

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

## 滋补国宝顶流品牌，价值重塑未来可期

### 股票数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 04月07日收盘价    | 52.35       |
| 52周股价波动(元)   | 27.60-55.15 |
| 总股本/流通A股(百万) | 654/654     |
| 总市值/流通市值(百万) | 34238/34238 |

### 相关研究

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M  | 2M   | 3M   |
|---------|-----|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 9.6 | 14.0 | 31.6 |
| 相对涨幅(%) | 7.8 | 13.3 | 28.0 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婧

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

### 投资要点:

- 经营质量逐步改善，库存逐步优化，纯销持续向好。**2022年，公司实现营收40.42亿元(+5.0%)，归母净利润7.80亿元(+77.1%)，利润增速大幅快于收入增速，主要系公司通过一系列市场及销售系列举措促进收入增加，挖潜增效促进主产品毛利增长，同时加大品牌焕新、渠道动销投入销售费用也同比增加，减值损失同比减少。从几个财务指标来看：1) 2022年毛利率同比增加6pcts，其中阿胶系列产品毛利率同比增加7.21pcts；2) 存货从19年的35.22亿下降至22年的12.39亿，我们预计库存逐步优化；3) 应收账款从19年的12.63亿元下降至22年的3.84亿元，合同负债从19年的3.94亿元提升至22年的5.95亿元，我们预计纯销持续向好。
- 构建双轮驱动增长模式，多渠道覆盖提升品牌力。**公司构建“药品”“健康消费品”双轮驱动增长模式，以阿胶、复方阿胶浆为基石，向“阿胶+”和“+阿胶”不断延伸，覆盖更多消费者，满足更多人群需求，立足气血大品类向多个品类积极拓展，打造更多精品中药。通过品牌唤醒和品牌焕新，公司将进一步巩固消费者对于“滋补国宝，东阿阿胶”的品牌认知，构建品牌壁垒。同时公司从OTC终端向全渠道拓展布局，探索线上线下渠道互补推广方式，我们认为这将加速产品在终端的覆盖广度。
- 主力品种未来发展思路清晰，储备品种亦在蓄力。**2022年阿胶系列产品实现营收36.99亿元(+8.95%)，东阿阿胶块、复方阿胶浆以及桃花姬阿胶糕三大核心产品2022年实现恢复性增长。1) 阿胶块：我们认为当前阿胶块已构建了合理的供需关系和价格体系，收入端有望稳定增长，同时公司已逐步恢复国外驴皮进口，我们预计毛利率仍有提升空间；2) 阿胶浆：治疗癌因性疲乏取得突破性成果并启动大品种战略，同时公司组建医疗事业部，加速在院内市场的开发工作；3) 桃花姬：未来将用快消品的思路打造，实现区域性品牌到全国性品牌的迈进。公司还有其他战略储备品种40余种，未来公司也将不断挖掘龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液等疗效和产品力较为确切的品种潜力。
- 盈利预测：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为9.90亿元、12.17亿元、14.85亿元，同比分别增长26.9%、23.0%、22.0%，对应EPS分别为1.51元、1.86元、2.27元。公司是国内滋补品牌引领者，我们认为公司阿胶产品去库存进程已基本结束，核心品种的收入和纯销有望实现良性稳定增长，未来公司将围绕“增长”、“效率”实现高质量发展。参考可比公司，我们给予公司2023年32-40X PE，对应合理价值区间为48.42-60.53元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**核心品种销量放缓的风险，市场竞争加剧的风险，新产品推广不及预期的风险，原材料成本上涨的风险。

