

东阿阿胶

彭博: 000423 CH

星展证券

请阅读报告末尾信息披露与重要声明

2024年03月28日

强于大市

收盘价 (2024年03月27日): RMB60.52 (CSI300: 3,502)

证券分析师

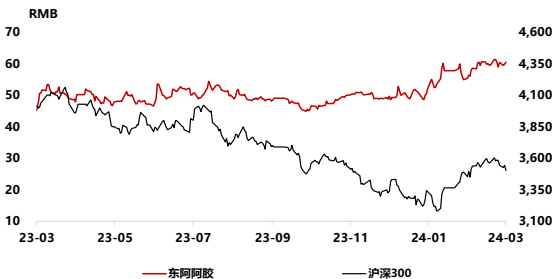
张海涛 Phoenix Zhang

phoenix.zhang@dbssecurities.com.cn +86 21 38562895

SAC 执业登记编号: S1800521070003

SFC CE Ref: BRS733

股价表现



盈利预测及估值

FY Dec (百万元)	2023A	2024F	2025F	2026F
营业收入	4,715	5,296	5,972	6,744
EBITDA	1,413	1,568	1,763	1,958
税前利润	1,363	1,516	1,715	1,912
净利润	1,151	1,288	1,456	1,624
归母净利润 (核心净利润)	1,151	1,288	1,456	1,624
归母净利润增长率 (%)	47.5	11.9	13.1	11.5
每股收益 (元)	1.79	2.00	2.26	2.52
每股收益增长率 (%)	49.9	11.9	13.1	11.5
稀释每股收益 (元)	1.79	2.00	2.26	2.52
每股股利 (元)	1.7	1.8	1.9	2.0
每股账面价值 (元)	16.6	16.8	17.2	17.7
市盈率 (倍)	33.9	30.3	26.8	24.0
市现率 (倍)	27.5	30.4	27.4	24.6
股价与自由现金流比率 (倍)	18.8	65.3	25.6	33.2
EV/EBITDA (倍)	16.7	19.9	17.5	15.7
净股息收益率 (%)	2.8	3.0	3.1	3.3
市净率 (倍)	3.6	3.6	3.5	3.4
净负债权益比 (倍)	CASH	CASH	CASH	CASH
ROAE (%)	10.94	11.94	13.28	14.44

EPS 一致预期 (元) 2.14 2.59 3.05

其他券商推荐 B: 17 S: 0 H: 1

此页所有数据来源: 公司公告、星展证券、彭博

业绩略超预期, 双轮驱动打造顶流健康品牌

投资新要点

公司发布2023年年度报告。2023年实现营业收入47.2亿元, 同比增长16.7%, 实现归母净利润11.5亿元, 同比增长47.6%。Q4实现营业收入12.9亿元, 同比增长29.3%, 实现归母净利润3.7亿元, 同比增长37.5%, 略超出我们之前的预期, 我们认为公司发展已经重回正轨。

持续提升大单品打造能力。公司对于东阿阿胶块, 通过一系列变革推动渠道瘦身健体; 同时, 费用更多侧重药店, 政策更多基于终端动销, 未来将继续保持品类龙头地位, 打造资源型单品。对于复方阿胶浆, 基于其自身产品属性, 围绕大品种战略, 持续拓宽渠道布局, 2023年增量超过40%, 继续保持OTC补气补血品类领导地位。对于桃花姬阿胶糕, 基于大快消新打法, 保持品类第一。

重点培育包括阿胶粉及“皇家围场 1619”在内的新产品。公司阿胶粉相较阿胶块而言更多针对年轻群体, 以国潮时尚和数字化等方式, 围绕线上线下互动整合的思路, 实现阿胶粉高速增长。公司将系统构建“皇家围场 1619”旗下品类规划, 以优质产品满足中国男性滋补保健需求。目前, “皇家围场 1619”旗下产品包括健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液以及海龙胶口服液等, 产品力强, 功效显著。

估值

我们预计公司2024-2026年营收为53.0亿元、59.7亿元及67.4亿元; 同时, 预计公司2024-2026年归母净利润为12.9亿元、14.6亿元及16.2亿元, 当前股价对应24年PE为30倍, 维持“强于大市”评级。

