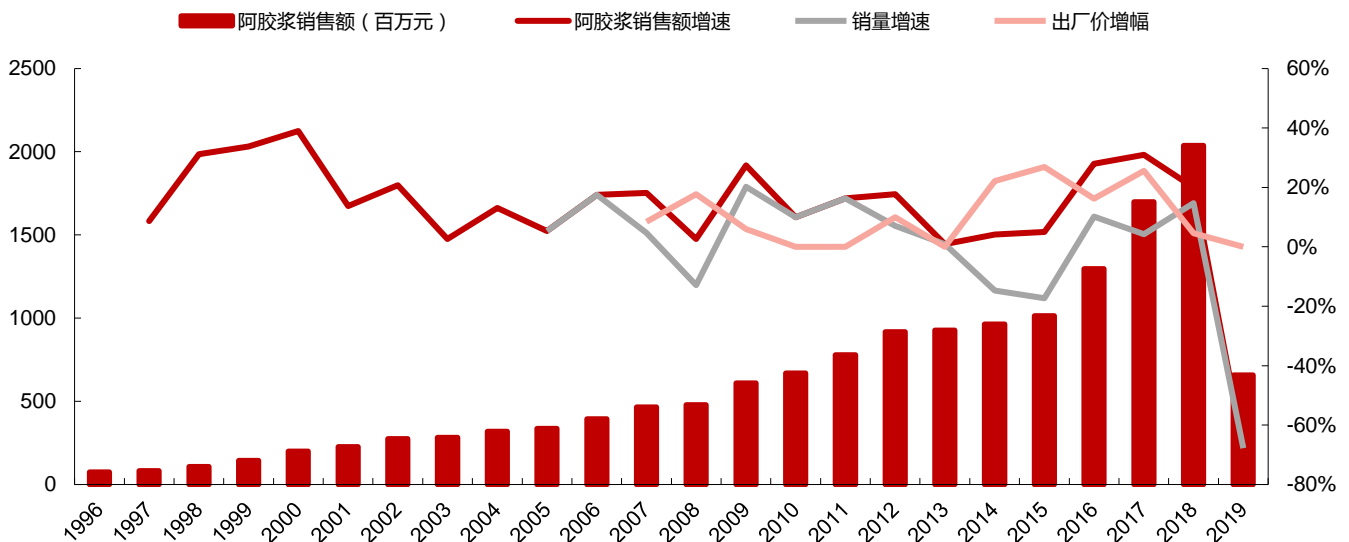
资料来源：康美中药网，西部证券研发中心

2.2 阿胶浆

复方阿胶浆作为核心产品里唯一在医保目录里的产品，也是公司第二大单品，在 2019 年前一直维持销售额正向增长。2018 年受舆论影响，终端纯销增速下滑，导致渠道库存提升，2019 年因去库存原因，叠加个人医保账户报销政策的执行趋严，产品发货量下降明显，2019 年发货约 6.6 亿元，同比下降 68%。

由于在 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，预计未来 3 年内销售额增速略有压力。随着医保政策的落实与消费者对购买模式的认同，预计 2023~2025 年阿胶浆增速会有相应提升，维持每年 10%左右销量增速，并可能伴随小幅提价。

图 26：1996~2018 年阿胶浆销售额稳步提升



资料来源：公司公告，渠道调研，西部证券研发中心

2.3 桃花姬与其他产品

桃花姬与其他“阿胶+”计划新产品，均为即食补益类产品，主要针对年轻消费者市场。桃花姬在 2019 年缩量前已做到 5 亿元左右市场规模，近两年阿胶速溶块、阿胶燕窝等新产品也陆续上市，1H20 天猫平台数据显示，阿胶速溶块 GMV 达到 425 万元，阿胶补血颗粒 GMV 达到 500 万元，今年新上线的即食燕窝 GMV 达到 180 万元。

