

东阿阿胶 (000423) 2022 年报点评

Q4 经营向好，业绩符合预期

事项:

- 近日公司公告 22 年报，实现收入 40.4 亿元 (同比+5.01%)，归母净利润 7.8 亿元 (同比+77.1%)；单四季度，实现收入 9.95 亿元 (同比-2.71%)，归母净利润 2.67 亿元 (同比+91.93%)；归母净利润与业绩快报中值相近，业绩符合预期。

评论:

- 预计四季度纯销情况优于报表端。**单四季度，公司营业收入为 9.95 亿元 (环比-2.26 亿元)，但销售商品提供劳务收到的现金为 14.52 亿元 (环比+3.64 亿元)，应收账款环比下降 0.98 亿元，合同负债增加 0.76 亿元，上述指标变化反映公司四季度纯销持续向好。同时根据中康数据显示，公司 Q4 纯销额远高于 Q3，亦可作为佐证。
- 调整到位，轻装上阵。**自 22 年初程杰总裁到任以来，践行十四五规划目标，经过部分核心人员调整后经营管理团队已趋于稳定，通过渠道生态治理有效解决近年来阿胶核心产品零售终端控价难题，以唤醒及焕新为抓手持续提升品牌影响力；截止目前上述工作已初显成效。同时经过 3 年调整，公司渠道库存水平已处于历史低位。分产品分拆，我们预计报告期阿胶块收入约 22-24 亿，阿胶浆收入约 9-11 亿，桃花姬及保健品 4-6 亿。
- 盈利能力存一定提升空间。**报告期公司毛利率为 68.3% (同比+6pcts)，随着历史高价驴皮库存逐步消化完毕后恢复采购低价驴皮，预计未来公司毛利率将逐步提升至较高水平；报告期公司销售费用率为 32.6% (同比+6.26pcts)，销售费用提升反映公司前置性的市场推广及广告投入增加，未来随着整体收入提升，销售费用率预计将控制在 30% 以内。综合来看，我们认为公司整体毛利率和销售费用率尚存一定优化空间，有望推动公司净利率在中期达到 30% 左右 (报告期为 19.3%)。
- 看好公司业绩表现，维持“推荐”评级。**考虑到公司正处于业绩恢复期，且后期费用投入增加，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 10.4/13.7/17.9 亿元 (23-24 年原预测值为 9.9/14.4 亿元)，同比增速为+32.9%、32%、31.1%，考虑到公司正处于恢复期业绩增速较快，同时叠加疫后滋补需求提升，给予 23 年 40 倍目标 PE，对应目标价 63.6 元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**疫情影响加剧、内部调整加剧、原材料供应不足等。

主要财务指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万) | 4,042 | 4,844 | 5,603 | 6,501 |
| 同比增速(%) | 5.0% | 19.8% | 15.7% | 16.0% |
| 归母净利润(百万) | 780 | 1,037 | 1,368 | 1,794 |
| 同比增速(%) | 77.1% | 32.9% | 32.0% | 31.1% |
| 每股盈利(元) | 1.19 | 1.59 | 2.09 | 2.74 |
| 市盈率(倍) | 44 | 33 | 25 | 19 |
| 市净率(倍) | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 2.8 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

推荐 (维持)

目标价：63.6 元

当前价：52.99 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：黄致君

电话：010-66500910

邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

执业编号：S0360522090003

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(万股) | 65,402.15 |
| 已上市流通股(万股) | 65,402.15 |
| 总市值(亿元) | 346.57 |
| 流通市值(亿元) | 346.57 |
| 资产负债率(%) | 18.05 |
| 每股净资产(元) | 15.79 |
| 12 个月内最高/最低价 | 52.99/28.57 |

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东阿阿胶 (000423) 跟踪分析报告：蓄势待发 反转可期，优质公司长坡厚雪》

