

东阿阿胶 (000423.SZ)

持有 (维持评级)

一季度继续高增速，首次启动中期分红

投资要点:

一、一季度业绩持续高增速，费用率优化

24年Q1: 公司实现收入14.5亿, 同比增长36%; 归母净利润3.5亿, 同比增长53%; 扣非归母净利润3.3亿元, 同比增长55%。

费用端: 24年Q1销售费用率38.86% (-0.97pct)、管理费用率4.59% (-1.25pct)、财务费用率-2.26% (+0.2pct)和研发费用率2.7% (+0.64pct)。

二、打造滋补品行业龙头，构建“药品+健康消费品”双轮驱动

打造滋补品行业龙头，构建“药品+健康消费品”双轮驱动。1.阿胶块: 立足阿胶块“滋补国宝”品牌定位，提升品牌势能；聚焦核心资源，渠道精简瘦身，提升客户粘性，促进终端纯销持续增量。2.复方阿胶浆: 阿胶浆实现学术与营销相互赋能，打造OTC补气补血品类领导地位。公司积极进行高水平循证证据打造，拓展新适应症。立足医保解除限制，把握院外零售市场的同时积极开拓院内市场。3.健康消费品: 公司目前以桃花姬为核心，打造阿胶糕第一品牌。桃花姬消费人群定位年轻化，线上线下打造多元渠道销售，用快消品的思路由区域产品走向全国。公司通过探索“阿胶+”和“+阿胶”业务模式打造第二增长曲线。4.构建“皇家围场1619”男士滋补产品矩阵，立足学术研究支持，新产品放量潜力充足。基药预期与医保解禁利好公司未来发展。

三、首次启动中期分红

24年计划史上首次中期分红。自上市以来，公司共计25次分红，累计分红总额77.32亿元，平均分红比例高达64.38%。23年分红总额首次突破十亿元。2023年度利润分配预案为：以2023年末总股本643,976,824股为基数，向全体股东每10股派发现金17.8元(含税)，现金分红总额为11.46亿元。派发现金红利占2023年度归母净利润的99.6%。

四、股权激励驱动明确

公司股权激励已落地，2024-2026年归母净利增速基于2022年复合增速不低于20%，ROE分别不低于10%/10.5%/11%，营业利润率分别不低于23%/23.5%/24%；

五、盈利预测与投资建议

我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为55.23/64.94/76.09亿元，收入增速为17%/18%/17%。2024/2025/2026年归母净利润分别为13.90/16.73/19.68亿元，增速为21%/20%/18%。我们看好公司产品的品牌势能与推广能力，给予公司2024年35PE，市值为486.63亿，目标价格为75.56元，维持“持有”评级。

六、风险提示

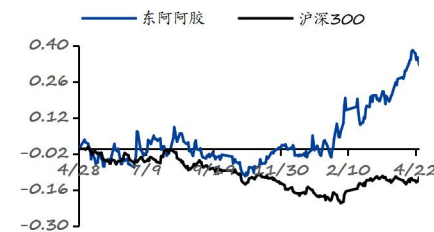
产品价格波动风险，阿胶系列产品市场竞争风险；渠道开拓不及预期风险；原材料驴皮等价格波动风险

当前价格: 66.60元
目标价格: 75.56元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	643.98/643.98
流通A股市值(百万元)	42,888.86
每股净资产(元)	17.08
资产负债率(%)	17.78
一年内最高/最低价(元)	70.80/44.52

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师: 张俊(S0210524040002)
zj30486@hfzq.com.cn
联系人: 万喆瑞(S0210123050066)
wzr30132@hfzq.com.cn