预计随着线上与线下渠道的拓展，桃花姬与其他即食类新产品有望在 2023 年左右达到 10 亿元收入体量，为公司营收增量与新消费者群体扩充做贡献。

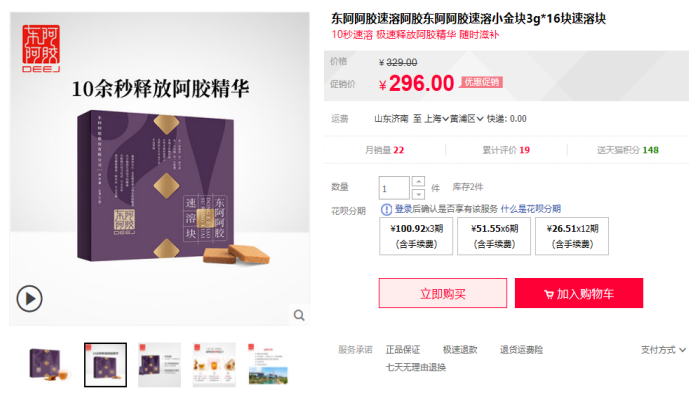
公司深度研究 | 东阿阿胶

图 27: 即食类新产品: 即食燕窝



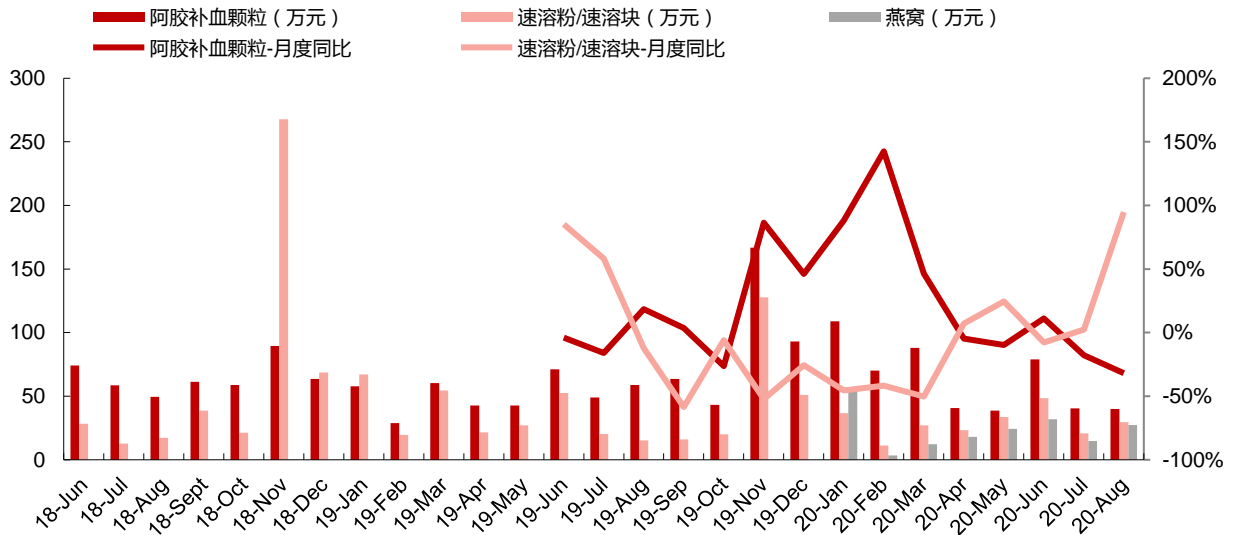
资料来源: 东阿阿胶大药房旗舰店, 西部证券研发中心

图 28: 即食类新产品: 阿胶速溶块



资料来源: 东阿阿胶大药房旗舰店, 西部证券研发中心

图 29: 即食类新产品陆续上线销售

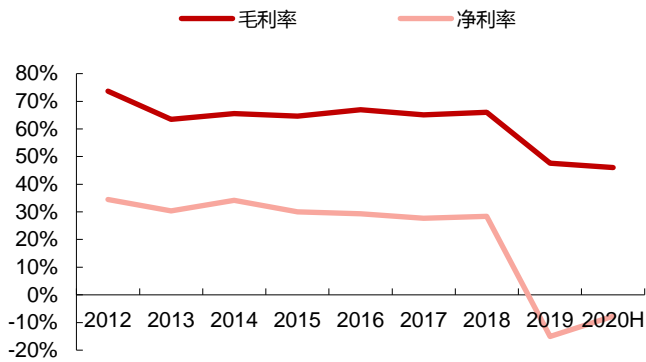


资料来源: 天猫, 西部证券研发中心

三、财务分析

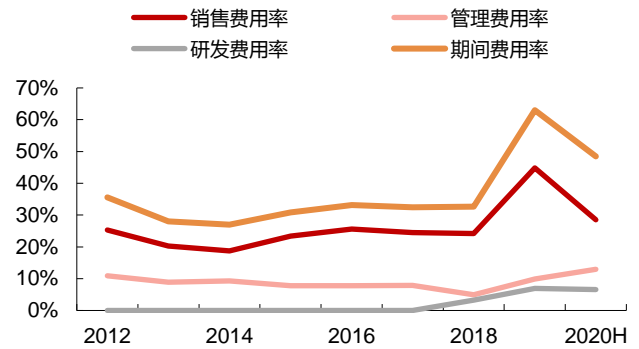
公司仍处渠道清理中，1H20 盈利情况逐步改善。公司由于 2019 年起以清理渠道库存为主，主动控货导致收入降低，各费率提升明显，毛利率与净利率均下降。在清理渠道前，2013~2018 年毛利率均稳定在 65%~67%，净利率稳定在 28%~30%。