### 主要财务数据及预测

|             | 2021   | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 3849   | 4042  | 4680  | 5338  | 6094  |
| (+/-)YoY(%) | 12.9%  | 5.0%  | 15.8% | 14.1% | 14.2% |
| 净利润(百万元)    | 440    | 780   | 990   | 1217  | 1485  |
| (+/-)YoY(%) | 917.4% | 77.1% | 26.9% | 23.0% | 22.0% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.67   | 1.19  | 1.51  | 1.86  | 2.27  |
| 毛利率(%)      | 62.3%  | 68.3% | 71.2% | 71.7% | 72.1% |
| 净资产收益率(%)   | 4.4%   | 7.6%  | 8.7%  | 9.7%  | 10.6% |

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

我们对公司核心收入业务拆分的关键假设如下:

- 1) 阿胶系列产品: 我们认为阿胶块将实现稳健增长, 阿胶浆在大品种战略和渠道拓展的助力下加速增长, 桃花姬在产品重新定位后焕发活力。我们预计公司阿胶系列产品 2023-2025 年营业收入分别增长 16.6%/14.5%/14.5%。
- 2) 毛驴养殖: 公司的养驴业务逐渐从重资产向轻资产转移, 保留几个核心的基地, 用于示范养殖和科研繁育, 以突破毛驴养殖技包括怀孕率、养殖成本以及饲养流程等, 实现养驴收益。我们预计毛驴养殖业务 2023-2025 年营业收入增速为-10%/0%/0%。
- 3) 其他药品: 公司还有其他战略储备品种 40 余种, 同时公司将布局更多研发力量, 围绕双轮驱动战略, 与国内顶尖科研院所及外部资源, 探索更多具备良好消费者体验的好产品。我们预计其他药品 2023-2025 年营业收入分别增长 20%/15%/15%。

表 1 东阿阿胶收入分项

|          |            | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总表       | 营业收入 (百万元) | 3409.44 | 3848.99 | 4041.82 | 4679.90 | 5338.21 | 6094.06 |
|          | 增速 (%)     | 15.2%   | 12.9%   | 5.0%    | 15.8%   | 14.1%   | 14.2%   |
|          | 营业成本 (百万元) | 1534.19 | 1450.93 | 1281.22 | 1349.97 | 1512.47 | 1702.61 |
|          | 毛利率 (%)    | 55.0%   | 62.3%   | 68.3%   | 71.2%   | 71.7%   | 72.1%   |
| 阿胶系列产品汇总 | 收入 (百万元)   | 2789.70 | 3394.99 | 3698.91 | 4312.39 | 4936.99 | 5654.08 |
|          | 增速 (%)     | 46.2%   | 21.7%   | 9.0%    | 16.6%   | 14.5%   | 14.5%   |
|          | 毛利率 (%)    | 62.7%   | 66.0%   | 73.2%   | 73.5%   | 73.8%   | 74.0%   |
| 毛驴养殖及销售  | 收入 (百万元)   | 296.29  | 178.62  | 103.14  | 92.83   | 92.83   | 92.83   |
|          | 增速 (%)     | -59.9%  | -39.7%  | -42.3%  | -10.0%  | 0.0%    | 0.0%    |
|          | 毛利率 (%)    | -1.1%   | 8.2%    | 10.3%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 其他药品     | 收入 (百万元)   | 212.42  | 214.17  | 187.24  | 224.69  | 258.39  | 297.15  |
|          | 增速 (%)     | 16.3%   | 0.8%    | -12.6%  | 20.0%   | 15.0%   | 15.0%   |
|          | 毛利率 (%)    | 56.8%   | 63.7%   | 64.9%   | 65.0%   | 65.0%   | 65.00%  |
| 其他业务     | 收入 (百万元)   | 111.02  | 61.21   | 52.52   | 50.00   | 50.00   | 50.00   |
|          | 增速 (%)     | -87.9%  | -44.9%  | -14.2%  | -4.8%   | 0.0%    | 0.0%    |
|          | 毛利率 (%)    | 6.9%    | 13.1%   | -148.1% | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 9.90 亿元、12.17 亿元、14.85 亿元, 同比分别增长 26.9%、23.0%、22.0%, 对应 EPS 分别为 1.51 元、1.86 元、2.27 元。参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 30-40X PE, 对应合理价值区间为 45.40-60.53 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价 (元)  |      |       | EPS (元) |       |       | PE (X) |  |  |
|-----------|------|----------|------|-------|---------|-------|-------|--------|--|--|
|           |      | 2023/4/7 | 2022 | 2023E | 2024E   | 2022  | 2023E | 2024E  |  |  |
| 600329.SH | 达仁堂  | 40.36    | 1.12 | 1.39  | 1.73    | 36.04 | 28.98 | 23.34  |  |  |
| 600436.SH | 片仔癀  | 291.49   | 4.09 | 5.32  | 6.47    | 71.27 | 54.79 | 45.03  |  |  |
| 600085.SH | 同仁堂  | 54.96    | 1.04 | 1.22  | 1.42    | 52.85 | 44.87 | 38.72  |  |  |
|           | 均值   |          |      |       |         | 53.38 | 42.88 | 35.70  |  |  |

