

2024年03月22日  
东阿阿胶(000423.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

## 业绩符合预期，“滋补国宝”持续高质量发展

### 事件：

2024年3月21日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入47.15亿元，同比增长16.66%，实现归母净利润11.51亿元，同比增长47.55%，实现扣非净利润10.83亿元，同比增长54.70%。单季度来看，2023年Q4公司实现营业收入12.87亿元，同比增长29.30%，实现归母净利润3.67亿元，同比增长37.48%，实现扣非净利润3.82亿元，同比增长54.41%。

### 业绩符合预期，盈利能力大幅提升。

业绩符合预期，参考2024年1月公告的业绩预告，2023年预计归母净利润区间为11.0-11.6亿，预计扣非净利润区间为10.3-11.0亿元，最终业绩落在预告区间偏上限。从收入拆分来看，2023年公司阿胶及系列产品实现营业收入43.64亿元，同比增长17.98%；其他药品及保健品实现营业收入1.87亿元，同比减少0.25%；毛驴养殖及销售实现营业收入0.97亿元，同比减少5.73%。随着终端价格体系的修复和费用管控能力的增加，公司盈利能力大幅提升，2023年毛利率达到70.24%，同比增加1.94pct；2023年净利率达到24.43%，同比增加5.15pct；2023年销售费用率为31.52%，同比减少1.08pct；2023年管理费用率为8.00%，同比减少1.58pct。

### 复方阿胶浆迎医保解限机遇，皇家围场有望打造第二增长曲线。

公司定位“滋补国宝”，坚持“药品+健康消费品”双轮驱动的业务模式，核心品种包括阿胶（块）、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕、阿胶速溶粉、“皇家围场1619”等。2023年底，新版国家医保目录发布，公司战略大品种复方阿胶浆的医保支付范围取消“限有重度贫血检验证据”限制，我们认为，医保支付范围解限后，复方阿胶浆的使用场景将有所增加，有望实现快速放量。2023年公司战略布局“皇家围场1619”子品牌，定位男性滋补市场，主要品种包括健脑补肾口服液、健脑补肾丸、海龙胶口服液、龟鹿二仙口服液等，产品矩阵完善，有望成为阿胶及系列产品外的第二增长曲线。

### 财务报表持续优化，现金分红比例接近100%。

公司资产负债表结构持续优化，经营性现金流持续大额净流入。2023年底公司现金储备（货币资金+交易性金融资产）达到83.37亿元，同比2022年底增加11.06亿元；2023年底公司应收账款余额只有4.39亿元，同比2022年底减少1.13亿元，相比2018年历史峰值

投资评级	<b>买入-A</b> 首次评级
6个月目标价	70.08元
股价(2024-03-21)	58.99元

### 交易数据

总市值(百万元)	37,988.19
流通市值(百万元)	37,988.19
总股本(百万股)	643.98
流通股本(百万股)	643.98
12个月价格区间	44.92/61.42元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.7	12.8	39.0
绝对收益	2.9	20.3	28.9

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

### 相关报告

的 24.07 亿大幅缩减；2023 年底公司存货金额只有 10.12 亿元，同比 2022 年底减少 2.26 亿元，相比 2017 年历史峰值的 36.07 亿元大幅缩减；2023 年公司经营性现金流净额达到 19.52 亿元，2020-2023 年四年累计经营性现金流净额达到 77.00 亿元。考虑到丰富的现金储备和充裕的经营性现金流，公司分红意愿相对较高，参考利润分配预案，2023 年度公司计划每 10 股派发现金 17.8 元（含税），现金分红总额为 11.46 亿元，现金分红比例达到 99.6%，以 2024 年 3 月 21 日收盘价计算，公司股息率高达 3.0%。

### 目 股权激励落地，业绩考核目标清晰。

2024 年 1 月，公司发布第一期股权激励计划，拟授予不超过 151.23 万股限制性股票，占公司总股本的 0.23% 左右，拟授予激励对象 185 人，其中高管 7 人，中层管理人员及核心业务（技术）骨干 178 人，业绩考核指标包括净资产收益率、归母净利润、营业利润率，2024-2026 年净资产收益率分别不低于 10.0%、10.5%、11.0% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；以 2022 年度为基数，2024-2026 年归母净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2024-2026 年营业利润率分别不低于 23.0%、23.5%、24.0%。我们认为，本次股权激励方案的落地，有利于解决国有企业所有权和经营权不对等的问题，深度绑定业务骨干和股东利益，业绩考核条件同时兼顾业绩增速和经营效率，有望持续推动公司实现高质量发展。

### 目 投资建议：

结合公司发展规划和股权激励目标，我们假设 2024 年-2026 年公司阿胶及系列产品收入增速分别为 18%、18%、18%，其他药品及保健品收入增速分别为 25%、25%、25%，毛驴养殖及销售收入增速分别为 5%、5%、5%。根据以上假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 55.56 亿元、65.50 亿元、77.26 亿元，归母净利润分别为 14.07 亿元、17.09 亿元、20.68 亿元。考虑到股权激励落地后，公司治理关系捋顺，业绩考核目标清晰，参考片仔癀、同仁堂等可比公司估值水平，给予公司 2024 年 32 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 70.08 元，给予买入-A 的投资评级。

目 风险提示：中药材价格波动风险，医保支付政策变动风险，宏观消费环境压力风险。

（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,041.8	4,715.3	5,555.7	6,549.7	7,725.5
净利润	780.0	1,150.9	1,407.4	1,709.2	2,068.0
每股收益(元)	0.84	0.93	2.19	2.65	3.21
每股净资产(元)	16.04	16.65	18.18	20.04	22.28

  

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

市盈率(倍)	70.2	63.4	27.0	22.2	18.4
市净率(倍)	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6
净利润率	19.3%	24.4%	25.3%	26.1%	26.8%
净资产收益率	7.6%	10.7%	12.0%	13.2%	14.4%
股息收益率	2.0%	0.0%	1.1%	1.3%	1.6%
ROIC	18.6%	39.4%	68.9%	88.6%	108.3%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测



## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034