1H20 公司在控制发货的同时，也大幅控制了销售费用，因此 1H20 销售费用率下降明显，净利率回升，盈利情况逐步改善，预计 3Q20~4Q20 正常发货后，全年利润率会得到进一步改善。

图 30：渠道清理前毛利率基本稳定在 65%~67%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

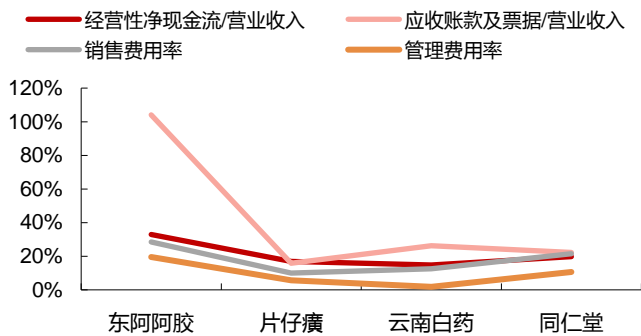
图 31：费用率在 2020 年逐步恢复正常



资料来源：Wind，西部证券研发中心

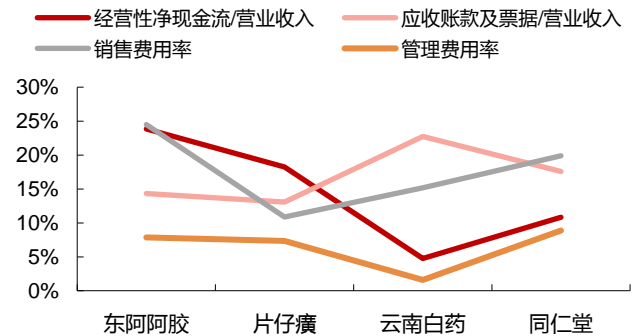
健康时期盈利能力与中药龙头相当，现金流情况稍好。1H20 公司处于渠道清理期，因此盈利数据相对不可比。2017 年为终端动销与公司发货双健康期，公司销售、管理费用率均与片仔癀、云南白药和同仁堂相当，经营性净现金流/营业收入比率达到 24%高于其他龙头，应收账款及票据/营业收入比率达到 14%，与片仔癀相当，低于云南白药与同仁堂。相比之下，在健康时期东阿阿胶的现金流与回款情况在中药龙头中处于偏上水平，预计在 2021 年不受渠道清理影响后，盈利能力也会逐步恢复至健康状态。

