

非金融公司|公司点评|东阿阿胶（000423）

阿胶系列产品表现亮眼，盈利能力持续提升



| 报告要点

公司披露 2024 年半年报，实现营收 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%；扣非归母净利润 7.00 亿元，同比增长 42.79%；单 Q2 实现营收 12.95 亿元，同比增长 17.89%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 28.01%；扣非归母净利润 3.71 亿元，同比增长 33.61%。业绩符合预期。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002

东阿阿胶(000423)

阿胶系列产品表现亮眼，盈利能力持续提升

行业：医药生物/中药 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：49.40 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 643.98/643.98
 流通 A 股市值(百万元) 31,812.46
 每股净资产(元) 15.89
 资产负债率(%) 17.95
 一年内最高/最低(元) 72.91/44.52

股价相对走势



相关报告

- 《东阿阿胶(000423)：业绩符合预期，盈利及营运能力有所提升》2024.03.24
- 《东阿阿胶(000423)：滋补类中药龙头：药品+健康消费品双轮驱动》2024.02.28



扫码查看更多

事件

公司披露 2024 年半年报，实现营收 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%；扣非归母净利润 7.00 亿元，同比增长 42.79%；单 Q2 实现营收 12.95 亿元，同比增长 17.89%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 28.01%；扣非归母净利润 3.71 亿元，同比增长 33.61%。

➤ 阿胶系列产品表现亮眼

2024H1 公司阿胶及系列产品实现收入 25.51 亿元，同比增长 32.52%，毛利率 75.36%，同比提升 2.48pp。其中，公司核心产品东阿阿胶块收入占比有所下降，复方阿胶浆占比逐步提升，桃花姬阿胶糕占比保持稳定。纯销方面，OTC 端，2024H1 公司产品整体纯销增长 10%左右，其中阿胶块实现个位数增长，复方阿胶浆增长 20%以上，阿胶糕增长约 20%左右；医疗端，公司产品整体纯销增长 10%以上。渠道库存周期方面，阿胶块在 3 个月以内，复方阿胶浆在 80 天以内，阿胶糕在 10 天左右，均在良性区间的低分位水平。整体上半年销售情况表现亮眼。

➤ 盈利能力持续提升，实现中期分红

2024H1 公司毛利率 73.54%(yoy+3.20pp, 下同)，销售费用率 36.39%(+1.62pp)，管理费用率 4.89%(-1.26pp)，研发费用率 2.36%(-0.19pp)，财务费用率-2.00%(+0.32pp)，净利率 26.88%(+2.34pp)；单 Q2 毛利率 75.51%(+5.59pp)，销售费用率 33.60%(+3.78pp)，管理费用率 5.22%(-1.21pp)，研发费用率 1.98%(-1.04pp)，净利率 29.75%(+2.30pp)。2024H1 公司存货周转天数 244.23 天，同比减少 100.4 天，应收账款周转天数 12.99 天，同比减少 24.77 天，公司盈利能力和营运能力持续提升。同时，公司执行中期分红，每 10 股派发现金 11.44 元(含税)，现金分红总额占 2024H1 归母净利润的 99.77%。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 55.81/65.29/75.15 亿元，同比增速分别为 18.37%/16.98%/15.10%亿元，归母净利润分别为 13.87/16.50/19.32 亿元，同比增速分别为 20.49%/18.96%/17.11%，EPS 分别为 2.15/2.56/3.00 元/股，3 年 CAGR 为 18.84%。鉴于公司为滋补类中药龙头，维持“买入”评级。

风险提示：毛利率下滑或波动风险；市场竞争加剧风险；销售不及预期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4042	4715	5581	6529	7515
增长率(%)	5.01%	16.66%	18.37%	16.98%	15.10%
EBITDA(百万元)	1015	1434	2225	2534	2861
归母净利润(百万元)	780	1151	1387	1650	1932
增长率(%)	77.10%	47.55%	20.49%	18.96%	17.11%
EPS(元/股)	1.21	1.79	2.15	2.56	3.00
市盈率(P/E)	40.8	27.6	22.9	19.3	16.5
市净率(P/B)	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9
EV/EBITDA	19.5	16.7	10.7	9.2	7.9

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 22 日收盘价

1. 风险提示

(1) 毛利率下滑或波动风险。阿胶的主要原材料为驴皮，随着国内农业与运输机械化的提高和城镇化进程的加快，毛驴的役用价值逐渐消失，散养数量急剧下降。行业技术难点仍未突破，繁育和疫病防控研究滞后。短期内，规模化养殖不能促进国内毛驴存栏逆转，最终可能使驴皮价格上涨，公司生产成本上升，对应产品的毛利率下降。