资料来源: wind, 海通证券研究所注: 收盘价为 2022 年 4 月 7 日价格, EPS 为 wind 一致预期

风险提示: 核心品种销量放缓的风险, 市场竞争加剧的风险, 新产品推广不及预期的风险, 原材料成本上涨的风险。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表 (百万元)          | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>4042</b>  | <b>4680</b>  | <b>5338</b>  | <b>6094</b>  |
| 每股收益               | 1.19        | 1.51         | 1.86         | 2.27         | 营业成本               | 1281         | 1350         | 1512         | 1703         |
| 每股净资产              | 15.79       | 17.31        | 19.17        | 21.44        | 毛利率%               | 68.3%        | 71.2%        | 71.7%        | 72.1%        |
| 每股经营现金流            | 3.28        | 0.51         | 2.46         | 2.23         | 营业税金及附加            | 68           | 72           | 84           | 96           |
| 每股股利               | 1.16        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 1.7%         | 1.5%         | 1.6%         | 1.6%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 1318         | 1544         | 1708         | 1920         |
| P/E                | 43.90       | 34.60        | 28.13        | 23.06        | 营业费用率%             | 32.6%        | 33.0%        | 32.0%        | 31.5%        |
| P/B                | 3.31        | 3.02         | 2.73         | 2.44         | 管理费用               | 387          | 407          | 427          | 469          |
| P/S                | 8.47        | 7.32         | 6.41         | 5.62         | 管理费用率%             | 9.6%         | 8.7%         | 8.0%         | 7.7%         |
| EV/EBITDA          | 20.11       | 21.00        | 16.34        | 13.09        | EBIT               | 889          | 1203         | 1493         | 1789         |
| 股息率%               | 2.2%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 财务费用               | -67          | -81          | -85          | -109         |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | -1.7%        | -1.7%        | -1.6%        | -1.8%        |
| 毛利率                | 68.3%       | 71.2%        | 71.7%        | 72.1%        | 资产减值损失             | -78          | -20          | -20          | -20          |
| 净利润率               | 19.3%       | 21.1%        | 22.8%        | 24.4%        | 投资收益               | 35           | 50           | 59           | 67           |
| 净资产收益率             | 7.6%        | 8.7%         | 9.7%         | 10.6%        | <b>营业利润</b>        | <b>915</b>   | <b>1316</b>  | <b>1619</b>  | <b>1976</b>  |
| 资产回报率              | 6.2%        | 7.7%         | 8.5%         | 9.3%         | 营业外收支              | -3           | 2            | 2            | 2            |
| 投资回报率              | 7.3%        | 7.9%         | 8.9%         | 9.5%         | <b>利润总额</b>        | <b>912</b>   | <b>1318</b>  | <b>1621</b>  | <b>1978</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 1060         | 1363         | 1655         | 1953         |
| 营业收入增长率            | 5.0%        | 15.8%        | 14.1%        | 14.2%        | 所得税                | 133          | 330          | 405          | 494          |
| EBIT 增长率           | 45.2%       | 35.3%        | 24.1%        | 19.8%        | 有效所得税率%            | 14.6%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        |
| 净利润增长率             | 77.1%       | 26.9%        | 23.0%        | 22.0%        | 少数股东损益             | -1           | -1           | -1           | -1           |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>780</b>   | <b>990</b>   | <b>1217</b>  | <b>1485</b>  |
| 资产负债率              | 18.1%       | 12.0%        | 12.5%        | 12.0%        | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 流动比率               | 4.66        | 7.42         | 7.28         | 7.74         | 货币资金               | 5370         | 5676         | 7266         | 8737         |
| 速动比率               | 4.03        | 6.35         | 6.52         | 6.99         | 应收账款及应收票据          | 551          | 396          | 494          | 522          |