图 32：1H20 东阿阿胶仍在进行渠道清理，经营状态调整中



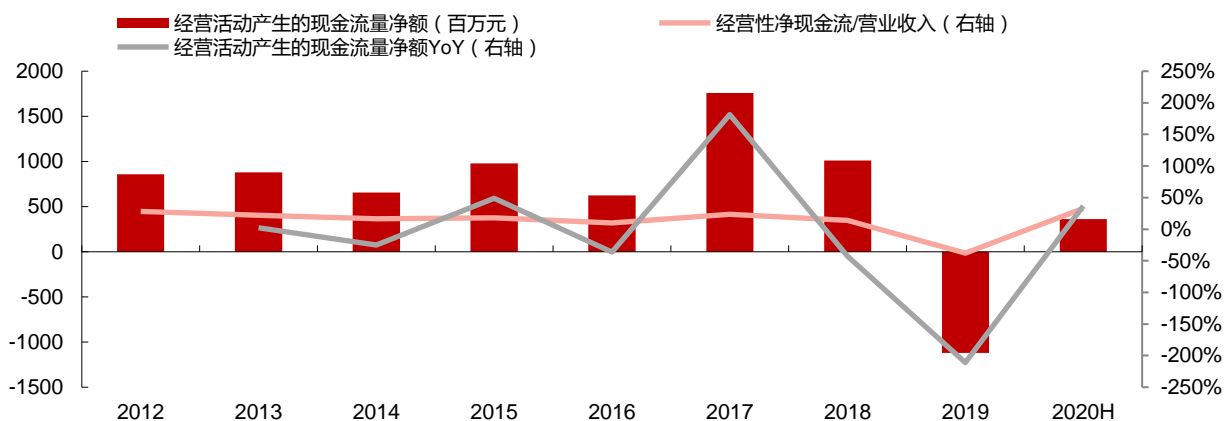
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 33：2017 年东阿阿胶处于健康时期，经营状态可比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

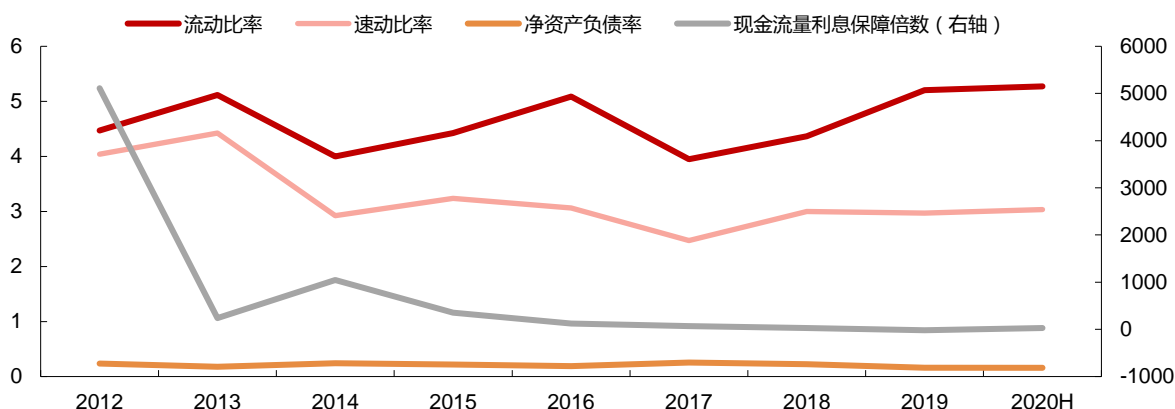
图 34：正常情况经营性净现金流净额/营业收入比率在 20%左右，1H20 仍在恢复中



