

东阿阿胶（000423.SZ）/中药

证券研究报告/公司点评

2024年03月24日

评级：买入（维持）

市场价格：58.99

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	1452.39	1750.85	2103.89
增长率 yoy%	77.10%	47.55%	26.20%	20.55%	20.16%
每股收益（元）	1.21	1.79	2.26	2.72	3.27
每股现金流量	3.33	3.03	0.47	3.18	2.30
净资产收益率	7.55%	10.74%	13.17%	15.45%	18.00%
P/E	48.70	33.01	26.16	21.70	18.06
P/B	3.68	3.54	3.45	3.35	3.25

备注：数据截止 2024/3/21

投资要点

- 事件：公司发布 2023 年报，报告期内实现营业收入 47.15 亿元，同比增长 16.66%；实现归母净利润 11.51 亿元，同比增长 47.55%；实现扣非归母净利润 10.83 亿元，同比增长 54.70%。
- 全年业绩贴近预告上限，Q4 旺季收入端表现亮眼。2023 年公司实现归母净利润 11.51 亿元、扣非净利润 10.83 亿元，贴近此前业绩预告的上限，略超市场预期。单四季度公司实现营收 12.87 亿元（同比+29.30%）；实现归母净利润 3.67 亿元（同比+37.48%）；实现扣非净利润 3.82 亿元（同比+54.41%），单四季度净利率达到 28.53%，表现亮眼。2023 年阿胶及系列产品实现营收 43.64 亿元，同比增长 17.98%，占总营收比重为 92.6%；阿胶系列产品毛利率为 72.4%，略高于整体毛利率。
- 净利率提升显著，经营效率持续优化。2023 年公司实现毛利率 70.2%，较 2022 年同期提升 1.94pp；实现净利率 24.4%，同比+5.13pp。销售规模效应叠加内部费用管控，2023 年公司各项费用率均有所下降，销售/管理/财务费用率分别为 31.5%/8.0%/-2.0%，分别同比-1.09pp/-1.57pp/-0.3pp。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，带来利润率的提升。
- 渠道治理卓有成效，应收及存货水平均为近年来最佳。公司持续大力推进渠道治理、优化渠道生态，截止 2023 年末公司存货余额为 10.1 亿元，较 2022 年末减少 18.3%，占总资产比重为 7.6%（占比下降 2.2pp），存货占比创近几年的新低。2023 年公司应收账款及票据合计为 4.4 亿元，较 2022 年末减少 20.4%，占营收比重为 9.3%（占比下降 4.3pp），亦为近年来较低水平。截止 2023 年末，公司合同负债余额 8.2 亿元，较 2022 年末增长 38.4%；整体来看，公司渠道库存保持良性健康水平。
- 盈利预测和投资建议：考虑到公司阿胶系列销售超此前预期，根据年报我们对盈利预测略作调整，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 14.52、17.51、21.04 亿元（2024-2025 年预测前值为 13.40、16.64 亿元），同比增长 26.20%、20.55%、20.16%。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

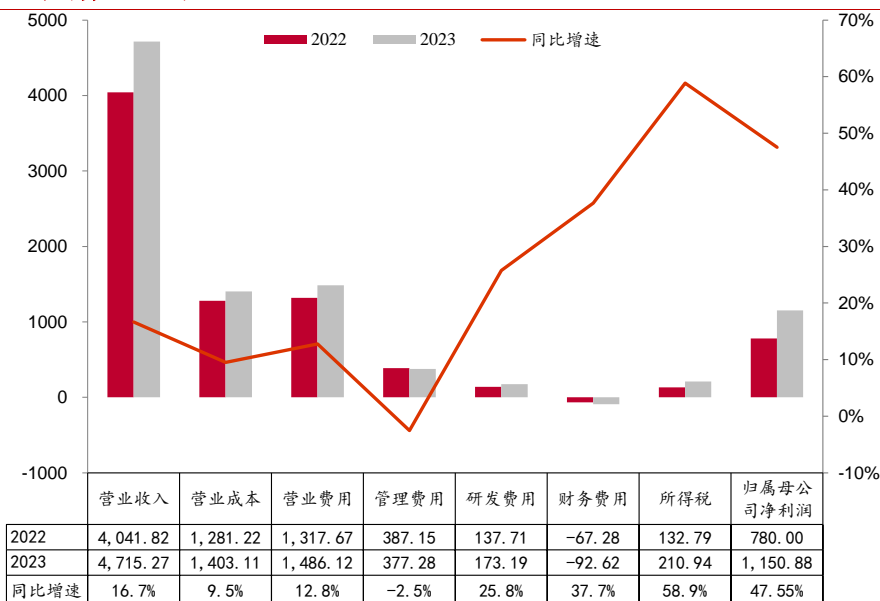
总股本(百万股)	644
流通股本(百万股)	644
市价(元)	58.99
市值(亿元)	380
流通市值(亿元)	380

