

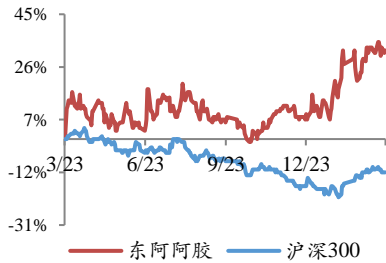
营收利润双增长，领衔产业链高质量发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-26

收盘价(元)	59.91
近12个月最高/最低(元)	61.42/44.92
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)	386
流通市值(亿元)	386

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

- 【华安医药】公司点评东阿阿胶：四季度利润增长亮眼，销售旺季带动产品进一步放量 2024-01-30
- 【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

主要观点：

事件

公司发布年报，2023年实现营收47.15亿元，同比+16.66%；实现归母净利润11.51亿元，同比+47.55%，扣非归母净利润10.83亿元，同比+54.70%。

事件点评

● 营收利润双增长，毛利率进一步提升

持续打造滋补行业引领品牌，23年利润端增速亮眼。2023年公司实现营收47.15亿元，同比+16.66%；实现归母净利润11.51亿元，同比+47.55%，扣非归母净利润10.83亿元，同比+54.70%。其中，公司阿胶系列产品实现营收43.64亿元，同比+17.98%，板块毛利率为72.37%，同比+1.71pct。核心产品复方阿胶浆在大品种战略的推动下，收入增长超过40%；桃花姬以代言人为杠杆，深耕数字化，收入同比+46%。

四季度营收端和利润端持续高增速。四季度为公司传统销售旺季，23年四季度也保持了良好的增势。2023Q4公司实现营业收入12.87亿元，同比+29.30%；实现归母净利润3.67亿元，同比+37.48%；实现扣非归母净利润3.82亿元，同比+54.41%。

毛利率持续提升，成本控制与效率提高。2023年公司毛利率为72.31%，同比+1.93pct。期间费用率为37.56%，同比-2.96pct；其中销售费用率为31.52%，同比-1.08pct；管理费用率为8.00%，同比-1.58pct；财务费用率为-1.96%，同比-0.30pct；整体而言，公司有效控制了各项费用，在成本管理方面实现了提升。

● 股权激励计划落地，助力长期稳健发展

发布第一期股权激励计划，利于公司业绩稳步增长。2024年1月3日，公司发布第一期限制性股票激励计划(草案)，拟授予不超过151.23万股限制性股票，占公司股本总额的0.23%，授予对象共有185名员工，包括高管7人，中层管理人员及核心业务(技术)骨干178人。激励计划限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起24个月、36个月、48个月。对于解除限售条件，激励考核要求以2022年为基准，2024-2026年净利润复合增速均不低于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年净资产收益率分别不低于10%、10.5%、11%，营业利润率分别不低于23%、23.5%、24%。此外，对个人绩效也有相应考核要求。此次股权激励计划覆盖了广泛的员工群体，将管理层和业务骨干与公司及股东的利益紧密联系起来，以更有效地激发团队的积极性和凝聚力，为公司发展提供有力支持。

● 守正传承东阿故事，创新驱动高质量发展

加大研发投入，积极打造品牌。2023年公司研发费用率为3.67%，同

比+0.26pct。公司系统布局“一中心三高地”研发体系，正在进行多个重要研发项目，包括复方阿胶浆改良型新药、中药大品种培育以及新产品开发。同时，公司积极推进阿胶文化国际化，发展美食、研学、理疗一体化养生业态，举办“中华医圣故里行”活动，参与第九届尼山世界文明论坛，用“滋补国宝”讲好阿胶故事、讲好东阿故事、讲好中医药故事。

引领胶类产业链新发展，多方措施并举。一方面，公司聚焦原料保供，增强产业链供应链韧性和安全水平，加快“智改数转”，推进“两化融合”，持续争创国家5A级景区。另一方面，公司战略布局“皇家围场1619”子品牌，持续推进鹿角胶、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。