相关报告

1、东阿阿胶(000423.SZ): 滋补品龙头，打造第二增长曲线——2024.04.20

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,042	4,715	5,523	6,494	7,609
增长率	5%	17%	17%	18%	17%
净利润(百万元)	780	1,151	1,390	1,673	1,968
增长率	77%	48%	21%	20%	18%
EPS(元/股)	1.21	1.79	2.16	2.60	3.06
市盈率(P/E)	55.0	37.3	30.8	25.6	21.8
市净率(P/B)	4.2	4.0	3.9	3.6	3.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,826	5,826	6,804	7,975	营业收入	4,715	5,523	6,494	7,609
应收票据及账款	439	643	739	852	营业成本	1,403	1,634	1,913	2,234
预付账款	11	16	16	19	税金及附加	67	79	58	76
存货	1,012	972	1,069	1,166	销售费用	1,486	1,712	2,007	2,344
合同资产	0	0	0	0	管理费用	377	441	516	603
其他流动资产	3,250	3,376	3,541	3,708	研发费用	173	204	244	289
流动资产合计	10,537	10,833	12,168	13,720	财务费用	-93	-146	-158	-185
长期股权投资	74	74	74	74	信用减值损失	14	0	13	9
固定资产	1,837	1,769	1,709	1,658	资产减值损失	-30	-30	-30	-30
在建工程	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	-1	-2	-1
无形资产	323	268	215	180	投资收益	44	48	42	45
商誉	1	1	1	1	其他收益	21	21	20	30
其他非流动资产	530	527	523	522	营业利润	1,360	1,646	1,968	2,306
非流动资产合计	2,769	2,642	2,527	2,438	营业外收入	12	9	20	30
资产合计	13,306	13,476	14,695	16,158	营业外支出	9	9	7	5
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,363	1,646	1,981	2,331
应付票据及账款	275	280	350	411	所得税	211	254	307	361
预收款项	1	1	1	1	净利润	1,152	1,392	1,674	1,970
合同负债	824	680	857	1,098	少数股东损益	1	1	1	2
其他应付款	802	802	802	802	归属母公司净利润	1,151	1,391	1,673	1,968
其他流动负债	505	567	642	727	EPS (按最新股本摊薄)	1.79	2.16	2.60	3.06
流动负债合计	2,407	2,329	2,651	3,038					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	159	159	159	159					
非流动负债合计	159	159	159	159					
负债合计	2,566	2,488	2,810	3,197					
归属母公司所有者权益	10,719	10,965	11,861	12,936					
少数股东权益	22	23	24	26					
所有者权益合计	10,741	10,987	11,885	12,961					
负债和股东权益	13,306	13,476	14,695	16,158					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,953	977	1,581	1,879
现金收益	1,203	1,403	1,663	1,922
存货影响	226	40	-97	-97
经营性应收影响	143	-180	-65	-86
经营性应付影响	45	4	70	62
其他影响	337	-291	10	79
投资活动现金流	-718	24	16	1
资本支出	-10	-33	-34	-50
股权投资	40	0	0	0
其他长期资产变化	-748	57	50	51
融资活动现金流	-779	-1,001	-619	-709
借款增加	-4	0	0	0
股利及利息支付	-759	-379	-392	-408
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-16	-622	-227	-301

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.7%	17.1%	17.6%	17.2%
EBIT 增长率	50.4%	18.2%	21.5%	17.7%
归母公司净利润增长率	47.5%	20.8%	20.3%	17.7%
获利能力				
毛利率	70.2%	70.4%	70.6%	70.6%
净利率	24.4%	25.2%	25.8%	25.9%
ROE	10.7%	12.7%	14.1%	15.2%
ROIC	16.6%	19.0%	20.6%	21.5%
偿债能力				
资产负债率	19.3%	18.5%	19.1%	19.8%
流动比率	4.4	4.7	4.6	4.5
速动比率	4.0	4.2	4.2	4.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	17	9	12	11
存货周转天数	289	219	192	180
每股指标 (元)				
每股收益	1.79	2.16	2.60	3.06
每股经营现金流	3.03	1.52	2.46	2.92
每股净资产	16.65	17.03	18.42	20.09
估值比率				
P/E	37	31	26	22
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	9	7	6	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn