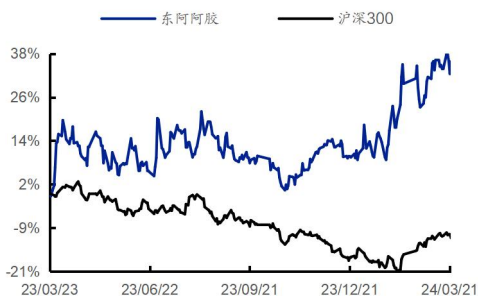


研究所:  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 沈崇皓 S0350524010005  
 shendh01@ghzq.com.cn

## 业绩快速增长，积极布局二次增长曲线 ——东阿阿胶（000423）2023 年年报点评报告

### 最近一年走势



### 相对沪深 300 表现

2024/03/22

表现	1M	3M	12M
东阿阿胶	8.2%	23.7%	37.2%
沪深 300	1.7%	6.2%	-11.4%

### 市场数据

2024/03/22

当前价格 (元)	60.48
52 周价格区间 (元)	44.52-62.00
总市值 (百万)	38,947.72
流通市值 (百万)	38,947.72
总股本 (万股)	64,397.68
流通股本 (万股)	64,397.68
日均成交额 (百万)	486.28
近一月换手 (%)	0.96

### 相关报告

- 《东阿阿胶 (000423) 2023 年三季度报点评报告: 业绩稳健增长, 积极推进新品开发 (买入)\* 中药 II\*周小刚》——2023-11-01
- 《东阿阿胶 (000423) 2023 年中报点评报告: 聚焦核心产品业务, 积极推动新品开发 (买入)\* 中药 II\*周小刚》——2023-08-28
- 《东阿阿胶 (000423.SZ) 深度报告: 品牌唤醒巩固龙头地位, 品牌焕新打造滋补平台 (买入)\* 中药 II\*周小刚》——2023-04-10
- 《东阿阿胶 (000423) 点评报告: 利润端高速增长, 公司经营持续改善 (买入)\* 中药 II\*周小刚》

### 事件:

2024 年 3 月 22 日, 东阿阿胶发布公告: 2023 年, 公司实现营业收入 47.15 亿元, 同比增长 16.66%; 归母净利润 11.51 亿元, 同比增长 47.55%; 扣非归母净利润 10.83 亿元, 同比增长 54.70%。

### 投资要点:

- **国企改革成效显著, 公司保持着强劲的增长态势** 2023 年公司实现营业收入 47.15 亿元, 同比增长 16.66%; 归母净利润 11.51 亿元, 同比增长 47.55%; 扣非归母净利润 10.83 亿元, 同比增长 54.70%。其中, 单四季度实现营业收入 12.87 亿元, 同比增长 29.30%; 归母净利润 3.67 亿元, 同比增长 37.48%; 扣非归母净利润 3.82 亿元, 同比增长 54.41%。
- **双轮驱动持续推进, 探索第二增长曲线** 2023 年公司阿胶系列产品收入 43.64 亿元, 同比增长 17.98%, 高于公司整体水平, 持续推进药品+健康消费品“双轮驱动”增长模式。推进鹿角胶、龟甲胶、海龙胶等胶类药材医理创新研究, 加快海龙胶口服液、龟鹿二仙口服液和鹿角胶等男科产品布局, 探索第二增长曲线。截至 2023 年末, 公司合同负债 8.24 亿, 较去年同期增加 2.29 亿, 合同负债持续增长。
- **经营效率持续提升, 积极分红回报股东** 2023 年公司毛利率为 70.24% (+1.94pct), 归母净利率 24.41% (+5.11pct), 其中销售费用率 31.52% (-1.09pct), 管理费用率 8.00% (-1.58pct), 研发费用率 3.67% (+0.25pct)。存货周转天数 288.79 天, 应收账款周转天数 17.06 天, 保持下降趋势, 经营管理效率持续提升。2023 年公司分红率 99.6%, 积极回报股东。
- **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司业绩增长确定性持续提升, 我们上调盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营业收入 55.99、67.19 和 81.19 亿元, 归母净利润 14.00、17.04 和 20.81 亿元, EPS 2.17、2.65 和 3.23 元, 对应 PE 估值为 27.83X、22.86X 和 18.72X。公司持续聚焦核心业务, 经营效率不断提升, 积极推动新品开发, 探索二次增长曲线, 维持“买入”评级。

