

东阿阿胶(000423)

中药 II / 医药生物

发布时间: 2023-04-10

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

上次评级: 增持

## 业绩符合预期, 未来增长双轮驱动

### 业绩:

公司于近日发布 2022 年年报, 公司全年实现营业收入 40.42 亿元 (+5.01%), 归母净利润 7.80 亿元 (+77.10%), 扣非后归母净利润 7.00 亿元 (+98.60%)。单 Q4 来看, 公司实现营业收入 9.95 亿元 (-2.71%), 归母净利润 2.67 亿元 (+91.93%)。

### 点评:

**阿胶系列稳定增长, 毛利率显著改善。**公司阿胶系列产品实现营收 36.99 亿元 (+8.95%), 毛利率为 73.16% (+7.21pct), 其他药品及保健品实现营业收入 1.87 亿元 (-12.57%), 毛驴养殖及销售实现营业收入 1.03 亿元 (-42.26%), 非核心业务收入进一步缩减。

**国内滋补中药龙头, 有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动格局。**

**药品方面:** 1) **东阿阿胶有望恢复性稳健增长。**原材料驴皮价格可控, 东阿阿胶零售价已回归正常价值预期, 市占率方面经战略调整有望逐步恢复至历史高水平。2) **复方阿胶浆医疗+零售双渠道放量。**①**医疗渠道: 积极开拓医疗渠道增量。**公司启动“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”, 循证医学证据不断获得认可。医保支付标准试点开展, 复方阿胶浆医保支付限制取消, 恢复至说明书范围, 有望在医疗渠道端开拓增量。②**零售渠道:** 复方阿胶浆通过实施品牌唤醒和品牌焕新的整合营销策略, 加强终端合作, 提高品牌品类曝光度。此外学术循证研究有望为零售渠道赋能, 协同放量。

**健康消费品方面: 经营理念转变, 积极开发新品种。**公司更加注重消费逻辑, 设立健康消费品中心和新零售中心, 陆续在上海、深圳等地建立办公中心, 以全新的思路和理念经营健康消费品板块, 积极推广“阿胶奶茶”等新产品为快消品赋能, 有望迎来新发展期。

**盈利预测及投资建议。**预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 47.69/54.39/62.08 亿元, 归母净利润分别为 9.44/11.09/13.16 亿元, EPS 分别为 1.44/1.70/2.01 元/股。鉴于公司阿胶行业龙头地位稳固, 有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动, 选取可比上市公司 PE, 给予 2023 年 38 倍 PE 估值, 目标价 54.85 元, 维持“增持”评级。

**风险提示: 驴皮价格波动风险; 盈利预测及估值不及预期风险**

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,849	4,042	4,769	5,439	6,208
(+/-)%	12.89	5.01	17.98	14.05	14.16
归属母公司净利润	440	780	944	1,109	1,316
(+/-)%	917.43	77.10	21.08	17.43	18.67
每股收益(元)	0.68	1.21	1.44	1.70	2.01
市盈率	71.69	33.64	35.85	30.53	25.73
市净率	3.20	2.58	3.11	2.94	2.74
净资产收益率(%)	4.42	7.55	8.69	9.62	10.66
股息收益率(%)	1.28	1.20	1.35	1.50	1.65
总股本(百万股)	654	654	654	654	654

### 股票数据 2023/04/10

6个月目标价(元)	54.85
收盘价(元)	51.77
12个月股价区间(元)	28.57~54.71
总市值(百万元)	33,858.69
总股本(百万股)	654
A股(百万股)	654
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	7

