

东阿阿胶(000423)

报告日期: 2023年08月28日

管理赋能, 成长持续

——东阿阿胶 2023 年中报点评

投资要点

业绩情况: 利润实现高增速

2023年8月26日, 公司发布2023年半年报。2023H1公司实现营业收入21.67亿元, 同比增长18.69%; 归母净利润5.31亿元, 同比增长72.29%; 扣非归母净利润4.90亿元, 同比增长83.58%。单季度来看, 2023Q2公司实现收入10.98亿元, 同比增长17.39%; 归母净利润3.01亿元, 同比增长55.37%; 扣非归母净利润2.78亿元, 同比增长58.32%。

成长能力: 药品+健康消费品双轮驱动, 看好阿胶系列增长持续性

2023H1公司阿胶及系列产品实现收入19.25亿元, 同比增长20.77%, 主要增长驱动来自复方阿胶浆、桃花姬和阿胶块, 其中公司积极拓展大品种复方阿胶浆新适应症, 对于阿胶块公司则通过积极渠道管理帮助其平稳增长; 其他药品及保健品业务实现收入1.50亿元, 同比增长9.03%; 毛驴养殖及销售业务实现收入0.65亿元。

盈利能力: 毛利率提升, 销售费用率下降, 盈利能力提升显著

2023H1公司毛利率为70.34%, 同比上升4.15pct, 原因为公司生产端规模效应增强; 销售费用率为34.76%, 同比下降3.53pct; 研发费用率为2.55%, 同比下降0.93pct; 管理费用率为6.14%, 同比下降0.89pct; 财务费用率为2.32%, 同比下降0.67pct。在毛利率上升与费用率下降的共同作用下, 2023H1公司销售净利率为24.54%, 同比上升7.67pct, 盈利水平提升显著。

营运能力: 存货、应收账款周转率持续提升

2023H1公司经营活动现金流净额为7.52亿元, 同比增长6.17%, 现金流超公司归母净利润水平, 经营质量优异。2023H1公司存货周转率为0.52, 同比增加0.12; 应收账款周转率为4.77, 同比增加0.60, 随着管理和销售不断赋能, 公司运营持续提效。

战略分析: 管理提效、渠道优化,

在销售体系上, 2019年渠道库存积压后, 公司围绕去库存、提纯销展开改革, 成立三大中心, 通过实施条线重构助力业务双轮驱动; 在管理体系上, 华润系管理团队进驻为公司带来协同效应, 2022年程杰出任公司总裁, 强调组织重塑, 优化精简团队, 提升公司运营效率。我们可以看到自2019年开始, 公司存货逐步出清, 盈利水平持续修复, 我们认为随着公司管理改善, 公司成长有望持续。

盈利预测与估值

我们预计2023-2025年公司营业收入分别为47.94/56.21/65.55亿元, 同比增速分别为18.62%/17.24%/16.61%; 归母净利润分别为10.65/12.76/15.51亿元, 同比增速分别为36.59%/19.80%/21.55%; 对应当前PE分别为29.53x/24.63x/20.28x, 维持“增持”评级。

风险提示

渠道改革不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料价格大幅波动的风险。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

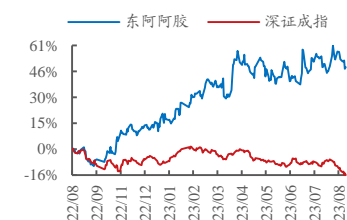
研究助理: 李晨琛

lichenchen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 50.06
总市值(百万元)	32,237.48
总股本(百万股)	643.98

股票走势图



相关报告

- 《滋补龙头, 再度起航》
2023.07.07
- 《渠道继续调整, 完成尚待时日——东阿阿胶 2018 年年报点评报告》
2019.04.17
- 《东阿阿胶 (000423): 业绩继续承压, 渠道调整完成尚待时日》
2018.10.31