风险提示

原材料价格波动风险, 政策变化风险, 市场拓展不及预期的风险

提要

已发行股本 (百万股)	644
市值 (百万元)	38,974
主要股东 (%)	
华润东阿阿胶有限公司	23.50
香港中央结算公司	11.32
华润医药投资有限公司	9.00
全球行业分类标准: 医疗保健 / 制药与生物科技	

东阿阿胶

损益表 (百万元)

FY Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
营收	4,042	4,715	5,296	5,972	6,744
销货成本	(1,281)	(1,403)	(1,374)	(1,567)	(1,786)
毛利润	2,761	3,312	3,922	4,405	4,958
其他经营 (支出) / 营收	(1,911)	(2,104)	(2,542)	(2,802)	(3,154)
经营利润	850	1,208	1,380	1,603	1,804
其他非经营 (支出) / 营收	32	70	69	46	35
对联营企业和合营企业的投资收益	(37)	(9)	(17)	(21)	(16)
净利息 (支出) / 营收	67	93	85	86	89
股息营收	0	0	0	0	0
额外收益 / (损失)	0	0	0	0	0
税前利润	912	1,363	1,516	1,715	1,912
所得税费用	(133)	(211)	(227)	(257)	(287)
少数股东损益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
优先股利	0	0	0	0	0
净利润	780	1,151	1,288	1,456	1,624
归母净利润	780	1,151	1,288	1,456	1,624
EBITDA	995	1,413	1,568	1,763	1,958
增长率					
营收增长率 (%)	5.0	16.7	12.3	12.8	12.9
EBITDA 增长率 (%)	43.3	42.1	10.9	12.5	11.1
经营利润增长率 (%)	5.4	42.2	14.2	16.2	12.5
净利润增长率 (%)	77.1	47.5	11.9	13.1	11.5
利润率与比率					
毛利率 (%)	68.3	70.2	74.0	73.8	73.5
经营利润率 (%)	21.0	25.6	26.1	26.8	26.7
净利润率 (%)	19.3	24.4	24.3	24.4	24.1
ROAE (%)	7.7	10.9	11.9	13.3	14.4
ROA (%)	6.4	8.9	9.7	10.9	11.7
ROCE (%)	7.0	9.5	10.7	12.2	13.4
分红率 (%)	98.8	95.1	90.0	84.0	79.3
净利息覆盖率 (倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 公司公告、星展证券

东阿阿胶

资产负债表 (百万元)

FY Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
净固定资产	1,963	1,837	1,723	1,609	1,495
对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
其他长期资产	885	932	866	858	848
现金和短期投资	7,231	8,337	7,860	8,298	8,318
存货	1,239	1,012	1,100	1,332	1,786
应收账款	551	439	709	677	834
其他流动资产	763	749	863	874	934
资产总计	12,631	13,306	13,121	13,648	14,214
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	238	1,077	760	825	1,135
其他流动负债	1,863	1,330	1,311	1,546	1,467
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	180	159	179	173	170
股本	10,329	10,719	10,848	11,080	11,416
少数股权	22	22	23	24	25
权益和负债总计	12,631	13,306	13,121	13,648	14,214
非现金营运资金	452	(207)	600	512	951
净现金/ (债务)	7,231	8,337	7,860	8,298	8,318
应收账款周转率 (天)	39.6	38.3	39.5	42.4	40.9
应付账款周转率 (天)	151.7	190.5	270.8	201.9	216.6
存货周转率 (天)	465.4	326.1	311.3	309.8	344.5
资产周转率 (倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
流动比率 (倍)	4.7	4.4	5.1	4.7	4.6
速动比率 (倍)	3.7	3.6	4.1	3.8	3.5

资料来源: 公司公告、星展证券

东阿阿胶

现金流量表 (百万元)

