

东阿阿胶（000423.SZ）/中
药

证券研究报告/公司点评

2024年1月3日

评级：买入（维持）

市场价格：50.00

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3848.99	4041.82	4846.20	5605.26	6509.80
增长率 yoy%	12.89%	5.01%	19.90%	15.66%	16.14%
净利润（百万元）	440.44	780.00	1131.03	1339.90	1663.81
增长率 yoy%	917.43%	77.10%	45.00%	18.47%	24.17%
每股收益（元）	0.67	1.19	1.73	2.05	2.54
每股现金流量	4.28	3.28	0.22	1.60	2.38
净资产收益率	4.42%	7.55%	10.25%	11.90%	14.34%
P/E	74.25	41.92	28.91	24.41	19.65
P/B	3.28	3.17	2.96	2.90	2.82

备注：数据截止 2024/1/2

投资要点

- 事件：公司发布第一期限限制性股票激励计划（草案），计划以 24.98 元/股向中高层管理人员及核心骨干共 185 人授予 151.23 万股限制性股票，约占目前公司总股本的 0.2348%。同时发布回购公司股份方案公告，拟回购股份数量 151.2332 万股至 166 万股用于实施股权激励计划，回购价格不超过人民币 74.82 元/股（含），不高于董事会通过回购决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。
- 首期股权激励草案落地，建立长效激励机制。公司发布首期限限制性股票激励计划（草案）：1) 规模：本次计划拟授予激励对象限制性股票 151.23 万股，占公司股本总额的 0.23%，其中首次授予 134.27 万股，占本次拟授予限制性股票总量的 88.78%，预留 16.96 万股。2) 授予价格：每股 24.98 元；3) 授予对象：拟授予激励对象 185 人，包括董事（不含外部董事）及高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员；4) 股票来源：公司回购专用证券账户中公司 A 股普通股；5) 限售期：两年限售期，三年匀速解锁，激励对象自获授限制性股票完成登记之日起 24 个月、36 个月、48 个月内为限售期。
- 考核指标彰显公司发展信心。公司选取净资产收益率、归属母公司股东的净利润增长率、营业利润率作为公司层面的业绩考核指标，可以充分反映股东回报、公司持续成长能力及企业运营质量的提升。1) 净资产收益率：2024-2026 年分别不低于 10%、10.5%、11%；2) 归母净利润：以 2022 年为基准，2024-2026 年归母净利润复合增长率不低于 20%；3) 营业利润率：2024-2026 年分别不低于 23%、23.5%、24%。公司共选取了 20 家规模相当、业务相似度高、具有一定可比性的同行业公司作为对标公司（云南白药、华润三九、同仁堂等），其中要求净资产收益率和归母净利润增长率不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平，充分展现了公司对未来发展的信心。
- 盈利预测和投资建议：我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 48.46、56.05、65.10 亿元，同比增长 19.90%、15.66%、16.14%，实现归母净利润 11.31、13.40、16.64 亿元，同比增长 45.00%、18.47%、24.17%。考虑到公司为中药滋补老字号，核心产品阿胶系列销售重回正轨，正在逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动增长，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：原材料价格波动的风险；阿胶块、复方阿胶浆恢复不及预期风险；政策变化风险；研报使用信息数据更新不及时的风险。

基本状况

总股本(百万股)	644
流通股本(百万股)	644
市价(元)	50.00
市值(亿元)	322
流通市值(亿元)	322

股价与行业-市场走势对比



相关报告

东阿阿胶-2023H1：阿胶系列淡季不淡，渠道库存周转良好-买入-(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)

东阿阿胶-公司深度研究：拐点已现，阿胶龙头涅槃重生-买入--(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)

图表 1: 东阿阿胶财务预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9784	10324	10837	11458	营业收入	4042	4846	5605	6510
现金	5370	5220	5317	5738	营业成本	1281	1537	1746	1983
应收账款	384	271	528	489	营业税金及附加	68	82	95	110
其他应收款	42	35	41	47	营业费用	1318	1599	1738	1953
预付账款	10	12	14	16	管理费用	387	475	549	625
存货	1239	1690	2056	2258	财务费用	-67	-78	-77	-81
其他流动资产	2739	3095	2881	2910	资产减值损失	-78	-204	-141	-173
非流动资产	2848	2784	2598	2389	公允价值变动收益	-5	-2	-3	-3
长期投资	114	114	114	114	投资净收益	35	30	50	60
固定资产	1963	1989	1868	1746	营业利润	915	1325	1570	1948
无形资产	332	281	216	146	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	439	400	400	384	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	12631	13108	13435	13848	利润总额	912	1322	1567	1945
流动负债	2101	1877	1969	2049	所得税	133	193	228	283
短期借款	0	0	0	0	净利润	779	1130	1339	1662
应付账款	238	250	307	347	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	1863	1626	1662	1702	归属母公司净利润	780	1131	1340	1664
非流动负债	180	172	185	179	EBITDA	998	1394	1637	2012
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.19	1.73	2.05	2.54
其他非流动负债	180	172	185	179					
负债合计	2281	2049	2154	2228	主要财务比率				
少数股东权益	22	20	19	17	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	742	742	742	742	营业收入	5.0%	19.9%	15.7%	16.1%
留存收益	9283	9643	9866	10206	营业利润	60.9%	44.9%	18.4%	24.1%
归属母公司股东权益	10329	11039	11262	11602	归属于母公司净利润	77.1%	45.0%	18.5%	24.2%
负债和股东权益	12631	13108	13435	13848	获利能力				
					毛利率(%)	68.3%	68.3%	68.9%	69.5%
					净利率(%)	19.3%	23.3%	23.9%	25.6%
					ROE(%)	7.6%	10.2%	11.9%	14.3%
					ROIC(%)	27.1%	29.3%	34.0%	43.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	18.1%	15.6%	16.0%	16.1%
					净负债比率(%)	1.05%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.66	5.50	5.50	5.59
					速动比率	3.89	4.60	4.46	4.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.38	0.42	0.48
					应收账款周转率	5	8	10	9
					应付账款周转率	5.16	6.29	6.27	6.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.19	1.73	2.05	2.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	0.22	1.60	2.38
					每股净资产(最新摊薄)	15.79	16.88	17.22	17.74
					估值比率				
					P/E	41.92	28.91	24.41	19.65
					P/B	3.17	2.96	2.90	2.82
					EV/EBITDA	25	18	15	12

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2145	146	1044	1556
净利润	779	1130	1339	1662
折旧摊销	150	146	145	145
财务费用	-67	-78	-77	-81
投资损失	-35	-30	-50	-60
营运资金变动	1245	-207	-424	-92
其他经营现金流	73	-816	112	-18
投资活动现金流	590	72	92	108
资本支出	46	-14	0	0
长期投资	-557	0	0	0
其他投资现金流	78	58	92	108
筹资活动现金流	-438	-367	-1040	-1242
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-438	-367	-1040	-1242
现金净增加额	2297	-150	96	422

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。