

2023 年 11 月 01 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

55

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2023/10/31)	46.40
深证成指(2023/10/31)	9863.80
股价 12 个月高/低	54.48/35.84
总发行股数(百万)	643.98
A 股数(百万)	643.98
A 市值(亿元)	298.81
主要股东	华润东阿阿胶 有限公司 (23.50%)
每股净值(元)	16.08
股价/账面净值	2.89
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.9 -7.0 26.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023/07/07	48.86	买进
2023/03/27	45.30	买进

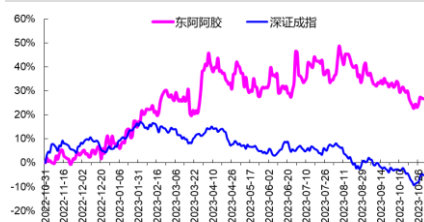
产品组合

阿胶及系列	85.3%
其他	12.5%
医药贸易	1.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.8%
一般法人	43.9%

股价相对大盘走势



东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买进

23Q3 净利同比增长 23%，符合预期

结论与建议：

- **公司业绩：**公司发布三季报，2023Q1-Q3实现营收34.3亿元，YOY+12.5%，录得归母净利润7.8亿元，YOY+52.8%，扣非后归母净利润7.0亿元，YOY+54.9%，公司业绩符合预期。其中Q3单季度实现营收12.6亿元，YOY+3.3%，归母净利润2.5亿元，YOY+23.1%，扣非后YOY+13.5%。
- **Q3营收端稳健，Q3末合同负债增加明显：**公司Q3营收端较为稳健，但从合同负债角度来看，Q3末合同负债7.9亿元，同比增长52%，我们认为面对冬季旺季来临，经销商的备货需求更为旺盛。展望未来，我们认为近几年渠道库存去化后公司销售已恢复常态，而华润管理团队进入，对阿胶品牌的唤醒和焕新，阿胶浆及“桃花姬”产品的推动，以及在线上流量渠道的托面增量将推动公司营收端后续的稳步增长。
- **毛利率重回历史高位，销售费用率增加：**公司Q3单季度毛利率达到72%，同比提升2.4个百分点，环比提升2.1个百分点，重回历史高位区间，近10年来看，也仅次于2016Q1时的72.6%，预计后续将会保持稳定。Q3期间费用率为49.4%，同比增加6.5个百分点，主要是销售费用同比增加8.4个百分点，我们估计主要是渠道优化及数字营销力度增加。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2023-2025年分别录得净利润11.3亿元、13.6亿元、15.8亿元，YOY+44.3%、+20.9%、+16.1%，EPS分别为1.75元、2.11元、2.45元，对应PE分别为26X、22X、19X，公司业绩在经历渠道库存去化以及新团队新战略的推动，预计将会稳步增长，目前估值相对合理，维持“买进”评级。
- **风险提示：**原料价格上涨、终端销售不及预期

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	440	780	1126	1361	1580
同比增减	%	917.43	77.10	44.31	20.94	16.07
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	1.21	1.75	2.11	2.45
同比增减	%	871.43	77.94	44.46	20.94	16.07
市盈率(P/E)	X	68.38	38.43	26.60	22.00	18.95
股利 (DPS)	RMB 元	0.66	1.18	0.87	1.06	1.23
GON 股息率 (Yield)	%	1.42	2.53	1.88	2.27	2.64

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	3849	4042	4625	5170	5540
经营成本	1451	1281	1330	1521	1586
营业税金及附加	57	68	70	78	83
销售费用	1014	1318	1678	1706	1734
管理费用	373	387	319	388	404
财务费用	-34	-67	-82	-52	-55
资产减值损失			0	0	0
投资收益	64	35	56	80	80
营业利润	569	915	1367	1609	1868
营业外收入	9	6	4	10	10
营业外支出	7	9	13	8	8
利润总额	571	912	1357	1611	1870
所得税	132	133	230	250	290
少数股东损益	-2	-1	1	0	0
归属于母公司所有者的净利润	440	780	1126	1361	1580

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	3248	5370	8224	11113	12056
应收账款	326	384	462	517	620
存货	1646	1239	1596	1826	1734
流动资产合计	8622	9784	10762	11838	14206
长期股权投资	115	114	148	192	250
固定资产	2062	1963	1982	2002	2203
在建工程	1	2	2	2	3
非流动资产合计	3007	2848	2876	2905	3341
资产总计	11628	12631	13638	14743	17547
流动负债合计	1433	2101	2521	3025	3630
非流动负债合计	199	180	187	195	202
负债合计	1633	2281	2708	3220	3832
少数股东权益	22	22	23	24	221
股东权益合计	9973	10329	10908	11500	13493
负债及股东权益合计	11628	12631	13638	14743	17547

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	2801	2145	3,940	3,948	4,343
投资活动产生的现金流量净额	-963	590	-688	-536	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	-226	-438	-398	-522	-650
现金及现金等价物净增加额	1612	2297	2854	2890	2293

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。