| 现金比率               | 2.56        | 4.16         | 4.52         | 5.05         | 存货                 | 1239         | 1386         | 1134         | 1230         |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 其它流动资产             | 2624         | 2674         | 2791         | 2902         |
| 应收账款周转天数           | 31.60       | 30.00        | 30.00        | 30.00        | 流动资产合计             | 9784         | 10132        | 11686        | 13391        |
| 存货周转天数             | 405.24      | 350.00       | 300.00       | 250.00       | 长期股权投资             | 114          | 114          | 114          | 114          |
| 总资产周转率             | 0.33        | 0.37         | 0.39         | 0.40         | 固定资产               | 1963         | 1868         | 1771         | 1672         |
| 固定资产周转率            | 2.01        | 2.44         | 2.93         | 3.54         | 在建工程               | 2            | 2            | 2            | 2            |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 332          | 327          | 322          | 317          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 非流动资产合计            | 2848         | 2753         | 2656         | 2557         |
| 净利润                | 780         | 990          | 1217         | 1485         | <b>资产总计</b>        | <b>12631</b> | <b>12885</b> | <b>14342</b> | <b>15948</b> |
| 少数股东损益             | -1          | -1           | -1           | -1           | 短期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 非现金支出              | 225         | 180          | 182          | 184          | 应付票据及应付账款          | 238          | 189          | 290          | 250          |
| 非经营收益              | -104        | -54          | -64          | -100         | 预收账款               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营运资金变动             | 1245        | -777         | 277          | -112         | 其它流动负债             | 1862         | 1177         | 1317         | 1480         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>2145</b> | <b>337</b>   | <b>1612</b>  | <b>1456</b>  | 流动负债合计             | 2101         | 1366         | 1606         | 1730         |
| 资产                 | -46         | -46          | -45          | -18          | 长期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资                 | 557         | -35          | -35          | -35          | 其它长期负债             | 180          | 180          | 180          | 180          |
| 其他                 | 78          | 50           | 59           | 67           | 非流动负债合计            | 180          | 180          | 180          | 180          |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>590</b>  | <b>-31</b>   | <b>-21</b>   | <b>15</b>    | <b>负债总计</b>        | <b>2281</b>  | <b>1546</b>  | <b>1786</b>  | <b>1909</b>  |
| 债权募资               | 0           | 0            | 0            | 0            | 实收资本               | 654          | 654          | 654          | 654          |
| 股权募资               | 0           | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 10329        | 11319        | 12536        | 14021        |
| 其他                 | -438        | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 22           | 21           | 19           | 18           |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-438</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>12631</b> | <b>12885</b> | <b>14342</b> | <b>15948</b> |
| <b>现金净流量</b>       | <b>2297</b> | <b>306</b>   | <b>1590</b>  | <b>1470</b>  |                    |              |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓

### 投资评级说明

|   | 类别     | 评级   | 说明                            |
|---|--------|------|-------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;<br><b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;           |
|   |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;     |
|   |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;        |
|   |        | 无评级  | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。    |
|   | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;      |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。