

2024年01月05日

# 东阿阿胶 (000423.SZ)

## 公司快报

医药 | 中成药III

投资评级

**增持-A(首次)**

股价(2024-01-05)

49.98 元

### 交易数据

总市值(百万元)	32,185.96
流通市值(百万元)	32,185.96
总股本(百万股)	643.98
流通股本(百万股)	643.98
12个月价格区间	53.08/40.21

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.15	11.64	40.79
绝对收益	-1.63	1.88	26.3

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001  
 zhaoningda@huajinsec.com.cn

### 相关报告

## 股权激励提振发展信心, 双轮驱动激活内生动力

### 投资要点

◆ **事件:** 2024年1月2日, 公司发布第一期限制性股票激励计划(草案)及回购股份公告。公司拟以自有资金回购 151.23-166 万股, 回购价格不超 74.82 元/股, 用于股权激励计划。公司计划向包含董事、高管、中层及核心骨干在内的 185 人授予不超 151.23 万股(占公司总股本 0.2348%)限制性股票, 授予价格为 24.98 元/股; 解禁指标涵盖 ROE、净利润 CAGR、营业利润率三重维度。

◆ **股权激励全面综合考核, 彰显公司长期发展信心。**本次激励计划各年度考核指标为: 1) 2024-2026 年 ROE 不低于 10%、10.5%、11%, 且不低于同业平均或对标企业 75 分位; 2) 以 2022 年为基准, 2024-2026 年归母净利润 CAGR 均不低于 20%, 且不低于同业平均或对标企业 75 分位; 3) 2024-2026 年营业利润率不低于 23%、23.5%、24%。股权激励将核心员工与公司利益深度绑定, 有助于增加公司人才吸引力, 促进公司核心队伍建设, 更加有利于公司长远发展。

◆ **坚持“药品+健康消费品”双轮驱动, 成效显著。**公司加速业务重塑, 坚持“药品+健康消费品”双轮驱动, 以阿胶、复方阿胶浆为基石, 向“阿胶+”及“+阿胶”不断延伸。1) 传统阿胶块: 公司通过精准营销、品牌唤醒促进终端纯销持续增量; 并持续打造“滋补国宝”顶流品牌, 夯实品牌基石; 2023Q1-Q3 阿胶块营收占比约 50%, 增长基本持平。2) 复方阿胶浆: 公司全面落地大品种战略, 深耕连锁、拓展县乡市场, 搭建动销体系; 2023Q1-Q3 复方阿胶浆营收占比近 30%, 增速近 40%; 同时积极拓展新适应症, 开展治疗癌因性疲乏、改善睡眠、治疗卵巢综合征、改善阳康后疲劳等高等级循证医学研究, 适应症的扩大有望拓展消费者人群, 提升市场渗透率。3) 桃花姬阿胶糕: 作为健康消费品领域核心品牌, 将通过快消品思路实现从区域性品牌向全国性品牌迈进; 2023 年以来已通过打造出圈金曲、多媒体高频次重点市场覆盖、官宣明星代言等活动深化动销及终端渗透; 2023Q1-Q3 桃花姬阿胶糕营收占比约 10%, 增速 70%左右; 未来将持续丰富桃花姬品牌内涵, 探索“轻养生”第二增长曲线。4) 其他: 男士滋补品牌“皇家围场 1619”已于 2023 年 6 月焕新上市, 通过重点布局线下零售市场有望提升男科市场占有率。

◆ **投资建议:** 公司发布股权激励计划提振长期发展信心, 双轮驱动发展战略成效显著, 成长动力充足。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.21/12.81/15.71 亿元, 增速分别为 31%/26%/23%; 对应 PE 分别为 32/25/21 倍。首次覆盖, 给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示:** 行业政策变化风险、市场竞争加剧风险、阿胶价格体系波动风险、产品推广不及预期风险等。



## 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,849	4,042	4,733	5,541	6,478
YoY(%)	12.9	5.0	17.1	17.1	16.9
归母净利润(百万元)	440	780	1,021	1,281	1,571
YoY(%)	917.4	77.1	30.9	25.5	22.6
毛利率(%)	62.3	68.3	70.5	71.6	72.7
EPS(摊薄/元)	0.68	1.21	1.58	1.99	2.44
ROE(%)	4.4	7.5	9.6	11.3	12.9
P/E(倍)	73.1	41.3	31.5	25.1	20.5
P/B(倍)	3.2	3.1	3.0	2.9	2.7
净利率(%)	11.4	19.3	21.6	23.1	24.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 盈利预测核心假设

**阿胶及系列产品：**1) 阿胶块：渠道瘦身，聚焦优质客户，促进终端纯销持续增量。2) 复方阿胶浆：作为 OTC 补气血口服液第一大单品，未来一方面继续深耕 OTC 端，通过加强医学专家体系建设及强化高等级循证医学研究带动 OTC 市场持续增量；另一方面加大央视等权威媒体品牌背书，提升品牌势能及信任背书。3) 桃花姬阿胶糕：桃花姬品牌代表着公司结构化转型的战略定位，肩负着指数级增长的战略愿景；借助明星代言及数字化手段，优化健全全渠道建设，加大终端渗透，从区域性品牌到全国性品牌迈进。综上，我们预计阿胶及系列产品 2023-2025 年将实现营收 43.31/50.64/59.03 亿元，增速 17.09%/16.91%/16.57%；毛利率 73.00%/74.00%/75.00%。

**其他药品及保健品：**公司第二品牌“皇家围场 1619”进军男士滋补大健康市场，已于 2023 年 6 月焕新上市，未来将通过打造男科系列产品品牌调性不断提升男科市场占有率。假设 2023-2025 年将保持 30% 增速；毛利率 65.00%/65.20%/65.40%。

