

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

东阿阿胶（000423）

投资评级 无评级  
上次评级 无评级

吴欣 医药行业分析师

执业编号：S1500523050001

联系电话：15821927090

邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 二季度业绩表现持续亮眼，双轮驱动战略初显成效

2023年8月7日

**事件：**8月6日，东阿阿胶发布2023年半年度业绩快报，上半年公司实现营业收入21.67亿元，同比增长18.69%；实现归母净利润5.31亿元，同比增长72.29%；实现扣非归母净利润4.90亿元，同比增长83.58%；基本每股收益0.8247元，同比增长72.28%。公司同时发布第十届董事会第十九次会议决议公告，结合公司2022年年度综合评价结果及个人年度业绩合同评价结果，拟兑付管理团队成员个人2022年年度绩效奖金、任期激励。基于此，2022年年度绩效奖金应兑付人民币4,329,708元，任期激励应兑付人民币5,191,933元。

### 点评：

- **二季度业绩表现持续亮眼。**据公司公告，2023年二季度，公司实现营业收入10.98亿元（同比+17.31%），实现归母净利润3.01亿元（同比+55.96%），实现扣非归母净利润2.78亿元（同比+58.86%），业绩表现亮眼。上半年，公司聚焦核心业务发展，东阿阿胶块市场份额明显提升，复方阿胶浆大品种战略全面落地，桃花姬阿胶糕品牌代言及渠道重塑驱动快速增长，带动整体营业收入同比增长18.69%；公司盈利能力进一步提升，销售毛利率稳定增长，销售费用投放效率持续增强。我们认为，秋冬为进补旺季，看好公司下半年业务发展。
- **双轮驱动增长模式初显成效。**据公司2022年报公布的2023年经营计划，公司将以“增长·效率”为主题，以“更高、更深、更实”的标准，继续深入推进四个重塑，巩固核心优势，提升组织能力，巩固东阿阿胶“滋补国宝”的品牌认知，构建品牌壁垒，努力成为消费者信赖的滋补健康引领者；通过多触点的品牌活动，全方位提升品牌势能，巩固“滋补国宝”东阿阿胶顶流品牌地位，构筑品牌壁垒，凸显品牌独特性，稳固行业龙头地位。公司将以阿胶、复方阿胶浆为基石，向“阿胶+”和“+阿胶”不断延伸，覆盖更多消费者，满足更多人群需求，立足气血大品类向多个品类积极拓展，打造更多精品中药。本次公告指出，上半年，公司“药品”“健康消费品”双轮驱动增长模式初显成效，经营业绩稳步提升。
- **绩效奖金和激励有利于增强管理层的工作积极性。**据公司公告，公司拟兑付管理团队成员个人2022年年度绩效奖金、任期激励。我们认为，上述奖励政策有利于增强管理层的工作积极性。
- **盈利预测与评级：**我们预计东阿阿胶2023-2025年营收51.38/59.59/69.29亿元，归母净利润为11.29/13.11/15.42亿元。
- **风险因素：**毛驴散养数量下降风险、政策风险、市场竞争风险、消费需求多元公司面临产品矩阵扩容压力。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,849	4,042	5,138	5,959	6,929
增长率 YoY %	12.9%	5.0%	27.1%	16.0%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	440	780	1,129	1,307	1,538
增长率 YoY%	917.4%	77.1%	44.7%	15.8%	17.6%
毛利率%	62.3%	68.3%	69.8%	69.8%	69.8%
净资产收益率 ROE%	4.4%	7.6%	10.4%	11.1%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.68	1.21	1.75	2.03	2.39
市盈率 P/E(倍)	71.28	33.60	28.63	24.73	21.02
市净率 P/B(倍)	3.15	2.54	2.98	2.74	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 4 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>8,622</b>	<b>9,784</b>	<b>10,339</b>	<b>11,970</b>	<b>13,444</b>	
货币资金	3,248	5,370	5,738	6,865	8,019	
应收票据	0	167	211	245	285	
应收账款	326	384	422	528	592	
预付账款	20	10	12	14	17	
存货	1,646	1,239	1,277	1,609	1,796	
其他	3,381	2,614	2,678	2,709	2,737	
<b>非流动资产</b>	<b>3,007</b>	<b>2,848</b>	<b>2,761</b>	<b>2,686</b>	<b>2,614</b>	
长期股权投资	115	114	84	84	84	
固定资产(合计)	2,062	1,963	1,895	1,808	1,725	
无形资产	409	332	349	366	382	
其他	420	439	433	428	423	
<b>资产总计</b>	<b>11,628</b>	<b>12,631</b>	<b>13,100</b>	<b>14,656</b>	<b>16,058</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,433</b>	<b>2,101</b>	<b>2,060</b>	<b>2,660</b>	<b>2,924</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	258	238	283	331	383	