股价与行业-市场走势对比



相关报告

图表 1: 东阿阿胶主要财务数据图 (百万)



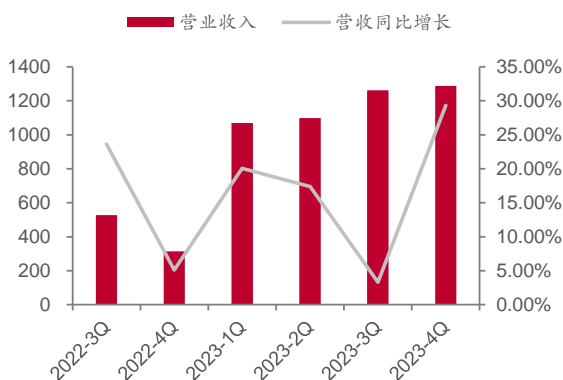
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 东阿阿胶分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)

	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	890.45	935.45	1,220.60	995.32	1,069.04	1,098.10	1,261.14	1,286.98
营收同比增长	21.40%	-1.86%	7.14%	-2.71%	20.06%	17.39%	3.32%	29.30%
营收环比增长	-12.97%	5.05%	30.48%	-18.46%	7.41%	2.72%	14.85%	2.05%
营业成本	301.44	315.94	371.16	292.67	312.35	330.41	353.58	406.77
营业费用	361.03	338.16	445.66	172.82	425.79	327.53	566.01	166.79
管理费用	62.70	65.64	94.06	164.75	62.47	70.64	76.77	167.40
财务费用	-12.99	-17.12	-15.70	-21.47	-26.26	-23.98	-20.18	-22.21
营业利润	157.12	198.56	268.45	290.78	278.98	368.92	312.14	400.25
利润总额	158.21	198.95	265.71	289.14	278.79	369.22	307.13	407.65
所得税	43.50	5.62	61.48	22.19	48.29	67.85	53.87	40.94
归母净利润	114.68	193.59	204.64	267.10	230.34	300.78	252.56	367.21
归母净利润同比增长	86.01%	120.01%	34.95%	91.93%	100.86%	55.37%	23.42%	37.48%
净利率	12.88%	20.69%	16.77%	26.84%	21.55%	27.39%	20.03%	28.53%

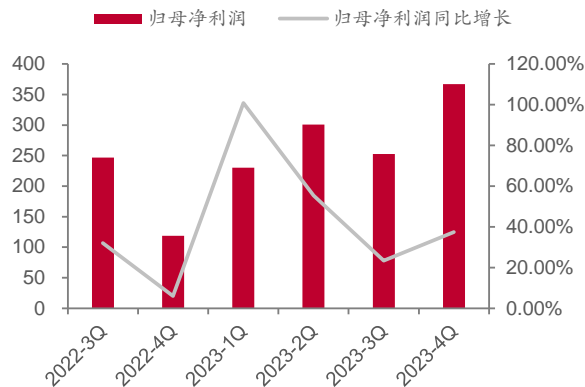
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 东阿阿胶分季度收入 (单位: 百万元, %)