**毛驴养殖及贸易：**假设 2023-2025 年营收保持不变，毛利率维持在 10.50%。

综上，我们预计公司将于 2023-2025 年实现营收 47.33/55.41/64.78 亿元，增速 17.10%/17.08%/16.90%；毛利率 70.49%/71.64%/72.75%。

表 1：公司营收拆分预测（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38.49	40.42	47.33	55.41	64.78
YOY	12.91%	5.01%	17.10%	17.08%	16.90%
毛利率	62.30%	68.30%	70.49%	71.64%	72.75%
阿胶及系列产品	33.95	36.99	43.31	50.64	59.03
YOY	21.68%	8.95%	17.09%	16.91%	16.57%
毛利率	65.95%	73.16%	73.00%	74.00%	75.00%
其他药品及保健品	2.14	1.87	2.43	3.16	4.11
YOY	0.94%	-12.62%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	63.65%	64.89%	65.00%	65.20%	65.40%
毛驴养殖及贸易	1.79	1.03	1.03	1.03	1.03
YOY	-39.53%	-42.46%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.24%	10.33%	10.50%	10.50%	10.50%
其他	0.61	0.53	0.56	0.58	0.61
YOY	-45.05%	-13.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.13%	-148.10%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所测算

## 可比公司估值

东阿阿胶作为阿胶行业领导品牌，坚持“药品+健康消费品”双轮驱动。选取同样深耕中药、健康消费品领域的老牌药企片仔癀、同仁堂、达仁堂及太极集团作为可比公司，公司估值水平低于行业平均。

表 2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600436.SH	片仔癀	231.90	1,399.09	5.05	6.14	7.40	45.89	37.77	31.34
600085.SH	同仁堂	53.80	737.85	1.31	1.55	1.82	40.97	34.79	29.59
600329.SH	达仁堂	35.08	270.17	1.41	1.71	2.11	24.89	20.47	16.63
600129.SH	太极集团	45.98	256.06	1.65	2.25	2.94	27.94	20.42	15.64
	平均值						34.92	28.36	23.30
<b>000423.SZ</b>	<b>东阿阿胶</b>	<b>49.98</b>	<b>321.86</b>	<b>1.58</b>	<b>1.99</b>	<b>2.44</b>	<b>31.50</b>	<b>25.10</b>	<b>20.50</b>

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (其中可比公司营业收入预测来自 Wind 一致预期, 收盘价、总市值截至 2024/01/05)

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8622	9784	9407	10518	10765	<b>营业收入</b>	3849	4042	4733	5541	6478
现金	3248	5370	4382	5515	5076	营业成本	1451	1281	1397	1571	1765
应收票据及应收账款	326	551	476	726	679	营业税金及附加	57	68	65	79	97
预付账款	20	10	25	16	32	营业费用	1014	1318	1571	1801	2073
存货	1646	1239	1906	1632	2343	管理费用	373	387	388	443	486
其他流动资产	3381	2614	2617	2629	2635	研发费用	148	138	156	177	201
<b>非流动资产</b>	3007	2848	3080	3377	3683	财务费用	-34	-67	-60	-39	-47
长期投资	115	114	103	89	74	资产减值损失	-368	-54	-63	-74	-87
固定资产	2079	1977	2236	2585	2954	公允价值变动收益	3	-5	1	-0	-0
无形资产	409	332	316	280	240	投资净收益	64	35	62	60	58
其他非流动资产	403	425	426	423	415	<b>营业利润</b>	569	915	1250	1531	1905
<b>资产总计</b>	11628	12631	12487	13894	14448	营业外收入	9	6	13	13	10
<b>流动负债</b>	1433	2101	1708	2438	2109	营业外支出	7	9	8	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	571	912	1255	1536	1907
应付票据及应付账款	258	238	303	306	378	所得税	132	133	237	257	339
其他流动负债	1175	1863	1405	2132	1731	<b>税后利润</b>	439	779	1018	1279	1568
<b>非流动负债</b>	199	180	180	180	180	少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-3
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	440	780	1021	1281	1571
其他非流动负债	199	180	180	180	180	EBITDA	630	901	1242	1543	1931
<b>负债合计</b>	1633	2281	1888	2617	2289	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	22	22	19	17	14	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	654	654	654	654	654	<b>成长能力</b>					
资本公积	742	742	742	742	742	营业收入(%)	12.9	5.0	17.1	17.1	16.9
留存收益	8928	9283	9299	9317	9340	营业利润(%)	274.0	60.9	36.6	22.5	24.4
归属母公司股东权益	9973	10329	10579	11260	12145	归属于母公司净利润(%)	917.4	77.1	30.9	25.5	22.6
<b>负债和股东权益</b>	11628	12631	12487	13894	14448	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	62.3	68.3	70.5	71.6	72.7
						净利率(%)	11.4	19.3	21.6	23.1	24.3
						ROE(%)	4.4	7.5	9.6	11.3	12.9
						ROIC(%)	3.6	6.1	8.4	10.1	11.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	14.0	18.1	15.1	18.8	15.8
						流动比率	6.0	4.7	5.5	4.3	5.1
						速动比率	4.2	3.7	4.0	3.3	3.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	9.7	9.2	9.2	9.2	9.2
						应付账款周转率	6.4	5.2	5.2	5.2	5.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	73.1	41.3	31.5	25.1	20.5
						P/B	3.2	3.1	3.0	2.9	2.7
						EV/EBITDA	43.2	28.5	21.5	16.5	13.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)