FY Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
税前利润	912	1,363	1,516	1,715	1,912
折旧与摊销	150	143	136	135	135
已付所得税	(133)	(211)	(227)	(257)	(287)
对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
出售固定资产产生现金流	(35)	(44)	(44)	(44)	(44)
营运资金变化	937	539	(684)	98	(408)
其他经营活动产生现金流量	314	163	(99)	(126)	(135)
经营活动所得现金净额	2,145	1,953	599	1,520	1,173
净资本支出	101	125	(2)	1	0
其他投资	35	44	44	44	44
对联营企业和合营企业的投资	0	0	0	0	0
来自联营企业和合营企业股息	0	0	0	0	0
其他投资活动产生现金流量	453	(887)	280	(153)	83
投资活动所用现金净额	590	(718)	322	(108)	127
已付股息	(770)	(1,095)	(1,159)	(1,224)	(1,288)
总债务变化	0	0	0	0	0
发行股票所得款项	0	(10)	0	0	0
其他融资活动产生现金流量	(438)	(769)	(1,072)	(1,136)	(1,199)
融资活动所得现金净额	(1,208)	(1,874)	(2,231)	(2,360)	(2,487)
汇率差异的影响	0	0	0	0	0
现金净增加	1,526	(638)	(1,311)	(948)	(1,187)
每股经营现金流 (元)	1.85	2.20	1.99	2.21	2.46
每股自由现金流 (元)	3.43	3.23	0.93	2.36	1.82

资料来源：公司公告、星展证券

东阿阿胶

星展证券的推荐评级基于相对收益评级系统，定义如下：

公司评级

强于大市：预期未来 12 个月内总收益*表现相对于同期基准指数涨幅 10%以上

中性：预期未来 12 个月内总收益表现相对于同期基准指数变动幅度介于-10%~10%之间

弱于大市：预期未来 12 个月内总收益表现相对于同期基准指数跌幅 10%以上

行业评级

强于大市：预期未来 12 个月内表现优于同期基准指数

中性：预期未来 12 个月内表现与同期基准指数基本持平

弱于大市：预期未来 12 个月内表现弱于同期基准指数

评级说明：投资评级基于报告发布日后 12 个月内公司股价或行业指数相对同期基准指数的表现

其中 A 股市场以沪深 300 为基准，港股市场以恒生指数为基准，美股市场以纳斯达克综合指数为基准，新加坡市场以海峡时报指数为基准

*股价升值+股息

自 2022 年 6 月 30 日起由绝对收益评级系统切换至相对收益评级系统。

除非另行标注，否则所有表格及图表均来自于星展证券。

一般披露/免责声明

该报告由星展证券（中国）有限公司（“星展证券”）（已获得中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作。该报告仅供星展证券、星展银行有限公司（“星展银行新加坡”）、星展银行（香港）有限公司（“星展银行香港”）、星展唯高达（新加坡）私人有限公司（简称“星展唯高达新加坡”）、星展唯高达（香港）有限公司（简称“星展唯高达香港”）及各自关联公司及附属公司客户使用。星展证券不会仅因接收人仅收到本研究报告而视其为客户。任何人不得擅自（1）以任何形式或方法抄袭、影印或是复制本研究报告的内容；或（2）在未经星展证券事先书面同意的情况下转发给任何其他人。

本研究报告中的信息均来源于公认可靠的已公开资料，但星展证券（连同星展银行新加坡、星展银行香港、星展唯高达新加坡及星展唯高达香港及各自关联公司、附属公司、董事、高级管理人员、员工和/或代理（统称“星展集团”））对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在不作事先通知的情况下，本研究报告所述观点可能会在日后不时调整。本研究报告用于统一发行目的。本研究报告所含任何推荐并未考虑到特定获取本研究报告人员的投资目标、财务状况或特别要求。本研究报告仅供投资者参考，不得取代投资者独立作出投资决策，投资者应自行获取独立的法律、金融、税务、投资等建议。星展集团不承担任何因使用、依赖本研究报告或针对本报告所进行的进一步沟通而引起的直接、间接和/或相应的损失（包括索赔利益损失）。本研究报告不得被视为任何证券的出售要约或购买要约邀请。星展集团和其附属公司以及/或在上述机构工作的人员有时会与该报告中提及的证券有利益关系。星展集团可能持有并交易本研究报告提及的证券，并有可能为上述公司提供或寻求为上述公司提供经纪服务、投资银行服务以及其他等金融服务。