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	27%	65%
相对收益	6%	24%	67%

### 相关报告

《东阿阿胶(000423): 寿人济世, 滋补国宝》  
--20230331

《东阿阿胶(000423): 经营指标持续向好, 关注复方阿胶浆院内潜力》  
--20220822

《关注创新药及手术机器人等临床价值导向赛道》  
--20230410

### 证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003  
010-63210890 liuyt@nesc.cn

### 研究助理: 赵朝旋

执业证书编号: S0550122070034  
13167519491 zhaozx@nesc.com

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,370	6,112	7,244	8,598
交易性金融资产	1,861	1,862	1,864	1,866
应收款项	551	309	521	392
存货	1,239	1,347	1,095	1,114
其他流动资产	763	767	725	671
<b>流动资产合计</b>	<b>9,784</b>	<b>10,397</b>	<b>11,449</b>	<b>12,641</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	114	91	71	73
固定资产	1,963	1,892	1,959	2,044
无形资产	332	286	231	176
商誉	1	1	1	1
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,848</b>	<b>2,684</b>	<b>2,654</b>	<b>2,658</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,631</b>	<b>13,082</b>	<b>14,103</b>	<b>15,300</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	238	305	321	394
预收款项	0	0	0	1
一年内到期的非流动负债	24	24	24	24
<b>流动负债合计</b>	<b>2,101</b>	<b>2,007</b>	<b>2,371</b>	<b>2,753</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	180	180	180	180
<b>长期负债合计</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,281</b>	<b>2,187</b>	<b>2,551</b>	<b>2,933</b>
归属于母公司股东权益合计	10,329	10,874	11,533	12,349
少数股东权益	22	21	19	18
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,631</b>	<b>13,082</b>	<b>14,103</b>	<b>15,300</b>

  

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4,042</b>	<b>4,769</b>	<b>5,439</b>	<b>6,208</b>
营业成本	1,281	1,551	1,758	1,989
营业税金及附加	68	76	89	100
资产减值损失	-78	-41	-43	-43
销售费用	1,318	1,598	1,833	2,080
管理费用	387	455	517	590
财务费用	-67	-159	-181	-215
公允价值变动净收益	-5	2	2	2
投资净收益	35	43	66	85
<b>营业利润</b>	<b>915</b>	<b>1,096</b>	<b>1,286</b>	<b>1,524</b>
营业外收支净额	-3	4	5	5
<b>利润总额</b>	<b>912</b>	<b>1,100</b>	<b>1,290</b>	<b>1,529</b>
所得税	133	157	182	214
净利润	779	943	1,108	1,315
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>780</b>	<b>944</b>	<b>1,109</b>	<b>1,316</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-1

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>779</b>	<b>943</b>	<b>1,108</b>	<b>1,315</b>
资产减值准备	54	41	43	43
折旧及摊销	171	187	200	213
公允价值变动损失	5	-2	-2	-2
财务费用	2	2	2	2
投资损失	-35	-43	-66	-85
运营资本变动	1,245	37	445	546
其他	-76	-5	-5	-6
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>2,145</b>	<b>1,161</b>	<b>1,724</b>	<b>2,025</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>590</b>	<b>-17</b>	<b>-140</b>	<b>-169</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-438</b>	<b>-402</b>	<b>-452</b>	<b>-502</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>2,512</b>	<b>958</b>	<b>1,359</b>	<b>1,606</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	1.21	1.44	1.70	2.01
每股净资产 (元)	15.79	16.63	17.63	18.88
每股经营性现金流量 (元)	3.28	1.78	2.64	3.10
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	5.0%	18.0%	14.0%	14.2%
净利润增长率	77.1%	21.1%	17.4%	18.7%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	68.3%	67.5%	67.7%	68.0%
净利率	19.3%	19.8%	20.4%	21.2%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	31.60	25.00	20.00	19.00
存货周转天数	405.24	300.00	250.00	200.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	18.1%	16.7%	18.1%	19.2%
流动比率	4.66	5.18	4.83	4.59
速动比率	4.03	4.45	4.32	4.14
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	32.6%	33.5%	33.7%	33.5%
管理费用率	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
财务费用率	-1.7%	-3.3%	-3.3%	-3.5%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	33.64	35.85	30.53	25.73
P/B (倍)	2.58	3.11	2.94	2.74
P/S (倍)	6.59	7.10	6.23	5.45
净资产收益率	7.6%	8.7%	9.6%	10.7%

**研究团队简介:**

刘宇腾: 中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

赵朝旋: 复旦大学金融硕士, 北京大学理学学士。2022 年加入东北证券, 现任东北证券医药组研究助理。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

