

东阿阿胶(000423)

报告日期: 2024 年 01 月 02 日

激励落地，奠定长期信心

——东阿阿胶股权激励公告点评

投资要点

□ 事件：第一期股权激励计划草案落地

2024 年 1 月 2 日，公司发布第一期限限制性股票激励计划草案：

- 激励对象：**本计划拟授予对象 185 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员等；
- 授予数量：**本激励计划拟授予不超过 151.23 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.2348%；其中首次授予 134.27 万股，占公司总股本的 0.2085%，占本次授予权益总额的 88.7845%；预留 16.96 万股，占公司总股本的 0.0263%，占本次授予权益总额的 11.2155%；
- 考核目标：**在 2024-2026 三个会计年度中：（1）2024-2026 年公司净资产收益率不分别不低于 10%/10.5%/11%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；（2）以 2022 年归母净利润为基数，2024-2026 年公司归母净利润 CAGR 不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；（3）2024-2026 年公司营业利润率不低于 23%/23.5%/24%。

□ 核心观点：本次计划绑定核心人才，彰显公司对远期业绩的信心

本次股权激励计划是公司发布的第一期股权激励。从激励对象看，激励对象包括总裁、副总裁以及其余 178 位中层管理人员和核心业务（技术）骨干等，绑定核心人才；从激励目标看，本次计划奠定 2024-2026 年归母净利润最低值分别为 11.23/13.48/16.17 亿元，体现公司对远期业绩的信心，同时除成长性指标外，公司对 2024-2026 年的 ROE 水平也进行了规定，重视经营质量的考核，我们认为这体现出公司对自身渠道优化、管理提效后的增长具有强烈信心。

□ 摊销费用：激励费用对公司业绩影响有限

按照首次授予 134.27 万股进行预测算，测算得出首次限制性股票总摊销费用为 3359.48 万元；假设授予日为 2024 年 3 月初，2024-2028 年每年的费用摊销分别预估为 1007.8/1209.4/747.5/347.2/47.6 万元。

□ 战略分析：管理提效、渠道优化，“品牌焕新”战略下我们看好公司长期增长

2023 年公司持续推进阿胶系列产品增长，同时不断深化“阿胶+”和“+阿胶”产品系列，在传统阿胶系列产品方面，核心阿胶块系列产品实行精准营销促进终端纯销增量，复方阿胶浆在深耕 OTC 渠道的同时加快院端学术推广步伐，桃花姬通过快消品思路不断从区域性品牌向全国性品牌迈进；在新品牌系列方面，公司也于 2023 年 6 月发布新男科系列品牌。我们认为公司在经历了渠道变革、管理焕新等变化后已经开启新一轮成长，本次股权激励计划也彰显了公司对于中远期经营的信心和决心，我们坚定看好公司成长的持续性。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 48.09/56.80/66.94 亿元，同比增速分别为 18.99%/18.10%/17.86%；归母净利润分别为 11.01/13.28/16.01 亿元，同比增速分别为 41.18%/20.59%/20.57%；对应当前 PE 分别为 29.24x/24.25x/20.11x，上调为“买入”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：买入(上调)

分析师：孙建

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

分析师：吴天昊

执业证书号：S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师：李晨琛

执业证书号：S1230523120001
lichenchen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 50.00
总市值(百万元)	32,198.84
总股本(百万股)	643.98

股票走势图



相关报告

- 《管理赋能，成长持续》
2023.08.28
- 《滋补龙头，再度起航》
2023.07.07

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,809	5,680	6,694
(+/-) (%)	5.01%	18.99%	18.10%	17.86%
归母净利润	780	1,101	1,328	1,601
(+/-) (%)	77.10%	41.18%	20.59%	20.57%
每股收益(元)	1.21	1.71	2.06	2.49
P/E	41.28	29.24	24.25	20.11

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	11,469	13,390	15,870
现金	5,370	6,833	8,225	10,497
交易性金融资产	1,861	2,173	2,486	2,525
应收账款	551	1,117	1,319	1,554
其它应收款	42	44	53	64
预付账款	10	36	27	33
存货	1,239	1,210	1,230	1,151
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	14,073	15,732	17,930
流动负债	2,101	2,420	2,729	3,314
短期借款	0	0	0	0
应付款项	238	292	344	403
预收账款	0	0	0	1
其他	1,862	2,128	2,385	2,911
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	2,621	2,952	3,549
少数股东权益	22	22	22	22
归属母公司股东权	10,329	11,430	12,758	14,360
负债和股东权益	12,631	14,073	15,732	17,930

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,145	1,614	1,519	2,111
净利润	780	1,101	1,328	1,601
折旧摊销	171	197	189	193
财务费用	2	1	1	1
投资损失	(35)	(48)	(67)	(68)
营运资金变动	1,245	415	97	422
其它	(17)	(51)	(29)	(38)
投资活动现金流	590	(171)	(148)	150
资本支出	(46)	(54)	(46)	(24)
长期投资	2	35	21	19
其他	633	(152)	(123)	154
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	1,463	1,392	2,272

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,809	5,680	6,694
营业成本	1,281	1,523	1,795	2,100
营业税金及附加	68	69	88	104
营业费用	1,318	1,515	1,727	2,008
管理费用	387	457	534	623
研发费用	138	144	170	201
财务费用	(67)	(40)	(51)	(61)
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	67	68
其他经营收益	19	49	42	50
营业利润	915	1,285	1,553	1,873
营业外收支	(3)	4	1	1
利润总额	912	1,289	1,554	1,874
所得税	133	188	226	273
净利润	779	1,101	1,328	1,601
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	780	1,101	1,328	1,601
EBITDA	1,060	1,297	1,554	1,850
EPS (最新摊薄)	1.21	1.71	2.06	2.49

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.01%	18.99%	18.10%	17.86%
营业利润	60.86%	40.40%	20.90%	20.61%
归属母公司净利润	77.10%	41.18%	20.59%	20.57%
获利能力				
毛利率	68.30%	68.33%	68.39%	68.62%
净利率	19.30%	22.90%	23.38%	23.92%
ROE	7.55%	9.63%	10.41%	11.15%
ROIC	7.29%	8.15%	9.05%	9.77%
偿债能力				
资产负债率	18.05%	18.63%	18.76%	19.79%
净负债比率	22.03%	22.89%	23.10%	24.68%
流动比率	4.66	4.74	4.91	4.79
速动比率	4.04	4.21	4.43	4.42
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.36	0.38	0.40
应收账款周转率	11.39	12.34	13.18	13.16
应付账款周转率	5.16	5.75	5.64	5.62
每股指标(元)				
每股收益	1.21	1.71	2.06	2.49
每股经营现金	3.33	2.51	2.36	3.28
每股净资产	16.04	17.75	19.81	22.30
估值比率				
P/E	41.28	29.24	24.25	20.11
P/B	3.12	2.82	2.52	2.24
EV/EBITDA	20.11	20.01	15.82	12.07

资料来源：Wind，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>