(2) 市场竞争加剧风险。阿胶行业良好的市场前景吸引众多竞争者进入该领域，竞争不断加剧，消费需求和消费场景多元化，年轻消费群体崛起，需要持续不断的创新和丰富的产品矩阵快速相应消费需求，若公司未来未能准确判断行业的发展趋势，无法及时推出满足市场需求的新产品，或新产品市场需求未达预期等，可能在日益激烈的市场竞争中面临因竞争优势减弱而导致经营业绩下降的风险。

(3) 销售不及预期风险。若公司产品市场开发效果不佳、市场推广时机选择不当或经销商经营管理不善等，导致销售不及预期，可能会对公司经营和盈利能力产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	5370	5826	6108	6733	7365					
应收账款+票据	1200	1083	1282	1499	1726					
预付账款	10	11	19	22	25					
存货	1239	1012	1241	1487	1754					
其他	1965	2606	2622	2641	2661					
流动资产合计	9784	10537	11271	12382	13531					
长期股权投资	114	74	65	55	46					
固定资产	2034	1895	1400	904	409					
在建工程	2	4	3	3	2					
无形资产	332	323	234	146	57					
其他非流动资产	366	474	456	437	424					
非流动资产合计	2848	2769	2157	1545	938					
资产总计	12631	13306	13429	13927	14468					
短期借款	0	0	0	0	0					
应付账款+票据	238	275	321	385	454					
其他	1863	2132	2191	2602	3041					
流动负债合计	2101	2407	2512	2986	3495					
长期带息负债	42	31	16	3	-9					
长期应付款	0	0	0	0	0					
其他	137	128	128	128	128					
非流动负债合计	180	159	144	131	119					
负债合计	2281	2566	2656	3117	3614					
少数股东权益	22	22	23	24	26					
股本	654	644	644	644	644					
资本公积	742	402	402	402	402					
留存收益	8933	9673	9704	9740	9783					
股东权益合计	10351	10741	10772	10810	10854					
负债和股东权益总计	12631	13306	13429	13927	14468					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	779	1152	1388	1651	1933					
折旧摊销	171	164	603	603	598					
财务费用	-67	-93	-20	-22	-25					
存货减少(增加为“-”)	407	226	-228	-246	-267					
营运资金变动	1245	681	-346	-12	-8					
其它	-390	-177	176	194	215					
经营活动现金流	2145	1953	1572	2168	2446					
资本支出	-60	-64	0	0	0					
长期投资	557	-727	0	0	0					
其他	93	73	62	62	62					
投资活动现金流	590	-718	62	62	62					
债权融资	-5	-11	-15	-13	-11					
股权融资	0	-10	0	0	0					
其他	-433	-758	-1336	-1591	-1864					
筹资活动现金流	-438	-779	-1351	-1604	-1876					
现金净增加额	2297	456	282	625	632					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	4042	4715	5581	6529	7515					
营业成本	1281	1403	1719	2060	2430					
营业税金及附加	68	67	79	93	107					
营业费用	1318	1486	1646	1861	2067					
管理费用	525	550	586	653	714					
财务费用	-67	-93	-20	-22	-25					
资产减值损失	-78	-30	-36	-42	-48					
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0					
投资净收益	35	44	56	56	56					
其他	46	45	50	53	56					
营业利润	915	1360	1639	1951	2285					
营业外净收益	-3	3	3	3	3					
利润总额	912	1363	1642	1953	2287					
所得税	133	211	254	302	354					
净利润	779	1152	1388	1651	1933					
少数股东损益	-1	1	1	1	2					
归属于母公司净利润	780	1151	1387	1650	1932					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	5.01%	16.66%	18.37%	16.98%	15.10%
EBIT	57.28%	50.36%	27.72%	19.05%	17.16%
EBITDA	43.83%	41.22%	55.16%	13.89%	12.89%
归属于母公司净利润	77.10%	47.55%	20.49%	18.96%	17.11%
获利能力					
毛利率	68.30%	70.24%	69.20%	68.45%	67.66%
净利率	19.28%	24.43%	24.87%	25.28%	25.73%
ROE	7.55%	10.74%	12.90%	15.29%	17.84%
ROIC	13.91%	28.58%	46.98%	59.70%	86.04%
偿债能力					
资产负债率	18.05%	19.28%	19.78%	22.38%	24.98%
流动比率	4.7	4.4	4.5	4.1	3.9
速动比率	4.0	3.9	4.0	3.6	3.3
营运能力					
应收账款周转率	3.9	6.7	6.7	6.7	6.7
存货周转率	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	1.2	1.8	2.2	2.6	3.0
每股经营现金流	3.3	3.0	2.4	3.4	3.8
每股净资产	16.0	16.6	16.7	16.7	16.8
估值比率					
市盈率	40.8	27.6	22.9	19.3	16.5
市净率	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9
EV/EBITDA	19.5	16.7	10.7	9.2	7.9
EV/EBIT	23.5	18.8	14.7	12.0	10.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年08月22日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