

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

东阿阿胶(000423)

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

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 24H1 业绩高增长+库存周期处于低分位水平+首次启动中期分红

2024年08月22日

**事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 27.48 亿元 (yoy+26.80%), 实现归母净利润 7.38 亿元 (yoy+39.03%), 扣非归母净利润 7 亿元 (yoy+42.79%)。其中, 2024Q2 单季度实现营业收入 12.95 亿元 (yoy+17.89%), 归母净利润 3.85 亿元 (yoy+28.01%), 扣非归母净利润 3.71 亿元 (yoy+33.61%)。

**点评:**

- **24H1 阿胶系列同比+33%, 三大核心产品库存周期处于低分位水平。** 2024H1 公司营收为 27.48 亿元 (yoy+27%), 其中阿胶系列产品创收 25.51 亿元 (yoy+33%), 毛驴养殖业务收入为 0.37 亿元 (yoy-42%), 其他药品及保健品收入 1.32 亿元 (yoy-12%)。阿胶系列产品为公司重点品种 (24H1 该系列产品营收占比约 93%), 其中阿胶块、复方阿胶浆以及阿胶糕为该系列的三大核心品种, 24H1 具体表现情况为: ①**从销售渠道上看**, 2024 年 1-5 月东阿阿胶块和复方阿胶浆药店销售额同比实现增长, 2024 年 1-6 月东阿阿胶块、复方阿胶浆、阿胶糕和阿胶粉线上销售 GMV 同比增长 30% 以上。②**从动销上看**, OTC 端配送总体同比增长 10% 左右 (阿胶类同比实现个位数增长, 复方阿胶浆同比增长 20% 以上, 阿胶糕同比增长约 20% 左右), 而医疗端纯销总体同比增长 10% 以上。③**从库存周期上看**, 阿胶块库存周期 3 个月以内, 复方阿胶浆库存周期 80 天以内, 阿胶糕渠道库存周期 10 天左右。上述产品的渠道库存, 均保持在良性区间的低分位水平。
- **24H1 归母净利率同比提升 2.36 个百分点, 并启动首次中期分红回馈股东。** ①2024H1 公司归母净利润增速高于营收增速, 主要系公司归母净利率同比提升 2.36 个百分点 (2024H1 归母净利率达 26.87%)。归母净利率提升具体系公司毛利率提升, 24H1 公司毛利率同比提升 3.2 个百分点 (2024H1 毛利率达 73.54%), 其中阿胶系列产品毛利率同比提升 2.48 个百分点 (24H1 阿胶系列产品毛利率为 75.36%)。②公司注重股东回报, 2024 年公司启动首次中期分红, 以 64397.68 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 11.44 元 (含税), 现金分红总额约为 7.37 亿元, 此次派发现金红利占 2024 年上半年母公司净利润的 110.53%, 占 2024 年上半年归母净利润的 99.77%。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 57 亿元、65.69 亿元、75.64 亿元, 同比增速分别约为 21%、15%、15%, 实现归母净利润分别为 14.9 亿元、17.68 亿元、20.94 亿元, 同比分别约增长 30%、19%、18%, 对应当前股价 PE 分别为 21 倍、18 倍、15 倍。
- **风险因素:** 驴皮供应风险、产品销售不及预期、市场竞争加剧风险、医保报销限制风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,042	4,715	5,700	6,569	7,564
增长率 YoY %	5.0%	16.7%	20.9%	15.3%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	780	1,151	1,490	1,768	2,094
增长率 YoY%	77.1%	47.5%	29.5%	18.7%	18.4%
毛利率%	68.3%	70.2%	73.5%	73.8%	74.0%
净资产收益率ROE%	7.6%	10.7%	13.9%	16.4%	19.4%
EPS(摊薄)(元)	1.21	1.79	2.31	2.75	3.25
市盈率 P/E(倍)	40.79	27.64	21.35	17.99	15.20
市净率 P/B(倍)	3.08	2.97	2.96	2.96	2.95