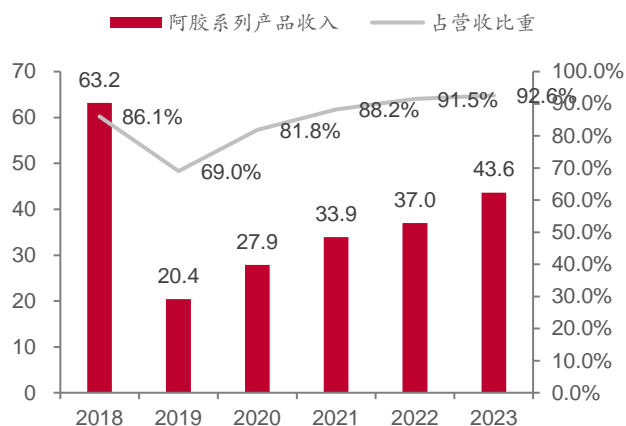


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

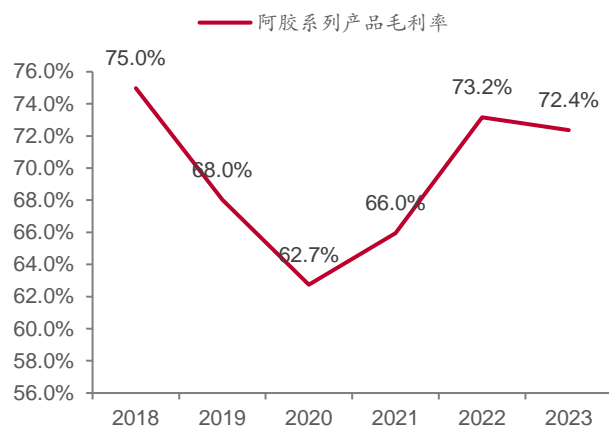
图表 4: 东阿阿胶分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



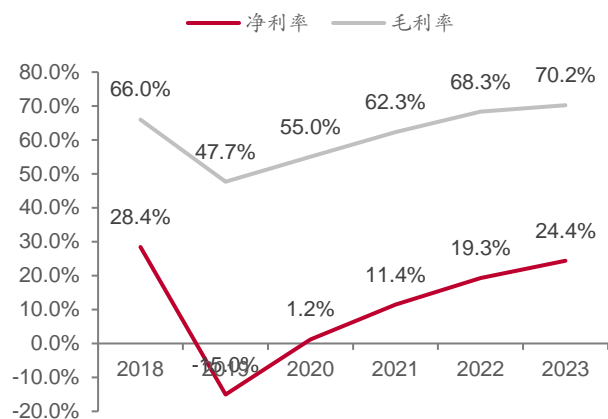
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 阿胶系列产品收入及占比情况 (亿元; %)


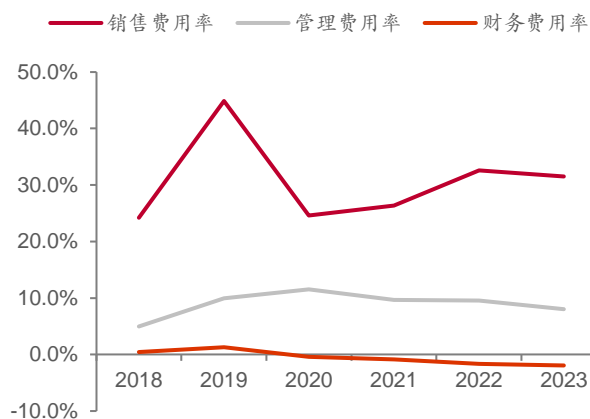
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 阿胶系列产品毛利率情况 (%)