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,794	5,621	6,555
(+/-) (%)	5.01%	18.62%	17.24%	16.61%
归母净利润	780	1,065	1,276	1,551
(+/-) (%)	77.10%	36.59%	19.80%	21.55%
每股收益(元)	1.21	1.65	1.98	2.41
P/E	40.34	29.53	24.63	20.28

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,784	11,426	13,275	15,685
现金	5,370	6,797	8,137	10,362
交易性金融资产	1,861	2,173	2,486	2,525
应收账款	551	1,113	1,305	1,522
其它应收款	42	44	52	63
预付账款	10	36	27	32
存货	1,239	1,206	1,217	1,135
其他	711	56	51	46
非流动资产	2,848	2,604	2,342	2,060
金融资产类	12	12	12	12
长期投资	114	78	57	38
固定资产	1,963	1,827	1,686	1,548
无形资产	332	301	254	203
在建工程	2	2	2	2
其他	425	384	330	257
资产总计	12,631	14,030	15,616	17,745
流动负债	2,101	2,413	2,702	3,267
短期借款	0	0	0	0
应付款项	238	291	341	397
预收账款	0	0	0	1
其他	1,862	2,121	2,360	2,869
非流动负债	180	201	222	235
长期借款	0	0	0	0
其他	180	201	222	235
负债合计	2,281	2,614	2,924	3,501
少数股东权益	22	22	22	22
归属母公司股东权益	10,329	11,395	12,671	14,222
负债和股东权益	12,631	14,030	15,616	17,745

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,145	1,578	1,468	2,066
净利润	780	1,065	1,276	1,551
折旧摊销	171	197	189	193
财务费用	2	1	1	1
投资损失	(35)	(48)	(66)	(67)
营运资金变动	1,245	415	97	425
其它	(17)	(51)	(29)	(38)
投资活动现金流	590	(171)	(149)	148
资本支出	(46)	(54)	(46)	(24)
长期投资	2	35	21	19
其他	633	(152)	(124)	153
筹资活动现金流	(438)	21	20	12
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(438)	21	20	12
现金净增加额	2,297	1,427	1,339	2,225

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,794	5,621	6,555
营业成本	1,281	1,518	1,777	2,071
营业税金及附加	68	69	87	102
营业费用	1,318	1,534	1,742	1,966
管理费用	387	455	528	610
研发费用	138	158	180	203
财务费用	(67)	(40)	(50)	(60)
资产减值损失	(78)	(65)	(85)	(77)
公允价值变动损益	(5)	110	110	110
投资净收益	35	48	66	67
其他经营收益	19	49	42	49
营业利润	915	1,243	1,493	1,815
营业外收支	(3)	4	1	1
利润总额	912	1,247	1,494	1,816
所得税	133	182	218	264
净利润	779	1,065	1,276	1,551
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	780	1,065	1,276	1,551
EBITDA	1,060	1,256	1,495	1,795
EPS (最新摊薄)	1.21	1.65	1.98	2.41

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.01%	18.62%	17.24%	16.61%
营业利润	60.86%	35.82%	20.11%	21.59%
归属母公司净利润	77.10%	36.59%	19.80%	21.55%
获利能力				
毛利率	68.30%	68.33%	68.39%	68.41%
净利率	19.30%	22.22%	22.71%	23.67%
ROE	7.55%	9.35%	10.07%	10.91%
ROIC	7.29%	7.87%	8.72%	9.53%
偿债能力				
资产负债率	18.05%	18.63%	18.72%	19.73%
净负债比率	22.03%	22.89%	23.04%	24.58%
流动比率	4.66	4.74	4.91	4.80
速动比率	4.04	4.20	4.44	4.43
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.36	0.38	0.39
应收账款周转率	11.39	12.33	13.13	13.10
应付账款周转率	5.16	5.74	5.62	5.61
每股指标(元)				
每股收益	1.21	1.65	1.98	2.41
每股经营现金	3.33	2.45	2.28	3.21
每股净资产	16.04	17.69	19.68	22.09
估值比率				
P/E	40.34	29.53	24.65	20.28
P/B	3.05	2.76	2.48	2.21
EV/EBITDA	20.11	20.10	16.00	12.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>