

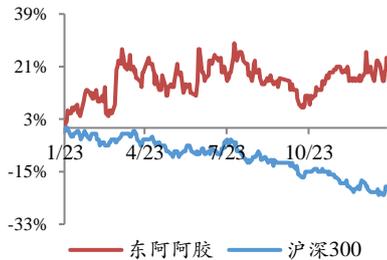
四季度利润增长亮眼，销售旺季带动产品进一步放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-01-29

收盘价(元)	52.15
近12个月最高/最低(元)	53.38/42.06
总股本(百万股)	644
流通股本(百万股)	644
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	336
流通市值(亿元)	336

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评东阿阿胶：滋补龙头业绩亮眼，期待销售旺季放量 2023-11-22

2.【华安医药】公司深度东阿阿胶：“药品+健康消费品”双轮驱动，滋补龙头业绩稳步回升 2023-10-23

主要观点：

事件

2024年1月26日，东阿阿胶发布2023年度业绩预告，预计2023年归母净利润约为11.0-11.6亿元，同比增长41%-49%。扣非归母净利润为10.3-11.0亿元，同比增长约47%-57%。

事件点评

● 23Q4单季度利润增长亮眼

经计算，公司单Q4归母净利润3.16~3.76亿元，同比增长18.35%~40.82%；扣非归母净利润3.3~4.0亿元，同比增长33.06%~61.29%。2023年，公司紧紧围绕“增长·效率”发展主题，继续深度践行“价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑”，带动业绩高速增长。

● 股权激励方案推出，长期高增长信心充足

2024年1月3日，东阿阿胶发布第一期限制性股票激励计划（草案），计划授予公司骨干人员共185人不超过151.2万股，占公司总股本的0.23%，其中限制性股票的授予价格为24.98元/股。从业绩考核目标来看，东阿阿胶在2024-2026年，ROE分别不低于10%/10.5%/11%，归母净利增速基于2022年复合增速不低于20%，分别为

11.23/13.48/16.17亿元；营业利润率分别不低于23%/23.5%/24%。

公司此次股权激励的解锁在净资产收益率、归母净利润年复合增长率和营业利润率这三个方面都设置了相应的条件，净资产收益率、归母净利润年复合增长率两项指标中，除了设置绝对的目标，还加入了与对标企业和同行业的对比，其中对标企业选取的以“中成药”为主营业务，且资产、营业收入规模与公司具可比性的对标样本，包括云南白药、吉林敖东、仁和药业、九芝堂等在内的合计20家企业。按公司目前业绩增速来看，此次股权激励目标相对保守，国企实际业绩有望高于股权激励目标，兑现确定性高。

● 四季度为公司产品销售旺季，产品有望进一步放量

公司坚定实施药品+健康消费品“双轮驱动”增长模式，阿胶块是公司第一大单品，通过“炼行计划”的推广、消费者沟通、品牌唤醒策略的执行，目前阿胶块的渠道库存已处于良性运转状态，预计2023年产品营收稳健增长。同时，公司启动了复方阿胶浆大品种战略，积极拓展产品新适应症，进行相关临床研究，同时加快药店市场的推广和覆盖，预计2023年产品营销将进一步放量。

此外，“桃花姬”阿胶糕是公司从保健品到消费品的尝试，正在从区域性品牌打造成全国品牌，全面激活品牌年轻化运营，预计阿胶糕2023年产品收入增速较快。阿胶速溶粉于2022年上市，2023年公司焕新主视觉包装，拓展多元化服用场景，预计2023年阿胶粉销量将会进一步