资料来源：Wind，西部证券研发中心

公司偿债能力较强。1H20 公司流动比率与速动比率分别为 5.27 与 3.03，资产负债率 15.9%，现金流量利息保障倍数为 26.96，偿债能力较强。

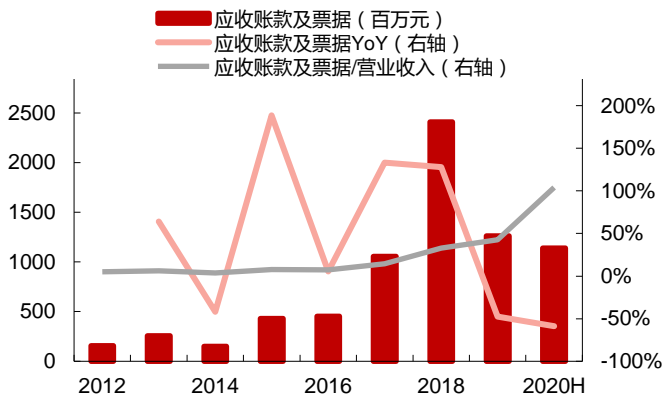
图 35：公司偿债能力较强



资料来源：Wind，西部证券研发中心

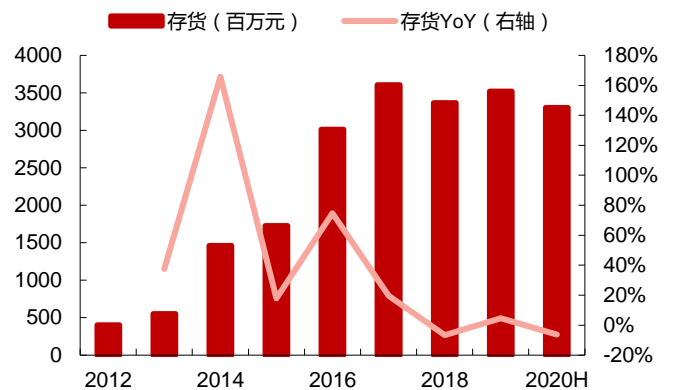
应收账款比例仍在恢复中，近五年存货基本稳定。公司 2018 年终端动销减弱，导致应收账款大幅提升，2019~1H20 应收账款额度持续下降，应收账款/营收比率提升主要由控货导致营收下降所致，预计 3Q20~4Q20 正常发货后恢复正常水平。公司存货近五年基本维持在 30~36 亿元，相对保持稳定。

图 36: 2018 年终端动销弱导致应收账款提升, 1H20 恢复中



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 37: 近五年存货基本保持稳定



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 关键假设

1、 主营收入假设: 预计 20-22 年公司阿胶系列产品收入分别为 35.06/52.80/61.23 亿元, 同比增长 71.57%/50.62%/15.96%。1) 线下渠道库存消化后, 阿胶块销量回升。阿胶块产品消费者粘性强, 品牌认可度高, 19 年终端纯销恢复, 1H20 渠道库存基本清理完毕, 预计 20~22 年向线下终端发货量逐步恢复至 800 吨左右, 在不提价情况下, 对应营收 30~33 亿元。2) 线上渠道铺货引入新消费者, 拉动整体收入增速。2020 年为东阿阿胶数字化转型、战略进军线上市场元年, 根据爬虫数据显示, 1H20 天猫平台阿胶块 GMV 已达到 1.02 亿元, 同比增长 109%, 预计线上渠道将拓展新的消费者市场, 在未来的 3~5 年内保持 20%以上的高增速, 带动整体收入增长。3) 新产品上市, 扩充产品线, 抢占年轻消费者市场。公司扎实拓展外延并购业务, 围绕参茸、燕窝、西洋参等细分市场, 孵化培育拓展新品类, 布局休闲滋补产品, 进行即食品项差异化竞争, 预计在未来 3~5 年内, 将结合线上与线下市场, 为公司收入增长带来新的增量。

2、 毛利率假设: 阿胶系列产品近十年平均毛利率为 71.03%, 其中 2019 年因为产销量明显下降且没有提价, 毛利率小幅下降至 68.02%, 预计 2020 年处于去库存后的产销量恢复期, 2021~2023 年阿胶系列毛利率将回升至 70%左右; 2023 年后, 为应对驴皮原材料价格的提升, 阿胶系列大概率开始持续小幅提价以维持 70%左右的毛利率。