其他	1,175	1,863	1,778	2,329	2,542	
<b>非流动负债</b>	<b>199</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	199	180	180	180	180	
<b>负债合计</b>	<b>1,633</b>	<b>2,281</b>	<b>2,240</b>	<b>2,840</b>	<b>3,104</b>	
少数股东权益	22	22	20	19	17	
归属母公司股东权益	9,973	10,329	10,840	11,798	12,937	
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,628</b>	<b>12,631</b>	<b>13,100</b>	<b>14,656</b>	<b>16,058</b>	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,849	4,042	5,138	5,959	6,929	
同比(%)	12.9%	5.0%	27.1%	16.0%	16.3%	
归属母公司净利润	440	780	1,129	1,307	1,538	
同比(%)	917.4%	77.1%	44.7%	15.8%	17.6%	
毛利率(%)	62.3%	68.3%	69.8%	69.8%	69.8%	
ROE(%)	4.4%	7.6%	10.4%	11.1%	11.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.68	1.21	1.75	2.03	2.39	
P/E	71.28	33.60	28.63	24.73	21.02	
P/B	3.15	2.54	2.98	2.74	2.50	
EV/EBITDA	29.44	20.88	19.51	16.24	13.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>3,849</b>	<b>4,042</b>	<b>5,138</b>	<b>5,959</b>	<b>6,929</b>	
营业成本	1,451	1,281	1,553	1,799	2,093	
营业税金及附加	57	68	86	100	116	
销售费用	1,014	1,318	1,696	1,966	2,287	
管理费用	373	387	411	477	554	
研发费用	148	138	154	179	208	
财务费用	-34	-67	-101	-118	-139	
减值损失合计	-331	-78	-49	-63	-54	
投资净收益	64	35	21	24	28	
其他	-5	41	18	21	24	
<b>营业利润</b>	<b>569</b>	<b>915</b>	<b>1,329</b>	<b>1,538</b>	<b>1,809</b>	
营业外收支	2	-3	-2	-2	-2	
<b>利润总额</b>	<b>571</b>	<b>912</b>	<b>1,327</b>	<b>1,536</b>	<b>1,807</b>	
所得税	132	133	199	230	271	
<b>净利润</b>	<b>439</b>	<b>779</b>	<b>1,128</b>	<b>1,306</b>	<b>1,536</b>	
少数股东损益	-2	-1	-1	-2	-2	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>440</b>	<b>780</b>	<b>1,129</b>	<b>1,307</b>	<b>1,538</b>	
EBITDA	975	1,021	1,366	1,572	1,811	
EPS(当年)(元)	0.68	1.21	1.75	2.03	2.39	

现金流量表		单位:				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,801</b>	<b>2,145</b>	<b>1,116</b>	<b>1,592</b>	<b>1,664</b>	
净利润	439	779	1,128	1,306	1,536	
折旧摊销	169	171	128	134	139	
财务费用	-1	2	0	0	0	
投资损失	-64	-35	-21	-24	-28	
营运资金变动	1,931	1,245	-168	115	-36	
其它	327	-17	49	62	53	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-963</b>	<b>590</b>	<b>-128</b>	<b>-115</b>	<b>-111</b>	
资本支出	-25	-46	-119	-119	-119	
长期投资	-1,011	557	-30	-20	-20	
其他	73	78	22	24	28	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-226</b>	<b>-438</b>	<b>-620</b>	<b>-350</b>	<b>-400</b>	
吸收投资	0	0	-10	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-197	-419	-260	-350	-400	
<b>现金净增加额</b>	<b>1,612</b>	<b>2,297</b>	<b>368</b>	<b>1,127</b>	<b>1,153</b>	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。