

## 东阿阿胶股份有限公司 (000423 CH, 买入, 目标价: RMB83.78)

买入

持有

卖出

**目标价: RMB83.78**      **当前股价: RMB60.85**

股价上行/下行空间      +38%

52 周最高/最低价 (RMB)      72.91/44.62

市值 (US\$mn)      5,345

当前发行数量(百万股)      644

三个月平均日交易额 (US\$mn)      50

流通盘占比 (%)      100

**主要股东 (%)**

华润东阿阿胶      24

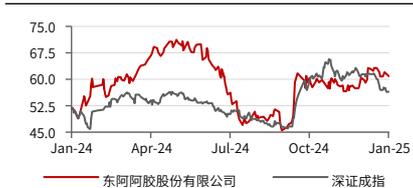
香港中央结算      10

华润医药投资      9

按 2025 年 1 月 13 日收市数据

资料来源: FactSet

### 股价表现



资料来源: FactSet

## 股权激励计划提出明确的经营目标

- 股权激励计划有助于激发管理团队活力, 实现净利润增速 CAGR 不低于 15% 的公司经营目标。
- 我们预计, 随着公司不断扩大的产品组合和客户群体将成为公司未来收入维持增长的驱动力。
- 维持买入评级和目标价 83.78 元 (WACC 8.6%)

**事项:** 1 月 10 日, 公司公告《第一期限制性股票激励计划》(草案), 公司拟授予不超过 124.72 万股限制性股票 (占公司总股本 0.19%), 其中首次授予 99.80 万股给予激励对象 179 人, 首次授予价格 37.22 元/股。

**股权激励计划有助于激发管理团队活力、实现公司经营目标:** 根据公司公告, 本次激励计划解除限售时间为 5 年, 共分为 3 个解除限售安排时间节点, 分别为自限制性股票登记完成之日起第 2 年、3 年和 4 年。根据公司公告, 各期解除限售条件为: 1) 2025/2026/2027 年净资产收益率分别不低于 11.5%/12.0%/12.5%; 2) 以 2023 年为基准, 2025/2026/2027 年归母净利润 CAGR 不低于 15%, 且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平, 且不出现负增长。

**经营业绩有望维持稳健发展:** 我们认为, 公司通过推出使用方便的阿胶粉、时尚的阿胶糕产品和皇家围场 1619 系列等产品, 使其成为近期/长期收入增长的驱动力。我们预计, 随着公司不断扩大的产品组合和客户群体带来的市场份额的增长, 公司在 2023-26E 的收入 CAGR 有望达到 20%。2024 年 10 月, 公司董事会决议选举总裁程杰先生为董事长, 孙金妮女士为新任总裁, 公司将继续执行已初见成效的组织和战略改革。

**维持“买入”评级和 DCF, 目标价 83.78 元 (WACC 8.6%):** 我们的目标价对应公司 2025 年 31x PE 估值, 比行业平均 23x PE 估值溢价 35%, 考虑到公司在中药行业地位、知名品牌效应和 OTC 市场产品销售的领先地位, 我们认为享受一定估值溢价较为合理。

**风险提示:** 产品价格波动风险; 原材料价格波动风险; 阿胶类市场竞争加剧的风险; 新品培育或销售不及预期; 医药政策风险; 宏观经济影响的风险。

### 研究团队

**赵冰, 分析师**

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	4,042	4,715	5,635	6,828	8,178
毛利润 (RMBmn)	2,761	3,312	4,000	4,892	5,908
归母净利润 (RMBmn)	780	1,151	1,453	1,768	2,142
每股收益 (RMB)	1.19	1.79	2.26	2.75	3.33
市盈率 (x)	30.1	27.3	25.9	22.2	18.3

资料来源: 公司公告、华兴证券预测

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由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特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。