3、 费用率假设: 公司 2020 年处于去渠道库存后的收入恢复阶段, 预计销售、管理等费用率略高于正常时期, 2021 年营收恢复正常后回到正常水平。

基于以上假设, 我们测算公司 20-22 年营业收入分别为 44.66/63.35/72.30 亿元, 同比增长 50.94%/41.87%/14.12%, 归属母公司净利分别为 10.58/15.20/18.08 亿元, 同比增长 238.35%/43.62%/18.94%, 对应 EPS 分别为 1.62/2.32/2.76 元。

表 5: 东阿阿胶分产品收入预测

年份	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,372.34	7,338.32	2,958.62	4,465.67	6,335.43	7,230.30	8,073.17	9,114.80	10,354.97
YOY	16.70%	-0.46%	-59.68%	50.94%	41.87%	14.12%	11.66%	12.90%	13.61%
1.医药工业	6,288.98	6,316.81	2,043.15	3,505.51	5,279.95	6,122.51	6,910.40	7,894.28	9,073.76
YOY	17.10%	0.44%	-67.66%	71.57%	50.62%	15.96%	12.87%	14.24%	14.94%
1.1.阿胶系列产品	6,288.98	6,316.81	2,043.15	3,505.51	5,279.95	6,122.51	6,910.40	7,894.28	9,073.76
YOY	17.10%	0.44%	-67.66%	71.57%	50.62%	15.96%	12.87%	14.24%	14.94%
毛利率	73.63%	74.98%	68.02%	68.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
1.1.1.阿胶块	3,746.30	3,746.30	1,017.00	2,353.00	3,847.80	4,469.36	5,006.44	5,825.50	6,723.73
YOY	11.50%	0.00%	-72.85%	131.37%	63.53%	16.15%	12.02%	16.36%	15.42%
总发货量(吨)									
	963.06	908.55	242.30	553.00	901.40	1,036.26	1,152.22	1,268.10	1,386.13
YOY	6.20%	-5.66%	-73.33%	128.23%	63.00%	14.96%	11.19%	10.06%	9.31%
线下收入	3,746.30	3,746.30	915.00	1,938.00	3,100.80	3,348.86	3,549.79	3,913.65	4,314.79
YOY	11.50%	0.00%	-75.58%	111.80%	60.00%	8.00%	6.00%	10.25%	10.25%
线下发货量(吨)	963	909	222	470	752	812	861	904	949
YOY	6.20%	-5.66%	-75.58%	111.80%	60.00%	8.00%	6.00%	5.00%	5.00%
线上收入	-	-							
			102	415	747	1,121	1,457	1,912	2,409
YOY				306.86%	80.00%	50.00%	30.00%	31.25%	26.00%
线上发货量(吨)			20.40	83.00	149.40	224.10	291.33	364.16	437.00
YOY				306.86%	80.00%	50.00%	30.00%	25.00%	20.00%
1.1.2.阿胶浆	1,698.66	2,038.39	657.00	689.85	724.34	760.56	836.62	920.28	1,113.54
YOY	31.00%	20.00%	-67.77%	5.00%	5.00%	5.00%	10.00%	10.00%	21.00%
发货量(万支)	2.70	3.10	1.00	1.05	1.10	1.16	1.27	1.40	1.54
YOY	4.30%	14.73%	-67.77%	5.00%	5.00%	5.00%	10.00%	10.00%	10.00%
1.1.3.桃花姬	506.41	420.01	350.15	367.66	422.81	465.09	511.60	537.18	564.03
YOY	18.22%	-17.06%	-16.63%	5.00%	15.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%
1.1.4.其他产品	337.61	112.11	19.00	95.00	285.00	427.50	555.75	611.33	672.46
YOY	18.22%	-66.79%	-83.05%	400.00%	200.00%	50.00%	30.00%	10.00%	10.00%
2.医药贸易	136.31	56.72	4.32	3.46	3.11	2.80	2.52	2.27	2.04
	-48.69%	-58.39%	-92.38%	-20.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
3.其他业务	947.05	964.79	911.15	956.71	1,052.38	1,105.00	1,160.25	1,218.26	1,279.17
YOY	39.08%	1.87%	-5.56%	5.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

