

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

东阿阿胶（000423）

投资评级 无评级
上次评级 无评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号：S1500523080002
联系电话：19328759065
邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师
执业编号：S1500523050001
联系电话：15821927090
邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

业绩表现亮眼，股权激励方案彰显增长信心

2024年1月30日

事件：1月26日，东阿阿胶发布2023年业绩预增预告，公司预计实现归母净利润为11.00-11.60亿元（同比增长41.00%至49.00%），预计实现扣非净利润为10.30-11.00亿元（同比增长47.00%至57.00%），预计2023年基本每股收益为1.71至1.8元（2022年为1.21元）。

点评：

- **四季度业绩表现持续亮眼，股权激励方案彰显增长信心。**据公司业绩预告中值计算，东阿阿胶2023年四个季度分别实现归母净利润2.30/3.51/2.53/2.96亿元，YOY分别为100.86%/55.37%/23.42%/10.86%，四季度盈利环比有提升，业绩表现持续亮眼。公司2024年1月2日发布股权激励草案，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，解禁指标覆盖ROE、净利润CAGR、营业利润率等维度。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%，分别为11.23/13.48/16.17亿元，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%。我们认为，股权激励对公司全面综合考核，彰显公司长期发展信心。
- **双轮驱动增长，看好复方阿胶浆产品潜力。**据公司公告，在2023年疫后消费复苏的复杂经济形势下，公司实施药品+健康消费品“双轮驱动”增长模式，系统构建精细化管理体系，强化终端动销，深挖增长潜力，扎实落地新品培育战略，着力打造“皇家围场1619”男士滋补品牌，持续丰富非阿胶类产品线，引领产业链创新升级。2023年上半年，公司阿胶块市场份额明显提升，复方阿胶浆大品种战略全面落地，桃花姬阿胶糕品牌代言及渠道重塑驱动快速增长。2024年新版医保目录中复方阿胶浆取消报销时需要重度贫血检验证据的要求，公司未来可以在医院端发力，我们看好复方阿胶浆产品的潜力。
- **盈利预测：**我们预计东阿阿胶2023-2025年营收48.75/57.77/67.37亿元，归母净利润为11.27/13.71/16.12亿元。
- **风险因素：**驴皮供应风险、政策风险、市场竞争风险、消费需求多元公司面临产品矩阵扩容压力。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,849	4,042	4,875	5,777	6,737
增长率 YoY %	12.9%	5.0%	20.6%	18.5%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	440	780	1,127	1,371	1,612
增长率 YoY%	917.4%	77.1%	44.5%	21.6%	17.6%
毛利率%	62.3%	68.3%	70.4%	71.2%	71.2%
净资产收益率 ROE%	4.4%	7.6%	10.4%	11.6%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.68	1.21	1.75	2.13	2.50
市盈率 P/E(倍)	71.28	33.60	31.47	25.87	22.01
市净率 P/B(倍)	3.15	2.54	3.27	2.99	2.71

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 01 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	8,622	9,784	10,670	12,141	13,872	
货币资金	3,248	5,370	6,345	7,334	8,752	
应收票据	0	167	200	237	277	
应收账款	326	384	401	512	575	
预付账款	20	10	12	13	16	
存货	1,646	1,239	1,187	1,488	1,667	
其他	3,381	2,614	2,526	2,557	2,585	
非流动资产	3,007	2,848	2,755	2,677	2,603	
长期股权投资	115	114	84	84	84	
固定资产(合计)	2,062	1,963	1,895	1,808	1,725	
无形资产	409	332	346	360	374	
其他	420	439	430	425	420	
资产总计	11,628	12,631	13,425	14,818	16,476	
流动负债	1,433	2,101	2,384	2,754	3,197	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	258	238	263	306	355	
其他	1,175	1,863	2,122	2,448	2,841	
非流动负债	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	1,633	2,281	2,564	2,934	3,377	
少数股东权益	22	22	23	24	26	
归属母公司股东权益	9,973	10,329	10,838	11,860	13,073	
负债和股东权益	11,628	12,631	13,425	14,818	16,476	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,849	4,042	4,875	5,777	6,737	
同比(%)	12.9%	5.0%	20.6%	18.5%	16.6%	
归属母公司净利润	440	780	1,127	1,371	1,612	
同比(%)	917.4%	77.1%	44.5%	21.6%	17.6%	
毛利率(%)	62.3%	68.3%	70.4%	71.2%	71.2%	
ROE(%)	4.4%	7.6%	10.4%	11.6%	12.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.68	1.21	1.75	2.13	2.50	
P/E	71.28	33.60	31.47	25.87	22.01	
P/B	3.15	2.54	3.27	2.99	2.71	
EV/EBITDA	29.44	20.88	21.98	17.72	14.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,849	4,042	4,875	5,777	6,737	
营业成本	1,451	1,281	1,445	1,664	1,943	
营业税金及附加	57	68	73	87	101	
销售费用	1,014	1,318	1,633	1,964	2,291	
管理费用	373	387	390	462	539	
研发费用	148	138	136	144	168	
财务费用	-34	-67	-101	-125	-145	
减值损失合计	-331	-78	-49	-63	-54	
投资净收益	64	35	49	58	67	
其他	-5	41	34	40	47	
营业利润	569	915	1,332	1,617	1,900	
营业外收支	2	-3	-5	-2	-2	
利润总额	571	912	1,328	1,615	1,898	
所得税	132	133	199	242	285	
净利润	439	779	1,128	1,372	1,614	
少数股东损益	-2	-1	1	1	2	
归属母公司净利润	440	780	1,127	1,371	1,612	
EBITDA	975	1,021	1,328	1,592	1,836	
EPS(当年)(元)	0.68	1.21	1.75	2.13	2.50	

现金流量表		单位:				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,801	2,145	1,526	1,412	1,880	
净利润	439	779	1,128	1,372	1,614	
折旧摊销	169	171	131	136	141	
财务费用	-1	2	0	0	0	
投资损失	-64	-35	-49	-58	-67	
营运资金变动	1,931	1,245	272	-92	150	
其它	327	-17	44	53	43	
投资活动现金流	-963	590	68	-73	-61	
资本支出	-25	-46	-115	-110	-109	
长期投资	-1,011	557	130	-20	-20	
其他	73	78	53	58	67	
筹资活动现金流	-226	-438	-620	-350	-400	
吸收投资	0	0	-10	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-197	-419	-260	-350	-400	
现金净增加额	1,612	2,297	974	989	1,419	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。