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价

		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	9,784	10,537	10,950	11,504	12,119	
货币资金	5,370	5,826	5,705	6,126	6,547	
应收票据	167	376	158	182	210	
应收账款	384	63	358	421	492	
预付账款	10	11	12	14	16	
存货	1,239	1,012	1,061	1,185	1,332	
其他	2,614	3,250	3,655	3,575	3,521	
<b>非流动资产</b>	2,848	2,769	2,647	2,496	2,343	
长期股权投资	114	74	72	72	72	
固定资产(合)	1,963	1,837	1,708	1,577	1,445	
无形资产	332	323	313	303	293	
其他	439	535	555	544	534	
<b>资产总计</b>	12,631	13,306	13,597	14,000	14,462	
<b>流动负债</b>	2,101	2,407	2,691	3,081	3,526	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	238	275	294	335	383	
其他	1,863	2,132	2,398	2,745	3,143	
<b>非流动负债</b>	180	159	150	145	140	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	180	159	150	145	140	
<b>负债合计</b>	2,281	2,566	2,842	3,226	3,666	
少数股东权益	22	22	22	23	24	
归属母公司股东	10,329	10,719	10,734	10,751	10,772	
<b>负债和股东权益</b>	12,631	13,306	13,597	14,000	14,462	

		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,042	4,715	5,700	6,569	7,564	
同比(%)	5.0%	16.7%	20.9%	15.3%	15.1%	
归属母公司净利润	780	1,151	1,490	1,768	2,094	
同比(%)	77.1%	47.5%	29.5%	18.7%	18.4%	
毛利率(%)	68.3%	70.2%	73.5%	73.8%	74.0%	
ROE%	7.6%	10.7%	13.9%	16.4%	19.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.21	1.79	2.31	2.75	3.25	
P/E	40.79	27.64	21.35	17.99	15.20	
P/B	20.11	18.33	14.63	12.25	10.26	

		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	4,042	4,715	5,700	6,569	7,564	
营业成本	1,281	1,403	1,510	1,724	1,969	
营业税金及附加	68	67	85	99	113	
销售费用	1,318	1,486	1,892	2,168	2,473	
管理费用	387	377	359	394	431	
研发费用	138	173	208	230	257	
财务费用	-67	-93	-103	-118	-136	
减值损失合计	-78	-30	-76	-74	-74	
<b>投资净收益</b>	35	44	50	50	50	
其他	41	46	30	30	30	
<b>营业利润</b>	915	1,360	1,751	2,078	2,461	
营业外收支	-3	3	3	3	3	
<b>利润总额</b>	912	1,363	1,754	2,081	2,464	
所得税	133	211	263	312	370	
<b>净利润</b>	779	1,152	1,491	1,769	2,094	
少数股东损益	-1	1	1	1	1	
<b>归属母公司净</b>	780	1,151	1,490	1,768	2,094	
EBITDA	1,060	1,418	1,787	2,100	2,466	
EPS(当)	1.21	1.79	2.31	2.75	3.25	

		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	2,145	1,953	1,665	1,960	2,283	
净利润	779	1,152	1,491	1,769	2,094	
折旧摊销	171	164	136	137	138	
财务费用	2	1	6	7	8	
投资损失	-35	-44	-50	-50	-50	
营运资金变动	1,245	681	36	35	32	
其它	-17	0	47	61	61	
<b>投资活动现金</b>	590	-718	-291	223	223	
资本支出	-46	-47	-35	-27	-27	
长期投资	557	-727	-298	200	200	
其他	78	55	42	50	50	
<b>筹资活动现金</b>	-438	-779	-1,494	-1,762	-2,085	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	2,297	456	-120	420	421	

## 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**，医药研究员，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。

**曹佳琳**，医药研究员，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 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药研究员，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。主要覆盖创新药。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。