4.2 相对估值

由于公司为老字号中药龙头企业，结合主营业务与市值，选择片仔癀、云南白药、同仁堂作为可比公司，可比公司 2021 年平均估值为 34.57x。介于片仔癀、云南白药属于国家唯二绝密品种，同仁堂安宫牛黄丸属于国家保密品种，东阿阿胶无保密等级，但未来 3 年大概率在线上新渠道发力，并扩充产品线，公司未来估值水平存在提升空间。给予公司 2021 年 23 倍估值，对应目标价 53.4 元。

表 6：东阿阿胶可比公司估值表（数据更新至 20200928）

公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	每股收益 EPS（元）			市盈率 PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
片仔癀	230.86	1,393	2.80	3.48	4.30	82.45	66.34	53.69
云南白药	100.80	1,288	5.00	6.08	7.42	20.16	16.58	13.58
同仁堂	27.01	370	0.66	0.83	0.88	40.92	32.54	30.69
可比公司均值	119.56	1,017	2.82	3.46	4.20	47.84	38.49	32.66
可比公司中值	100.80	1,288	2.80	3.48	4.30	40.92	32.54	30.69
东阿阿胶	39.49	258	1.62	2.32	2.76	24.41	16.99	14.29

资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：片仔癀、同仁堂 EPS 与 PE 预测来自西部证券财务估值，云南白药 EPS 与 PE 预测来自 Wind 一致预期。

4.3 绝对估值

我们采用 FCFF 方法对公司进行估值，模型参数假设如下表，得出公司每股价值为 59.63 元。

表 7：绝对估值假设及结果

估值假设	结果
永续增长率 g (%)	3.00%
贝塔值 (β)	0.72
无风险利率 Rf (%)	3.00%
市场的预期收益率 Rm (%)	7.00%
有效税率 Tx (%)	17.59%
债务资本比重 Wd (%)	0.00%
股权资本成本 Ke (%)	5.88%
加权平均资本成本 WACC (%)	5.88%
	每股价值(元) 59.63

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 8: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 g	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
WACC											
4.86%	58.79	61.66	65.29	70.01	76.35	85.28	98.70	121.04	165.26	293.26	4654.78
5.35%	52.38	54.47	57.05	60.32	64.57	70.28	78.32	90.42	110.53	150.36	265.66
5.88%	47.12	48.66	50.53	52.86	55.80	59.63	64.77	72.00	82.89	100.99	136.84
6.47%	42.74	43.89	45.27	46.96	49.05	51.70	55.14	59.76	66.26	76.05	92.33
7.11%	39.05	39.92	40.95	42.20	43.71	45.59	47.97	51.06	55.21	61.05	69.84
7.83%	35.91	36.58	37.36	38.29	39.40	40.76	42.45	44.58	47.35	51.07	56.32
8.61%	33.23	33.73	34.33	35.03	35.86	36.86	38.08	39.59	41.50	43.98	47.32
9.47%	30.91	31.30	31.75	32.29	32.91	33.66	34.55	35.64	36.99	38.70	40.92

资料来源：西部证券研发中心

4.4 投资建议

公司目前关键的 3 个发展方向正确，有助于快速帮助公司重回正轨：1) 阿胶块未来三年左右无提价计划，主要保住药店终端销量；2) 快速拓展线上渠道，抢占年轻消费者市场；3) 发展即食类新产品，抢占年轻消费者市场。阿胶块老消费者粘性较强，复购率高，购买体量较大，因此不提价情况下保量相对容易，但较难维持高增速，此时用新渠道与新产品开拓年轻消费者市场，可以在保量同时提升营收增速，方向正确且 1H20 已取得相应成果。

