

东阿阿胶 (000423.SZ)

增持 (维持)

发布首期限限制性股票激励计划, 彰显公司经营信心

2024年1月2日, 公司发布上市后首次限制性股票激励计划, 拟以 24.98 元/股的价格向 185 名激励对象授予不超过 151.23 万股限制性股票, 占总股本 0.23%, 其中首次授予 134.27 万股, 预留 16.96 万股, 股份来源为回购股票。

- **业绩考核目标设置全面, 多维度推动公司发展。**本次股票激励计划同时设置了公司层面和个人层面业绩考核要求。公司层面设置 3 个业绩考核条件, 包括净资产收益率、归母净利润复合增长率和营业利润率: 1) 2024 年净资产收益率不低于 10%, 2025-2026 年每年增长不低于 0.5pct, 并且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值; 2) 以 2022 年为基准, 2024-2026 年归母净利润复合增速不低于 20%, 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值; 3) 2024 年营业利润率不低于 23%, 且每年增长不低于 0.5pct; 个人层面则按绩效评价结果划分五个档次进行考核。我们认为此次股票激励计划考核目标设置明确且具有一定挑战性, 激励效果显著, 绑定核心员工与公司利益, 有利于公司更加长远发展。
- **覆盖核心管理层, 激励效果明显。**本次限制性股票激励对象包括公司新管理团队核心高管、中层管理人员和核心业务骨干共 185 人, 涵盖研发、销售等多个核心部门, 覆盖全面, 激励效果更加明显。同时与截至 1 月 2 日公司收盘价 50.00 元/股相比, 24.98 元/股授予价格具有较高溢价, 具有更高的吸引力, 有助于激励考核目标达成。
- **国企改革里程碑, 公司经营向上路径确定。**我们认为此次股权激励方案落地是公司国企改革进程中的重要里程碑, 公司体制机制提升以及经营效率改善已经卓有成效, 在新任管理层带动下经营向上路径更加确定。从具体业务看, “药品+健康消费品”战略稳步推进, 阿胶块市占率稳步提升, 复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕快速增长, 男科业务等二三线潜力品种贡献新增量。
- **维持“增持”投资评级。**我们认为本次股权激励方案的落地是对公司过去经营业绩的肯定, 同时为未来增长提供更多动力, 我们仍然看好公司“药品+健康消费品”双轮驱动战略下的发展潜力。预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 9.6/11.7/13.9 亿元, 同比增长 23.4%/21.8%/18.9%, 对应 PE 为 34/28/23 倍, 维持“增持”投资评级。
- **风险提示: 终端动销、新品推广不及预期, 原料价格波动与供应短缺等风险。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3849	4042	4751	5519	6275
同比增长	13%	5%	18%	16%	14%
营业利润(百万元)	569	915	1127	1375	1635
同比增长	274%	61%	23%	22%	19%
归母净利润(百万元)	440	780	962	1172	1393
同比增长	917%	77%	23%	22%	19%
每股收益(元)	0.68	1.21	1.49	1.82	2.16
PE	73.1	41.3	33.5	27.5	23.1
PB	3.2	3.1	3.1	2.8	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 50.0 元

基础数据

总股本(百万股)	644
已上市流通股(百万股)	644
总市值(十亿元)	32.2
流通市值(十亿元)	32.2
每股净资产(MRQ)	16.1
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	21.3%
主要股东	华润东阿阿胶有限公司
主要股东持股比例	23.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-7	23
相对表现	2	5	35



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《东阿阿胶(000423)一业绩符合预期, 经营趋势进一步向好》2023-10-31
- 《东阿阿胶(000423)一业绩环比提升, 继续优化“增长+效率”》2023-08-07
- 《东阿阿胶(000423)一深化四重塑, “增长+效率”改善可期》2023-03-26