——2022-11-02

- **风险提示** 核心产品市场恢复不及预期，衍生产品放量不及预期，已有客户群体流失，新消费群体拓展不及预期，国内毛驴存栏量下降导致公司原料供应紧缺。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4715	5599	6719	8119
增长率(%)	17	19	20	21
归母净利润（百万元）	1151	1400	1704	2081
增长率(%)	48	22	22	22
摊薄每股收益（元）	1.79	2.17	2.65	3.23
ROE(%)	11	12	12	13
P/E	27.55	27.83	22.86	18.72
P/B	2.96	3.23	2.83	2.46
P/S	6.74	6.96	5.80	4.80
EV/EBITDA	18.33	17.79	13.41	10.81

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：东阿阿胶盈利预测表

证券代码:	000423				股价:	60.48	投资评级:	买入	日期:	2024/03/22
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	11%	12%	12%	13%	EPS	1.79	2.17	2.65	3.23	
毛利率	70%	71%	71%	71%	BVPS	16.65	18.70	21.35	24.58	
期间费率	38%	35%	35%	35%	<b>估值</b>					
销售净利率	24%	25%	25%	26%	P/E	27.55	27.83	22.86	18.72	
<b>成长能力</b>					P/B	2.96	3.23	2.83	2.46	
收入增长率	17%	19%	20%	21%	P/S	6.74	6.96	5.80	4.80	
利润增长率	48%	22%	22%	22%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.35	0.38	0.40	0.42	营业收入	4715	5599	6719	8119	
应收账款周转率	74.86	6.43	26.91	7.36	营业成本	1403	1631	1938	2325	
存货周转率	4.66	3.28	7.66	4.76	营业税金及附加	67	85	102	122	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1486	1568	1898	2314	
资产负债率	19%	18%	18%	19%	管理费用	377	462	554	650	
流动比	4.38	4.93	4.88	4.92	财务费用	-93	-87	-92	-124	
速动比	3.94	4.19	4.54	4.39	其他费用/(-收入)	173	210	269	345	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1360	1796	2148	2623	
现金及现金等价物	8337	8514	12158	13051	营业外净收支	3	3	4	4	
应收款项	439	870	250	1104	利润总额	1363	1799	2151	2627	
存货净额	1012	1706	878	1706	所得税费用	211	385	430	525	
其他流动资产	749	977	1164	1362	净利润	1152	1414	1721	2102	
<b>流动资产合计</b>	<b>10537</b>	<b>12068</b>	<b>14448</b>	<b>17223</b>	少数股东损益	1	14	17	21	
固定资产	1837	1700	1565	1430	归属于母公司净利润	1151	1400	1704	2081	
在建工程	4	5	6	7	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	854	838	827	828	经营活动现金流	1953	237	3610	849	
长期股权投资	74	74	74	74	净利润	1151	1400	1704	2081	
<b>资产总计</b>	<b>13306</b>	<b>14685</b>	<b>16921</b>	<b>19563</b>	少数股东损益	1	14	17	21	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	164	170	169	171	
应付款项	275	318	396	456	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	1	1	1	1	营运资金变动	681	-1315	1778	-1341	
其他流动负债	2131	2127	2564	3044	投资活动现金流	-718	115	183	245	
<b>流动负债合计</b>	<b>2407</b>	<b>2446</b>	<b>2961</b>	<b>3501</b>	资本支出	-47	-45	-45	-52	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-727	76	127	175	
其他长期负债	159	159	159	159	其他	55	84	101	122	
<b>长期负债合计</b>	<b>159</b>	<b>159</b>	<b>159</b>	<b>159</b>	筹资活动现金流	-779	-74	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>2566</b>	<b>2605</b>	<b>3120</b>	<b>3660</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	644	644	644	644	权益融资	0	-74	0	0	
股东权益	10741	12080	13801	15902	其它	-779	0	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13306</b>	<b>14685</b>	<b>16921</b>	<b>19563</b>	现金净增加额	456	278	3793	1093	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

郭磊，研究助理，南开大学硕士，2023年加入国海证券医药组。

## 【分析师承诺】

周小刚，沈崇皓，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不

保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。