预计公司 20-22 年营业收入分别为 44.66/63.35/72.30 亿元，同比增长 50.94%/41.87%/14.12%，归母净利润分别为 10.58/15.20/18.08 亿元，同比增长 238.35%/43.62%/18.94%，对应 EPS 分别为 1.62/2.32/2.76 元，给予公司 21 年 23x 的 PE 估值，对应目标价 53.4 元 首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

原材料供给不足与价格提升风险。由于农业与运输机械化的提高和城镇化进程的加快，毛驴养殖产业规模化进程较慢，国内毛驴的存栏量逐年下降。原料供给与市场需求的矛盾长期内仍将存在。

消费者需求变化风险。消费需求多元化，消费场景及购买习惯发生变化，企业面对转型压力和风险。

新冠肺炎疫情反扑风险。疫情期间，消费者去药店的几率大幅度降低，若疫情反扑，核心板块销售将面临压力。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,136	1,922	4,618	4,226	4,774	营业收入	7,338	2,959	4,466	6,335	7,230
应收款项	2,545	1,389	1,502	2,520	3,083	营业成本	2,496	1,549	1,585	2,217	2,458
存货净额	3,367	3,522	2,654	3,915	4,682	营业税金及附加	121	33	60	87	92
其他流动资产	2,720	1,362	939	1,010	1,104	销售费用	1,776	1,327	1,139	1,584	1,771
流动资产合计	10,768	8,194	9,713	11,671	13,642	管理费用	603	500	625	874	998
固定资产及在建工程	2,031	2,323	2,349	2,390	2,448	财务费用	16	38	(47)	(64)	(66)
长期股权投资	217	219	188	208	205	其他费用/(-收入)	(114)	26	(181)	(227)	(279)
无形资产	430	433	460	466	482	营业利润	2,441	(513)	1,284	1,865	2,256
其他非流动资产	424	484	420	455	462	营业外净收支	3	8	3	5	5
非流动资产合计	3,102	3,459	3,416	3,519	3,597	利润总额	2,444	(505)	1,288	1,870	2,261
资产总计	13,870	11,654	13,129	15,190	17,239	所得税费用	357	(60)	227	344	445
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	2,087	(445)	1,061	1,525	1,816
应付款项	2,466	1,181	1,622	2,113	2,290	少数股东损益	2	(1)	3	6	8
其他流动负债	0	394	131	175	233	归属于母公司净利润	2,085	(444)	1,058	1,520	1,808
流动负债合计	2,466	1,574	1,753	2,288	2,524						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	75	57	65	65	62	盈利能力					
长期负债合计	75	57	65	65	62	ROE	19.7%	-1.9%	10.0%	12.6%	12.4%
负债合计	2,541	1,631	1,818	2,353	2,586	毛利率	66.0%	47.7%	64.5%	65.0%	66.0%
股本	654	654	654	654	654	营业利润率	33.3%	-17.3%	28.8%	29.4%	31.2%
股东权益	11,329	10,023	11,312	12,837	14,653	销售净利率	28.4%	-6.8%	23.8%	24.1%	25.1%
负债和股东权益总计	13,870	11,654	13,129	15,190	17,239	成长能力					
						营业收入增长率	-0.5%	-59.7%	50.9%	41.9%	14.1%
						营业利润增长率	1.3%	-111.0%	580.1%	45.2%	21.0%
						归母净利润增长率	2.1%	-109.6%	630.9%	43.8%	19.1%
						偿债能力					
						资产负债率	18.3%	14.0%	13.8%	15.5%	15.0%
						流动比	4.37	5.54	5.54	5.10	5.41
						速动比	3.00	2.97	4.03	3.39	3.55
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	3.19	(0.30)	1.62	2.32	2.76
						BVPS	17.28	15.25	17.22	19.54	22.31
						估值					
						P/E	12.4	(130.2)	24.4	17.0	14.3
						P/B	2.3	2.6	2.3	2.0	1.8
						P/S	3.5	8.7	5.8	4.1	3.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本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：91610000719782242D。