增长。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,重点布局线下零售市场,持续丰富非阿胶类产品线。

在品牌推广方面,公司与奈雪进行合作推出阿胶奶茶,提升品牌知名度及年轻人群渗透率,多方位品牌唤醒和品牌焕新。

● 投资建议

公司 23 年业绩增速亮眼,品牌焕新赋能带来新动力,旺季拉动产品进一步放量,因此我们调整业绩预期,预计公司 2023~2025 年收入分别为 47.81/56.92/67.41 亿元(前值为 45.71/53.28/63.70 亿元),分别同比增长 18.3%/19.1%/18.4%,归母净利润分别为 11.20/13.55/16.18 亿元(前值为 10.12/12.20/14.53 亿元),分别同比增长 43.5%/21.0%/19.4%,对应估值为 30X/25X/21X。我们看好公司未来长期发展,维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险,行业政策变化风险,原材料价格及供应风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4042	4781	5692	6741
收入同比 (%)	5.0%	18.3%	19.1%	18.4%
归属母公司净利润	780	1120	1355	1618
净利润同比 (%)	77.1%	43.5%	21.0%	19.4%
毛利率 (%)	68.3%	71.7%	71.4%	71.4%
ROE (%)	7.6%	10.8%	11.7%	12.2%
每股收益 (元)	1.21	1.74	2.10	2.51
P/E	33.64	29.99	24.79	20.75
P/B	2.58	3.25	2.89	2.54
EV/EBITDA	20.11	20.75	16.40	13.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9784	9762	11882	14033	营业收入	4042	4781	5692	6741
现金	5370	4913	6537	8009	营业成本	1281	1352	1630	1929
应收账款	384	429	526	614	营业税金及附加	68	72	85	101
其他应收款	42	45	57	65	销售费用	1318	1506	1793	2123
预付账款	10	15	16	20	管理费用	387	449	527	620
存货	1239	1421	1644	1986	财务费用	-67	-70	-63	-86
其他流动资产	2739	2940	3103	3338	资产减值损失	-78	-89	-79	-84
非流动资产	2848	2662	2435	2211	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	114	100	92	81	投资净收益	35	48	68	81
固定资产	1963	1824	1698	1562	营业利润	915	1309	1572	1880
无形资产	332	277	211	151	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	439	461	434	417	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	12631	12424	14317	16244	利润总额	912	1309	1572	1880
流动负债	2101	1893	2508	2818	所得税	133	191	219	263
短期借款	0	0	0	0	净利润	779	1119	1354	1617
应付账款	238	246	300	353	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	1863	1647	2208	2465	归属母公司净利润	780	1120	1355	1618
非流动负债	180	171	171	171	EBITDA	1060	1384	1653	1942
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.21	1.74	2.10	2.51
其他非流动负债	180	171	171	171					
负债合计	2281	2064	2679	2989					
少数股东权益	22	20	19	17					
股本	654	644	644	644					
资本公积	742	402	402	402					
留存收益	8933	9294	10573	12192					
归属母公司股东权	10329	10340	11619	13238					
负债和股东权益	12631	12424	14317	16244					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2145	648	1629	1399	成长能力				
净利润	779	1119	1354	1617	营业收入	5.0%	18.3%	19.1%	18.4%
折旧摊销	171	145	144	148	营业利润	60.9%	43.1%	20.1%	19.6%
财务费用	2	6	6	6	归属于母公司净利	77.1%	43.5%	21.0%	19.4%
投资损失	-35	-48	-68	-81	获利能力				
营运资金变动	1245	-632	120	-369	毛利率 (%)	68.3%	71.7%	71.4%	71.4%
其他经营现金流	-482	1810	1308	2064	净利率 (%)	19.3%	23.4%	23.8%	24.0%
投资活动现金流	590	30	77	78	ROE (%)	7.6%	10.8%	11.7%	12.2%
资本支出	-46	-43	-25	-33	ROIC (%)	7.3%	10.2%	11.1%	11.6%
长期投资	557	27	33	30	偿债能力				
其他投资现金流	78	46	68	81	资产负债率 (%)	18.1%	16.6%	18.7%	18.4%
筹资活动现金流	-438	-1136	-81	-6	净负债比率 (%)	22.0%	19.9%	23.0%	22.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.66	5.16	4.74	4.98
长期借款	0	0	0	0	速动比率	4.03	4.37	4.05	4.25
普通股增加	0	-10	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	-340	0	0	总资产周转率	0.33	0.38	0.43	0.44
其他筹资现金流	-438	-786	-81	-6	应收账款周转率	11.39	11.76	11.92	11.83
现金净增加额	2297	-458	1625	1472	应付账款周转率	5.16	5.59	5.97	5.91

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李昌幸，分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。