

东阿阿胶 (000423.SZ) / 中药

证券研究报告/公司点评

2024 年 08 月 21 日

评级: 买入(维持)

市场价格: 48.90

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4041.82	4715.27	5776.35	6874.38	8084.62
增长率 yoy%	5.01%	16.66%	22.50%	19.01%	17.61%
净利润(百万元)	780.00	1150.88	1451.25	1746.20	2097.88
增长率 yoy%	77.10%	47.55%	26.10%	20.32%	20.14%
每股收益(元)	1.21	1.79	2.25	2.71	3.26
每股现金流量	3.33	3.03	0.20	2.62	2.56
净资产收益率	7.55%	10.74%	13.17%	15.43%	17.97%
P/E	40.37	27.36	21.70	18.03	15.01
P/B	3.05	2.94	2.86	2.78	2.70

备注: 数据截止 2024/8/21

### 投资要点

- 事件: 公司发布 2024 年半年报, 上半年实现营业收入 27.48 亿元, 同比增长 26.80%; 归母净利润 7.38 亿元, 同比增长 39.03%; 实现扣非归母净利润 7.00 亿元, 同比增长 42.79%。
- 淡季不淡, 单二季度扣非增速 30%+。单二季度, 公司实现营收 12.95 亿元, 同比增长 17.89%; 实现归母净利润 3.85 亿元, 同比增长 28.01%; 实现扣非净利润 3.71 亿元, 同比增长 33.61%。对比公司此前发布的中报预告, 实际业绩落在预告中枢之上, 略超预期。二季度是公司核心产品阿胶系列销售淡季, 在去年同期高基数的情况下, 24Q2 公司仍保持较快增长, 得益于全新战略下新老品种的同步发力。上半年阿胶及系列产品实现营收 25.51 亿元, 同比增长 32.52%, 贡献了约 93% 的营收; 阿胶及系列产品毛利率达到 75.36%, 同比提升 2.48pp, 我们预计是产品规模效应体现及收入结构变化所致。
- 盈利能力稳步提升, 经营效率持续优化。2024H1 公司实现毛利率 73.5%, 较 2023H1 提升 3.20pp; 实现净利率 26.9%, 同比+2.34pp。销售规模效应叠加内部费用管控, 2024H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 36.4%/4.9%/-2.0%, 分别同比+1.62pp/-3.80pp/0.32pp。我们认为随着国企改革深化, 公司内在经营效率有望进一步提高, 带来利润率的持续稳步提升。
- 周转状况良好, 渠道库存继续低位。公司持续大力推进渠道治理、优化渠道生态, 截止 2024 年中公司存货余额为 9.6 亿元, 占总资产比重为 7.7% (占比较 2023H1 下降 2.3pp)。上半年公司应收账款及票据合计为 4.3 亿元, 与 2023 年末基本持平, 占营收比重为 15.8% (占比较 2023H1 下降 11.6pp)。整体来看, 公司渠道库存保持良性健康水平。
- 大手笔分红回馈股东。公司同时发布 2024 年中期利润分配方案, 以 2024 年 6 月 30 日总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金 11.44 元 (含税), 现金分红总额为 7.37 亿元, 占上半年归母净利润的 99.77%。
- 盈利预测和投资建议: 我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 57.76、68.74、80.85 亿元, 同比增长 22.50%、19.01%、17.61%, 实现归母净利润 14.51、17.46、20.98 亿元, 同比增长 26.10%、20.32%、20.14%。考虑到公司为中药滋补老字号, 核心产品阿胶系列销售重回正轨, 正在逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 原材料价格波动的风险; 阿胶块、复方阿胶浆恢复不及预期风险; 政策变化风险; 研报使用信息数据更新不及时的风险。

### 基本状况

总股本(百万股)	644
流通股本(百万股)	644
市价(元)	48.90
市值(亿元)	315
流通市值(亿元)	315

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

图表 1: 东阿阿胶财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10537	10590	11220	11838	<b>营业收入</b>	4715	5776	6874	8085
现金	5826	4951	5361	5441	营业成本	1403	1710	2014	2347
应收账款	63	323	410	467	营业税金及附加	67	82	98	115
其他应收款	75	42	50	59	营业费用	1486	1791	2097	2425
预付账款	11	13	15	18	管理费用	377	462	550	647
存货	1012	1881	2025	2471	财务费用	-93	-79	-76	-80
其他流动资产	3551	3379	3359	3382	资产减值损失	-30	-54	-42	-48
<b>非流动资产</b>	2769	2772	2583	2409	公允价值变动收益	0	-1	-1	-1
长期投资	74	74	74	74	投资净收益	44	30	50	60
固定资产	1837	1905	1786	1666	<b>营业利润</b>	1360	1716	2065	2482
无形资产	323	267	209	162	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	535	527	515	507	营业外支出	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	13306	13362	13803	14246	<b>利润总额</b>	1363	1718	2068	2484
<b>流动负债</b>	2407	2135	2285	2375	所得税	211	266	320	385
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1152	1452	1748	2100
应付账款	275	319	382	448	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	2132	1816	1903	1927	<b>归属母公司净利润</b>	1151	1451	1746	2098
<b>非流动负债</b>	159	181	174	171	EBITDA	1411	1777	2129	2542
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.79	2.25	2.71	3.26
其他非流动负债	159	181	174	171	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	2566	2317	2459	2546	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	22	23	24	26	<b>成长能力</b>				
股本	644	644	644	644	营业收入	16.7%	22.5%	19.0%	17.6%
资本公积	402	402	402	402	营业利润	48.7%	26.1%	20.4%	20.2%
留存收益	9675	9977	10274	10629	归属于母公司净利润	47.5%	26.1%	20.3%	20.1%
归属母公司股东权益	10719	11022	11320	11674	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	13306	13362	13803	14246	毛利率 (%)	70.2%	70.4%	70.7%	71.0%
					净利率 (%)	24.4%	25.1%	25.4%	25.9%
					ROE (%)	10.7%	13.2%	15.4%	18.0%
					ROIC (%)	58.7%	43.6%	55.1%	61.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	19.3%	17.3%	17.8%	17.9%
					净负债比率 (%)	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.38	4.96	4.91	4.98
					速动比率	3.85	4.08	4.02	3.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.36	0.43	0.51	0.58
					应收账款周转率	8	13	13	13
					应付账款周转率	5.47	5.75	5.75	5.66
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	1.79	2.25	2.71	3.26
					每股经营现金流 (最新摊薄)	3.03	0.20	2.62	2.56
					每股净资产 (最新摊薄)	16.65	17.12	17.58	18.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.36	21.70	18.03	15.01
					P/B	2.94	2.86	2.78	2.70
					EV/EBITDA	16	13	11	9

  

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1953	126	1684	1647
净利润	1152	1452	1748	2100
折旧摊销	143	141	140	140
财务费用	-93	-79	-76	-80
投资损失	-44	-30	-50	-60
营运资金变动	681	-648	-102	-467
其他经营现金流	113	-710	25	15
<b>投资活动现金流</b>	-718	88	99	97
资本支出	54	-13	0	0
长期投资	727	0	0	0
其他投资现金流	63	75	99	97
<b>筹资活动现金流</b>	-779	-1089	-1373	-1664
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-10	0	0	0
资本公积增加	-340	0	0	0
其他筹资现金流	-429	-1089	-1373	-1664
<b>现金净增加额</b>	456	-875	410	81

---

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。