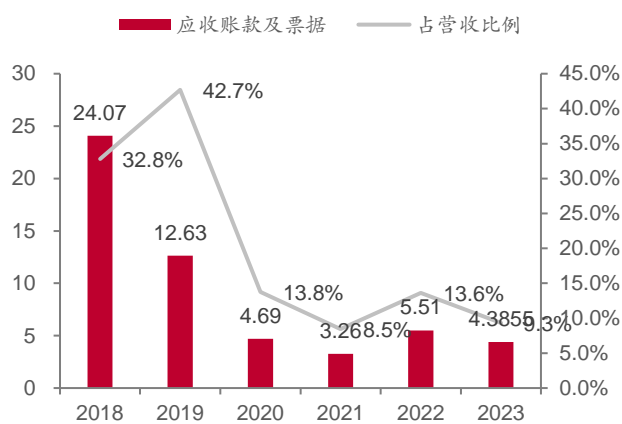
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 东阿阿胶毛利率和净利率情况


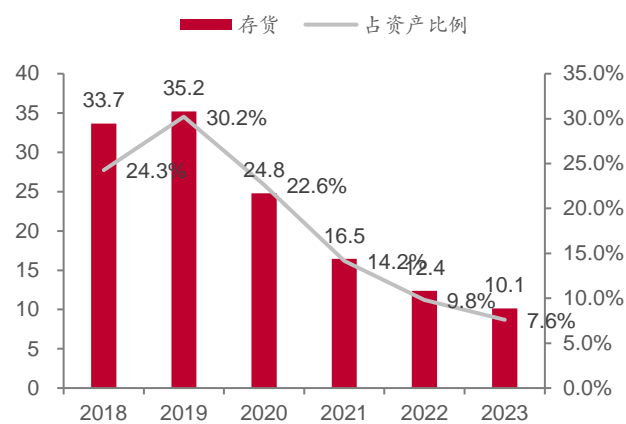
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 东阿阿胶费用率变化情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 东阿阿胶应收账款情况 (亿元; %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 东阿阿胶存货占比情况 (亿元; %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 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
流动资产	10537	10770	11398	12012	营业收入	4715	5776	6874	8085
现金	5826	5131	5915	5836	营业成本	1403	1710	2014	2347
应收账款	63	323	225	358	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	1834	2359	财务费用	-93	-81	-81	-87
其他流动资产	3551	3379	3359	3382	资产减值损失	-30	-54	-42	-48
非流动资产	2769	2596	2415	2250	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	1728	1618	1507	营业利润	1360	1717	2071	2489
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
资产总计	13306	13366	13814	14263	利润总额	1363	1720	2073	2491
流动负债	2407	2135	2285	2375	所得税	211	266	321	386
短期借款	0	0	0	0	净利润	1152	1454	1752	2106
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	归属母公司净利润	1151	1452	1751	2104
非流动负债	159	181	174	171	EBITDA	1411	1768	2120	2533
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.79	2.26	2.72	3.27
其他非流动负债	159	181	174	171					
负债合计	2566	2317	2459	2546	主要财务比率				
少数股东权益	22	23	24	26	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	644	644	644	644	成长能力				
资本公积	402	402	402	402	营业收入	16.7%	22.5%	19.0%	17.6%
留存收益	9675	9981	10285	10645	营业利润	48.7%	26.2%	20.6%	20.2%
归属母公司股东权益	10719	11026	11331	11690	归属于母公司净利润	47.5%	26.2%	20.5%	20.2%
负债和股东权益	13306	13366	13814	14263	获利能力				
					毛利率 (%)	70.2%	70.4%	70.7%	71.0%
					净利率 (%)	24.4%	25.1%	25.5%	26.0%
					ROE (%)	10.7%	13.2%	15.5%	18.0%
					ROIC (%)	53.3%	46.2%	67.0%	69.0%
					偿债能力				
					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	5.04	4.99	5.06
					速动比率	3.96	4.16	4.19	4.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.43	0.51	0.58
					应收账款周转率	11	22	18	19
					应付账款周转率	5.47	5.75	5.75	5.66
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.79	2.26	2.72	3.27
					每股经营现金流 (最新摊薄)	3.03	0.47	3.18	2.30
					每股净资产 (最新摊薄)	16.65	17.12	17.59	18.15
					估值比率				
					P/E	33.01	26.16	21.70	18.06
					P/B	3.54	3.45	3.35	3.25
					EV/EBITDA	21	17	14	12

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。