

东阿阿胶 (000423.SZ) / 中药

证券研究报告/公司点评

2023年05月05日

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 52.80

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3848.99	4041.82	4846.20	5605.26	6509.80
增长率 yoy%	12.89%	5.01%	19.90%	15.66%	16.14%
净利润(百万元)	440.44	780.00	1087.36	1344.21	1683.18
增长率 yoy%	917.43%	77.10%	39.41%	23.62%	25.22%
每股收益(元)	0.67	1.19	1.66	2.06	2.57
每股现金流量	4.28	3.28	-1.48	1.97	1.82
净资产收益率	4.42%	7.55%	9.24%	10.25%	11.38%
P/E	77.74	43.90	31.49	25.47	20.34
P/B	3.43	3.31	2.91	2.61	2.31

备注: 数据截止 2023/5/5

**基本状况**

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	654
市价(元)	52.80
市值(亿元)	345
流通市值(亿元)	345

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2023 年一季报, 报告期内实现营业收入 10.69 亿元, 同比增长 20.06%; 实现归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 100.86%; 实现扣非归母净利润 2.12 亿元, 同比增长 131.99%。**
- **业绩符合预期, 阿胶系列终端需求旺盛。Q1 公司实现归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 100.86%; 实现扣非净利润 2.12 亿元, 同比增长 131.99%; 业绩符合此前预告预期。受益于疫后滋补需求旺盛, 一季度公司阿胶系列产品终端动销实现较快增长。Q1 经营活动产生的现金流量净额同比增加 51.64%, 表现亮眼。**
- **原材料价格稳中有降+改革红利释放, 盈利能力显著提升。2023 年 Q1 公司实现毛利率 70.8% (同比+4.6pp、环比+0.2pp), 我们预计系核心原材料驴皮价格稳中有降所致。销售/管理/研发费用率分别为 39.83%/5.84%/2.06%, 分别同比-0.72pp/-1.20pp/-1.18pp, 在新一任管理层的带领下公司费用端控制良好。一季度净利率同比提升 7pp 至 21.6%。截止 Q1 公司存货余额为 12.6 亿元, 保持较低水平; 合同负债余额 5.91 亿元, 同比基本持平; 渠道库存保持良性水平。**
- **看好核心产品销售回升, 23 年聚焦增长+效率。1) 东阿阿胶: 公司品牌认知度和驴皮原材料资源优势明显, 目前终端价格企稳, 随着公司渠道生态治理成效显著, 市占率有望恢复高水平。2) 复方阿胶浆: 十四五战略品种, 医保支付限制解除以及治疗癌因性疲乏新适应症拓宽, 有望加速复方阿胶浆在医疗渠道放量; 同时公司推出小包装下沉县乡市场, 通过学术推广以院内带动院外, 复方阿胶浆有望成为公司快速增长的重要驱动力。3) 桃花姬: 极富女性气质的“桃花姬”品牌定位与公司原有消费群体形成区隔, 营销策略调整后更加注重消费品逻辑, 公司通过线上+线下双渠道协同发展, 加速触达年轻用户, 桃花姬有望恢复稳健增长。**
- **盈利预测和投资建议: 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 48.46、56.05、65.10 亿元, 同比增长 19.90%、15.66%、16.14%, 实现归母净利润 10.87、13.44、16.83 亿元同比增长 39.41%、23.62%、25.22%。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。**

**图表 1: 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9784	11051	12685	14650	<b>营业收入</b>	4042	4846	5605	6510
现金	5370	4873	6335	7738	营业成本	1281	1537	1746	1983
应收账款	384	844	982	1137	营业税金及附加	68	82	95	110
其他应收款	42	88	101	118	营业费用	1318	1648	1738	1953
预付账款	10	12	14	16	管理费用	387	475	549	625
存货	1239	2035	2252	2592	财务费用	-67	-75	-82	-104
其他流动资产	2739	3198	3001	3049	资产减值损失	-78	-204	-141	-173
<b>非流动资产</b>	2848	2784	2598	2389	公允价值变动收益	-5	-2	-3	-3
长期投资	114	114	114	114	投资净收益	35	30	50	60
固定资产	1963	1989	1868	1746	<b>营业利润</b>	915	1274	1575	1971
无形资产	332	281	216	146	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	439	400	400	384	营业外支出	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	12631	13835	15283	17039	<b>利润总额</b>	912	1271	1572	1968
<b>流动负债</b>	2101	1877	1969	2049	所得税	133	185	229	287
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	779	1086	1343	1682
应付账款	238	250	307	347	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	1863	1626	1662	1702	<b>归属母公司净利润</b>	780	1087	1344	1683
<b>非流动负债</b>	180	172	185	179	EBITDA	998	1345	1637	2012
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.19	1.66	2.06	2.57
其他非流动负债	180	172	185	179					
<b>负债合计</b>	2281	2049	2154	2228	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	22	20	19	17	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	654	654	654	654	<b>成长能力</b>				
资本公积	742	742	742	742	营业收入	5.0%	19.9%	15.7%	16.1%
留存收益	9283	10370	11714	13397	营业利润	60.9%	39.3%	23.6%	25.2%
归属母公司股东权益	10329	11766	13110	14794	归属于母公司净利润	77.1%	39.4%	23.6%	25.2%
<b>负债和股东权益</b>	12631	13835	15283	17039	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	68.3%	68.3%	68.9%	69.5%
					净利率(%)	19.3%	22.4%	24.0%	25.9%
					ROE(%)	7.6%	9.2%	10.3%	11.4%
					ROIC(%)	27.1%	21.7%	27.8%	32.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	18.1%	14.8%	14.1%	13.1%
					净负债比率(%)	1.05%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.66	5.89	6.44	7.15
					速动比率	3.89	4.80	5.30	5.89
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.33	0.37	0.38	0.40
					应收账款周转率	5	6	6	6
					应付账款周转率	5.16	6.29	6.27	6.07
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.19	1.66	2.06	2.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	-1.48	1.97	1.82
					每股净资产(最新摊薄)	15.79	17.99	20.05	22.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	43.90	31.49	25.47	20.34
					P/B	3.31	2.91	2.61	2.31
					EV/EBITDA	27	20	16	13

  

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2145	-969	1287	1191
净利润	779	1086	1343	1682
折旧摊销	150	146	145	145
财务费用	-67	-75	-82	-104
投资损失	-35	-30	-50	-60
营运资金变动	1245	-1233	-81	-483
其他经营现金流	73	-864	13	11
<b>投资活动现金流</b>	590	72	92	108
资本支出	46	-14	0	0
长期投资	-557	0	0	0
其他投资现金流	78	58	92	108
<b>筹资活动现金流</b>	-438	401	83	104
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-438	401	83	104
<b>现金净增加额</b>	2297	-497	1462	1403

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。