

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

东阿阿胶（000423.SZ）

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号：S1500523080002
联系电话：19328759065
邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师
执业编号：S1500523050001
联系电话：15821927090
邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

Q1 利润增长亮眼，深化双轮驱动增长模式

2024年04月12日

事件：东阿阿胶发布2024年Q1业绩预报，公司预计2024Q1实现归母净利润3.34-3.57亿元，同比增长45-55%，预计实现扣非归母净利润3.09-3.32亿元，同比增长46-56%。

点评：

- **Q1 业绩表现亮眼。**据公司公告，公司预计2024Q1实现归母净利润3.34-3.57亿元，同比增长45-55%，预计实现扣非归母净利润3.09-3.32亿元，同比增长46-56%，利润增长亮眼。未来，东阿阿胶将始终坚持以消费者为中心，深度践行“双轮驱动”业务增长模式，持续深化“滋补国宝东阿阿胶”品牌认知，扎实拓深基石业务，积极拓展潜力产品，统筹培育外延品种。我们看好公司业绩增长潜力。
- **2023 年主营阿胶系列产品增长亮眼。**据公司2023年年报，公司系滋补类中药龙头企业，曾参与《中华人民共和国药典》胶类中药标准的历次修订，在阿胶领域有标准制定优势。主营为阿胶系列产品，包括阿胶、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕等产品。2023年公司阿胶系列产品营收43.63亿元（同比+17.98%），占公司总营收92.55%，阿胶系列产品毛利率为72.37%，略高于公司总体毛利率70.24%，系推动公司营收增长和公司盈利的主要力量。Q1利润端表现亮眼，我们看好24年阿胶系列产品营收增长。
- **药品+健康消费品“双轮驱动”业务模式，核心产品持续赋能。**据公司公告，2024年，公司将围绕“增长·质量”发展主题，坚定“滋补国宝东阿阿胶”顶流品牌地位，赋予品牌温度、巩固品牌高度，持续推进品牌焕新升级；全面建立药品+健康消费品“双轮驱动”增长模式，立足数字化营销与整合营销，高势能构筑品牌壁垒，继续夯实东阿阿胶块价值引领、全产业链打造复方阿胶浆大品种、拓展“桃花姬”即食养颜第一品牌；进一步明晰“皇家围场1619”男士滋补品牌定位，立体传递品牌价值，推动终端营销增量；系统布局“一中心三高地”研发体系，技术创新驱动业务增长，经营业绩稳步提升。
- **盈利预测：**我们预计东阿阿胶2024-2026年营收分别为56.50/64.46/74.30亿元，归母净利润分别为14.47/16.79/19.52亿元，对应PE分别为29/25/22X。
- **风险因素：**驴皮供应风险、政策风险、市场竞争风险、消费需求多元公司面临产品矩阵扩容压力。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,042	4,715	5,650	6,446	7,430
增长率 YoY%	5.0%	16.7%	19.8%	14.1%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	780	1,151	1,447	1,679	1,952
增长率 YoY%	77.1%	47.5%	25.8%	16.0%	16.3%
毛利率%	68.3%	70.2%	70.4%	70.5%	70.5%
净资产收益率 ROE%	7.6%	10.7%	12.3%	12.9%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	1.21	1.79	2.25	2.61	3.03
市盈率 P/E(倍)	33.60	27.60	29.13	25.11	21.60
市净率 P/B(倍)	2.54	2.96	3.58	3.24	2.92

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 04 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	9,784	10,537	12,102	13,891	15,934	
货币资金	5,370	5,826	6,820	8,316	9,873	
应收票据	167	376	464	530	611	
应收账款	384	63	77	87	101	
预付账款	10	11	13	15	17	
存货	1,239	1,012	1,374	1,469	1,746	
其他	2,614	3,250	3,352	3,474	3,587	
非流动资产	2,848	2,769	2,645	2,528	2,407	
长期股权投资	114	74	74	74	74	
固定资产(合计)	1,963	1,837	1,708	1,584	1,456	
无形资产	332	323	337	351	365	
其他	439	535	526	519	512	
资产总计	12,631	13,306	14,747	16,419	18,341	
流动负债	2,101	2,407	2,797	3,237	3,703	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	238	275	319	368	421	
其他	1,863	2,132	2,477	2,868	3,281	
非流动负债	180	159	159	159	159	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	180	159	159	159	159	
负债合计	2,281	2,566	2,956	3,396	3,862	
少数股东权益	22	22	23	24	26	
归属母公司股东权益	10,329	10,719	11,769	13,000	14,454	
负债和股东权益	12,631	13,306	14,747	16,419	18,341	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,042	4,715	5,650	6,446	7,430	
同比(%)	5.0%	16.7%	19.8%	14.1%	15.3%	
归属母公司净利润	780	1,151	1,447	1,679	1,952	
同比(%)	77.1%	47.5%	25.8%	16.0%	16.3%	
毛利率(%)	68.3%	70.2%	70.4%	70.5%	70.5%	
ROE(%)	7.6%	10.7%	12.3%	12.9%	13.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.21	1.79	2.25	2.61	3.03	
P/E	33.60	27.60	29.13	25.11	21.60	
P/B	2.54	2.96	3.58	3.24	2.92	
EV/EBITDA	20.88	18.94	21.43	18.09	15.06	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,042	4,715	5,650	6,446	7,430	
营业成本	1,281	1,403	1,672	1,904	2,191	
营业税金及附加	68	67	85	97	111	
销售费用	1,318	1,486	1,780	2,030	2,340	
管理费用	387	377	452	516	594	
研发费用	138	173	141	161	186	
财务费用	-67	-93	-158	-189	-227	
减值损失合计	-78	-30	-62	-50	-50	
投资净收益	35	44	57	64	74	
其他	41	46	40	45	52	
营业利润	915	1,360	1,712	1,987	2,310	
营业外收支	-3	3	2	2	2	
利润总额	912	1,363	1,714	1,989	2,312	
所得税	133	211	266	308	358	
净利润	779	1,152	1,449	1,680	1,954	
少数股东损益	-1	1	1	1	2	
归属母公司净利润	780	1,151	1,447	1,679	1,952	
EBITDA	1,021	1,372	1,651	1,874	2,148	
EPS(当年)(元)	1.21	1.79	2.25	2.61	3.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2,145	1,953	1,491	2,034	2,134	
净利润	779	1,152	1,449	1,680	1,954	
折旧摊销	171	164	131	136	141	
财务费用	2	1	0	0	0	
投资损失	-35	-44	-57	-64	-74	
营运资金变动	1,245	681	-81	246	80	
其它	-17	0	49	35	33	
投资活动现金流	590	-718	-96	-89	-77	
资本支出	-46	-47	-57	-55	-53	
长期投资	557	-727	-100	-100	-100	
其他	78	55	61	66	76	
筹资活动现金流	-438	-779	-400	-450	-500	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-419	-759	-400	-450	-500	
现金净增加额	2,297	456	995	1,495	1,557	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类产品客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。