● 投资建议

我们调整了此前盈利预测，根据公司最新披露23年年度报告数据显示，公司主业业绩稳步增长，产品持续放量维持高速增长，因此略微上调了公司24-25年的盈利预测，我们预计公司2024-2026年收入分别为56.95/68.53/82.33亿元（24-25年原预测值为56.92/67.41亿元），分别同比增长20.8%/20.3%/20.1%，归母净利润分别为14.23/17.23/20.77亿元（24-25年原预测值为13.55/16.18亿元），分别同比增长23.6%/21.1%/20.6%，对应估值为27X/22X/19X。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；产品推广不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4715	5695	6853	8233
收入同比 (%)	16.7%	20.8%	20.3%	20.1%
归属母公司净利润	1151	1423	1723	2077
净利润同比 (%)	47.5%	23.6%	21.1%	20.6%
毛利率 (%)	70.2%	70.0%	70.6%	70.8%
ROE (%)	10.7%	11.8%	12.5%	13.1%
每股收益 (元)	1.79	2.21	2.67	3.23
P/E	27.55	27.12	22.40	18.58
P/B	2.96	3.20	2.80	2.43
EV/EBITDA	18.33	18.23	14.26	11.13

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10537	12582	15048	17991	营业收入	4715	5695	6853	8233
现金	5826	7019	9136	11270	营业成本	1403	1711	2015	2408
应收账款	63	308	231	362	营业税金及附加	67	74	96	124
其他应收款	75	75	99	114	销售费用	1486	1765	2159	2594
预付账款	11	13	15	19	管理费用	377	456	548	659
存货	1012	1444	1577	1959	财务费用	-93	-78	-94	-124
其他流动资产	3551	3722	3989	4268	资产减值损失	-30	-47	-37	-42
非流动资产	2769	2555	2350	2140	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	74	53	23	0	投资净收益	44	63	69	74
固定资产	1837	1718	1593	1469	营业利润	1360	1674	2025	2441
无形资产	323	279	253	218	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	535	504	480	453	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	13306	15137	17398	20130	利润总额	1363	1674	2025	2441
流动负债	2407	2891	3430	4088	所得税	211	251	304	366
短期借款	0	0	0	0	净利润	1152	1423	1721	2075
应付账款	275	327	390	463	少数股东损益	1	0	-2	-2
其他流动负债	2132	2564	3041	3625	归属母公司净利润	1151	1423	1723	2077
非流动负债	159	159	159	159	EBITDA	1418	1734	2069	2458
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.79	2.21	2.67	3.23
其他非流动负债	159	159	159	159					
负债合计	2566	3049	3589	4247					
少数股东权益	22	22	20	18					
股本	644	644	644	644					
资本公积	402	402	402	402					
留存收益	9673	11020	12742	14819					
归属母公司股东权益	10719	12066	13788	15865					
负债和股东权益	13306	15137	17398	20130					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1953	1170	2015	2028	成长能力				
净利润	1152	1423	1721	2075	营业收入	16.7%	20.8%	20.3%	20.1%
折旧摊销	164	138	138	140	营业利润	48.7%	23.0%	21.0%	20.6%
财务费用	1	4	4	4	归属于母公司净利	47.5%	23.6%	21.1%	20.6%
投资损失	-44	-63	-69	-74	获利能力				
营运资金变动	681	-367	191	-151	毛利率 (%)	70.2%	70.0%	70.6%	70.8%
其他经营现金流	470	1826	1560	2260	净利率 (%)	24.4%	25.0%	25.1%	25.2%
投资活动现金流	-718	103	106	110	ROE (%)	10.7%	11.8%	12.5%	13.1%
资本支出	-47	-4	-10	-8	ROIC (%)	9.8%	11.2%	11.8%	12.4%
长期投资	-727	44	47	43	偿债能力				
其他投资现金流	55	63	69	74	资产负债率 (%)	19.3%	20.1%	20.6%	21.1%
筹资活动现金流	-779	-80	-4	-4	净负债比率 (%)	23.9%	25.2%	26.0%	26.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.38	4.35	4.39	4.40
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.94	3.84	3.92	3.91
普通股增加	-10	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-340	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.40	0.42	0.44
其他筹资现金流	-429	-80	-4	-4	应收账款周转率	21.10	30.66	25.39	27.75
现金净增加额	456	1194	2117	2134	应付账款周转率	5.47	5.69	5.62	5.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.79	2.21	2.67	3.23
					每股经营现金流(薄)	3.03	1.82	3.13	3.15
					每股净资产	16.65	18.74	21.41	24.64
					估值比率				
					P/E	27.55	27.12	22.40	18.58
					P/B	2.96	3.20	2.80	2.43
					EV/EBITDA	18.33	18.23	14.26	11.13

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，研究所所长助理、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。