

滋补龙头业绩稳健兑现，盈利能力持续提升

2023 年 11 月 01 日

➤ **事件：**东阿阿胶公布 2023 年三季度报告，2023Q3 公司营业收入 12.61 亿元 (YOY+3.32%)，归母净利润 2.53 亿元 (YOY+23.42%)，扣非归母净利润 2.10 亿元 (YOY+13.51%)。

➤ **业绩稳健增长，净利润表现亮眼。**2023 前三季度公司营业收入 34.28 亿元 (YOY+12.53%)，归母净利润 7.84 亿元 (YOY+52.79%)，扣非归母净利润 7.00 亿元 (YOY+54.86%)。公司前三季度净利润的高速增长得益于销售收入增长及毛利率提升等因素带动净利润增加。

➤ **销售收入增加叠加毛利率提升，拉动营业利润增长。**2023 前三季度，公司营业总成本 25.91 亿元 (YOY+5.54%)，销售毛利率 70.94%，较上年同期上升近 3.4pct，营业利润 9.60 亿元 (YOY+53.82%)，主要系销售收入增长及毛利率提升等因素带动营业利润增加所致。单 Q3 来看，2023Q3 公司营业总成本 10.25 亿元 (YOY+8.07%)，销售毛利率 71.96%，较上年同期上升近 2.4pct，营业利润 3.12 亿元 (YOY+16.27%)。

➤ **公司现金流充沛，销售费用率略有上升。**2023 前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额 12.88 亿元 (YOY-0.04%)，投资活动产生的现金流量净额 1.88 亿元 (YOY+120.16%)，本期购买理财资金较同期减少所致；截至 2023 年 9 月 30 日期末现金及现金等价物余额 60.55 亿元 (YOY+51.47%)。2023Q3 公司销售费用率 44.88%，同比上升 8.3pct；管理费用率 6.09%，同比下降 1.6pct；财务费用率-2.05%，得益于货币资金较同期增加，提高存款资金收益。

➤ **投资建议：**公司拥有滋补类龙头品牌，构建“药品+健康消费品”双轮驱动业务模式，推进阿胶类中药全产业链融合发展，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 10/12/15 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29/24/20 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**毛驴养殖低于预期；驴皮价格大幅上涨；阿胶块销量下滑；新产品放量低于预期；政策变化风险。

推荐

维持评级

当前价格：

46.40 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 宋丽莹

执业证书：S0100523090003

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

1. 中药政策复盘：政策持续鼓励支持，行业高质量发展-2023/8/21

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,042	4,741	5,567	6,541
增长率 (%)	5.0	17.3	17.4	17.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	780	1,016	1,246	1,500
增长率 (%)	77.1	30.3	22.6	20.4
每股收益 (元)	1.21	1.58	1.93	2.33
PE	38	29	24	20
PB	2.9	2.8	2.8	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,042	4,741	5,567	6,541
营业成本	1,281	1,508	1,756	2,048
营业税金及附加	68	73	85	100
销售费用	1,318	1,422	1,614	1,877
管理费用	387	471	554	634
研发费用	138	177	208	244
EBIT	889	1,127	1,394	1,688
财务费用	-67	-63	-65	-69
资产减值损失	-78	0	0	0
投资收益	35	0	0	0
营业利润	915	1,192	1,462	1,761
营业外收支	-3	2	2	2
利润总额	912	1,194	1,464	1,763
所得税	133	179	220	264
净利润	779	1,015	1,244	1,499
归属于母公司净利润	780	1,016	1,246	1,500
EBITDA	1,060	1,310	1,602	1,921

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,370	5,585	5,882	6,223
应收账款及票据	551	566	664	780
预付款项	10	25	29	34
存货	1,239	1,095	1,154	1,122
其他流动资产	2,614	2,631	2,735	2,885
流动资产合计	9,784	9,901	10,464	11,044
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	1,963	2,009	2,002	1,996
无形资产	332	336	328	320
非流动资产合计	2,848	2,907	2,882	2,857
资产合计	12,631	12,808	13,347	13,901
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	238	261	304	354
其他流动负债	1,863	1,759	2,007	2,233
流动负债合计	2,101	2,020	2,311	2,588
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	180	181	173	163
非流动负债合计	180	181	173	163
负债合计	2,281	2,201	2,483	2,751
股本	654	644	644	644
少数股东权益	22	21	19	18
股东权益合计	10,351	10,607	10,863	11,150
负债和股东权益合计	12,631	12,808	13,347	13,901

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.01	17.31	17.41	17.50
EBIT 增长率	45.24	26.78	23.67	21.12
净利润增长率	77.10	30.26	22.60	20.41
盈利能力 (%)				
毛利率	68.30	68.19	68.46	68.69
净利率	19.30	21.43	22.38	22.93
总资产收益率 ROA	6.18	7.93	9.33	10.79
净资产收益率 ROE	7.55	9.60	11.49	13.47
偿债能力				
流动比率	4.66	4.90	4.53	4.27
速动比率	4.03	4.34	4.01	3.82
现金比率	2.56	2.76	2.55	2.40
资产负债率 (%)	18.05	17.18	18.61	19.79
经营效率				
应收账款周转天数	34.67	36.00	36.00	36.00
存货周转天数	352.86	265.00	240.00	200.00
总资产周转率	0.33	0.37	0.43	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.58	1.93	2.33
每股净资产	16.04	16.44	16.84	17.29
每股经营现金流	3.33	1.87	2.29	2.74
每股股利	1.18	1.53	1.88	2.27
估值分析				
PE	38	29	24	20
PB	2.9	2.8	2.8	2.7
EV/EBITDA	22.57	18.25	14.93	12.45
股息收益率 (%)	2.54	3.31	4.05	4.88

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	779	1,015	1,244	1,499
折旧和摊销	171	183	208	233
营运资金变动	1,245	15	24	37
经营活动现金流	2,145	1,205	1,473	1,764
资本开支	-46	-204	-155	-171
投资	557	0	0	0
投资活动现金流	590	-205	-155	-171
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	1	1	1
筹资活动现金流	-438	-785	-1,021	-1,253
现金净流量	2,297	215	297	341

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026