2022-11-30

《东阿阿胶 (000423) 2022 年三季度报点评：业绩持续修复，符合预期》

2022-11-04

《东阿阿胶 (000423) 2022 年中报点评：各项经营稳步恢复，看好中线投资机会》

2022-08-29

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 5,370 | 6,205 | 6,893 | 8,286 |
| 应收票据 | 167 | 50 | 72 | 105 |
| 应收账款 | 384 | 331 | 372 | 378 |
| 预付账款 | 10 | 47 | 43 | 36 |
| 存货 | 1,239 | 1,223 | 1,224 | 1,195 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 2,614 | 2,951 | 3,096 | 3,169 |
| 流动资产合计 | 9,784 | 10,807 | 11,700 | 13,169 |
| 其他长期投资 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 长期股权投资 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| 固定资产 | 1,963 | 2,006 | 2,013 | 1,992 |
| 在建工程 | 2 | 27 | 47 | 63 |
| 无形资产 | 332 | 307 | 282 | 258 |
| 其他非流动资产 | 367 | 369 | 369 | 369 |
| 非流动资产合计 | 2,847 | 2,892 | 2,894 | 2,865 |
| 资产合计 | 12,631 | 13,699 | 14,594 | 16,034 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 0 | 76 | 21 | 29 |
| 应付账款 | 238 | 255 | 276 | 322 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 595 | 714 | 825 | 958 |
| 其他应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 一年内到期的非流动负债 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 其他流动负债 | 1,243 | 1,496 | 1,706 | 1,927 |
| 流动负债合计 | 2,100 | 2,565 | 2,852 | 3,260 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 非流动负债合计 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 负债合计 | 2,280 | 2,745 | 3,032 | 3,440 |
| 归属母公司所有者权益 | 10,329 | 10,933 | 11,543 | 12,577 |
| 少数股东权益 | 22 | 21 | 19 | 17 |
| 所有者权益合计 | 10,351 | 10,954 | 11,562 | 12,594 |
| 负债和股东权益 | 12,631 | 13,699 | 14,594 | 16,034 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 2,145 | 1,256 | 1,379 | 2,019 |
| 现金收益 | 862 | 1,132 | 1,462 | 1,883 |
| 存货影响 | 407 | 16 | -1 | 29 |
| 经营性应收影响 | -137 | 196 | -33 | -29 |
| 经营性应付影响 | -464 | 93 | -34 | 53 |
| 其他影响 | 1,477 | -180 | -15 | 83 |
| 投资活动现金流 | 590 | -212 | -169 | -134 |
| 资本支出 | 25 | -209 | -169 | -136 |
| 股权投资 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 563 | -3 | 0 | 2 |
| 融资活动现金流 | -438 | -209 | -522 | -492 |
| 借款增加 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 股利及利息支付 | -419 | -578 | -762 | -997 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -25 | 369 | 240 | 505 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 4,042 | 4,844 | 5,603 | 6,501 |
| 营业成本 | 1,281 | 1,511 | 1,681 | 1,846 |
| 税金及附加 | 68 | 66 | 67 | 78 |
| 销售费用 | 1,318 | 1,521 | 1,720 | 1,931 |
| 管理费用 | 387 | 464 | 509 | 545 |
| 研发费用 | 138 | 165 | 191 | 208 |
| 财务费用 | -67 | -69 | -71 | -74 |
| 信用减值损失 | 24 | 23 | 22 | 21 |
| 资产减值损失 | -78 | -62 | -27 | -3 |
| 公允价值变动收益 | -5 | 1 | 4 | 1 |
| 投资收益 | 35 | 46 | 59 | 77 |
| 其他收益 | 19 | 19 | 34 | 35 |
| 营业利润 | 915 | 1,215 | 1,603 | 2,100 |
| 营业外收入 | 6 | 6 | 5 | 7 |
| 营业外支出 | 9 | 9 | 9 | 10 |
| 利润总额 | 912 | 1,212 | 1,599 | 2,097 |
| 所得税 | 133 | 176 | 232 | 305 |
| 净利润 | 779 | 1,036 | 1,367 | 1,792 |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | -1 | -2 |
| 归属母公司净利润 | 780 | 1,037 | 1,368 | 1,794 |
| NOPLAT | 722 | 976 | 1,306 | 1,729 |
| EPS(摊薄) (元) | 1.19 | 1.59 | 2.09 | 2.74 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.0% | 19.8% | 15.7% | 16.0% |
| EBIT 增长率 | 57.3% | 35.3% | 33.7% | 32.4% |
| 归母净利润增长率 | 77.1% | 32.9% | 32.0% | 31.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 68.3% | 68.8% | 70.0% | 71.6% |
| 净利率 | 19.3% | 21.4% | 24.4% | 27.6% |
| ROE | 7.5% | 9.5% | 11.8% | 14.2% |
| ROIC | 10.0% | 12.4% | 15.4% | 18.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 18.1% | 20.0% | 20.8% | 21.4% |
| 债务权益比 | 2.0% | 1.9% | 1.8% | 1.6% |
| 流动比率 | 4.7 | 4.2 | 4.1 | 4.0 |
| 速动比率 | 4.1 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转天数 | 32 | 27 | 23 | 21 |
| 应付账款周转天数 | 70 | 59 | 57 | 58 |
| 存货周转天数 | 405 | 293 | 262 | 236 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.19 | 1.59 | 2.09 | 2.74 |
| 每股经营现金流 | 3.28 | 1.92 | 2.11 | 3.09 |
| 每股净资产 | 15.79 | 16.72 | 17.65 | 19.23 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 44 | 33 | 25 | 19 |
| P/B | 3 | 3 | 3 | 3 |
| EV/EBITDA | 48 | 36 | 28 | 22 |

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 北京机构副总监 | 010-63214682 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 副总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 高级销售经理 | 010-63214682 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 蔡依林 | 高级销售经理 | 010-66500808 | caiyilin@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 高级销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 高级销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| 深圳机构销售部 | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 高级销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 邓洁 | 高级销售经理 | 0755-82756803 | dengjie@hcyjs.com |
| | 董姝彤 | 销售经理 | 0755-82871425 | dongshutong@hcyjs.com |
| | 巢莫雯 | 销售经理 | 0755-83024576 | chaomowen@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 曹静婷 | 上海机构销售副总监 | 021-20572551 | caojingting@hcyjs.com |
| | 官逸超 | 上海机构销售副总监 | 021-20572555 | guanyichao@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 上海机构销售副总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjian@hcyjs.com |
| | 邵婧 | 高级销售经理 | 021-20572560 | shaojing@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 高级销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 销售助理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 销售助理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 周玮 | 销售经理 | | zhouwei@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 总监 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 江赛专 | 资深销售经理 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 高级销售经理 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹琦 | 销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|---|---|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522 |