本研究报告所载的任何估值、观点、估算、预测、评级或风险评估仅为本研究报告出具日的判断，星展证券不能保证未来的结果或者事件与该等估值、观点、估算、预测、评级或风险评估一致。该报告中的信息如有变化，概不通知，且星展证券并不能保证该等信息的准确性。本研究报告中提及的资料可能是不完全的或被精简的，并且可能不包含关于某一公司（或某些公司）的所有重大信息。星展集团没有义务对本研究报告中的信息进行更新。

本研究报告未经中国、新加坡或其他国家或地区的监管部门授权或审核，并且没有为任何发行人定期按时更新研究报告的计划。

该报告中的估值、观点、估算、预测、评级或风险评估基于某些估算和假设，因此本质上受制于重大不确定事项以及偶然因素。做出报告中的估值、观点、估算、预测、评级或风险评估所基于的一个或多个假设可能不会实现或者与实际结果相差甚远，因此不应依赖于该报告所包括的估值、观点、预计、预测、评级或风险评估，并不应将其作为星展集团（和/或任何与上述实体相关的个人）的如下陈述和/或保证：

1. 该估值、观点、预计、预测、评级或风险评估或其潜在的假设将实现，及
2. 保证未来结果或事件与所提及的估值、观点、预计、预测、评级或风险评估相一致。

如想了解估值方法及与报告所涉及的公司格目标价相关的假设，请与本研究报告第一作者联系。

本研究报告中作出关于大宗商品的假设，仅以对上述某一公司（或某些公司）作出预测为目的，不得被视为对本研究报告提及的大宗商品实物交易或期货交易合同的推荐。

东阿阿胶**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职业资格并注册为分析师，以勤勉的职业态度，独立客观地出具本研究报告，本研究报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本研究报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

无论是对研究报告的整体还是部分负主要责任的分析师保证其关联方¹不担任本研究报告所提及发行人或首次公开发行股票并上市申请人的董事、监事或高级管理人员（包括房地产投资基金的管理公司董事、监事和高级人员，而对其他实体，则指证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人内部负责管理证券发行或首次公开发行股票并上市申请的董事、监事和高级管理人员或具相同工作性质的人员）。对研究报告内容负主要责任的分析师及其关联方与本研究报告提及的发行人或首次公开发行股票并上市申请人没有任何经济利益²联系。星展集团以设立相关程序以消除、避免或处理与研究报告相关或因此产生的潜在利益冲突。负责该研究报告的分析师团队与星展集团投资银行部门是分开独立运作的。星展集团拥有相关程序确保研究部门与投资银行部门各自的机密信息得到妥善处理。该分析师团队所获来自星展集团的报酬与星展集团投资银行部门具体业务没有直接联系。

公司相关披露/法定披露

- 截至 2024 年 3 月 25 日，星展证券、星展银行新加坡、星展银行香港、星展唯高达新加坡及其子公司和/或其他关联公司未持有本研究报告推荐的证券。
- 星展证券或星展银行新加坡或星展银行香港并非报告中提及的发行人或公司的证券做市商。
- 先前投资推荐的披露**

星展证券、星展银行、星展唯高达新加坡、星展银行香港、其子公司和/或星展唯高达美国的关联公司可能在之前 12 个月的时间内对本研究报告推荐的同一证券/投资工具发表过不同的投资建议。请联系相关报告首页内列出的首席分析员了解之前 12 个月星展证券、星展银行、星展银行香港、星展唯高达新加坡、其子公司和/或星展唯高达美国的关联公司发表过的投资建议。

星展证券（中国）有限公司

上海市黄浦区中山东二路 600 号 1 幢 29 层 01、02、03、04、05、06、07 单元电话：86-21-38562888，传真 86-21-63151070

¹ 关联方指分析师的配偶、子女、父母。

² 经济利益指任何通常为人所知的财务权益，例如对证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人的证券进行了投资，或证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人与公司或分析员之间存在财务通融安排。但不包括根据正常交易关系而作出的商业贷款，或对任何投资了证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人的证券的集体投资计划的投资。