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 研究助理

✉ ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8622	9784	10094	11259	12566
现金	3248	5370	5770	6183	7005
交易性投资	2467	1861	1500	1500	1500
应收票据	0	167	197	228	260
应收款项	326	384	274	319	362
其它应收款	33	42	49	57	65
存货	1646	1239	1456	1987	2254
其他	902	721	848	985	1119
非流动资产	3007	2848	2847	2713	2601
长期股权投资	115	114	123	117	118
固定资产	2062	1963	1867	1778	1695
无形资产商誉	427	347	312	281	253
其他	402	424	545	536	536
资产总计	11628	12631	12941	13972	15167
流动负债	1433	2101	2229	2378	2533
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	258	238	281	322	365
预收账款	319	596	702	806	914
其他	856	1267	1246	1250	1254
长期负债	199	180	180	180	180
长期借款	0	0	0	0	0
其他	199	180	180	180	180
负债合计	1633	2281	2409	2558	2713
股本	654	654	644	644	644
资本公积金	392	392	392	392	392
留存收益	8927	9283	9475	10359	11400
少数股东权益	22	22	21	19	18
归属于母公司所有者权益	9973	10329	10511	11395	12436
负债及权益合计	11628	12631	12941	13972	15167

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2801	2145	888	607	1087
净利润	439	779	962	1171	1392
折旧摊销	157	150	165	154	145
财务费用	(1)	2	(44)	(48)	(53)
投资收益	(64)	(35)	(76)	(66)	(66)
营运资金变动	2311	1322	(105)	(607)	(332)
其它	(41)	(74)	(14)	3	2
投资活动现金流	(963)	590	273	47	33
资本支出	(25)	(46)	(31)	(31)	(31)
其他投资	(938)	635	304	78	64
筹资活动现金流	(226)	(438)	(761)	(241)	(299)
借款变动	(129)	(50)	(24)	0	0
普通股增加	0	0	(10)	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(199)	(432)	(770)	(289)	(352)
其他	103	44	44	48	53
现金净增加额	1612	2297	400	413	822

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3849	4042	4751	5519	6275
营业成本	1451	1281	1510	1733	1966
营业税金及附加	57	68	80	93	106
营业费用	1014	1318	1520	1711	1883
管理费用	373	387	451	513	571
研发费用	148	138	162	188	214
财务费用	(34)	(67)	(44)	(48)	(53)
资产减值损失	(368)	(51)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	3	(5)	0	0	0
其他收益	29	19	24	21	21
投资收益	64	35	52	45	45
营业利润	569	915	1127	1375	1635
营业外收入	9	6	6	6	6
营业外支出	7	9	9	9	9
利润总额	571	912	1124	1372	1632
所得税	132	133	162	201	240
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	440	780	962	1172	1393

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	13%	5%	18%	16%	14%
营业利润	274%	61%	23%	22%	19%
归母净利润	917%	77%	23%	22%	19%
获利能力					
毛利率	62.3%	68.3%	68.2%	68.6%	68.7%
净利率	11.4%	19.3%	20.3%	21.2%	22.2%
ROE	4.5%	7.7%	9.2%	10.7%	11.7%
ROIC	4.0%	7.1%	8.8%	10.3%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	14.0%	18.1%	18.6%	18.3%	17.9%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.0	4.7	4.5	4.7	5.0
速动比率	4.9	4.1	3.9	3.9	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.7	0.9	1.1	1.0	0.9
应收账款周转率	9.7	9.2	9.3	10.8	10.7
应付账款周转率	6.4	5.2	5.8	5.8	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.68	1.21	1.49	1.82	2.16
每股经营净现金	4.35	3.33	1.38	0.94	1.69
每股净资产	15.49	16.04	16.32	17.69	19.31
每股股利	0.67	1.20	0.45	0.55	0.65
估值比率					
PE	73.1	41.3	33.5	27.5	23.1
PB	3.2	3.1	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	43.4	29.5	23.1	19.5	16.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。