

分析师: 李琳琳
登记编码: S0730511010010
lill@ccnew.com 021-50586983

未来业绩稳步增长可期

——东阿阿胶(000423)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

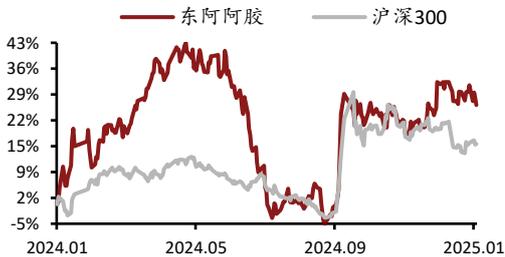
市场数据(2025-01-23)

收盘价(元)	60.29
一年内最高/最低(元)	71.59/45.21
沪深 300 指数	3,803.74
市净率(倍)	3.92
流通市值(亿元)	388.25

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	15.39
每股经营现金流(元)	2.24
毛利率(%)	74.13
净资产收益率_摊薄(%)	11.62
资产负债率(%)	21.88
总股本/流通股(万股)	64,397.68/64,397.68
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 01 月 24 日

投资要点:

- 公司是国内最大的阿胶生产企业, 隶属于华润集团, 主要从事阿胶及系列产品的研发与销售。核心产品为东阿阿胶块, 复方阿胶浆、桃花姬阿胶膏、阿胶速溶粉以及“皇家围场 1619”等。1 月 18 日, 公司发布 2024 年业绩预告, 预计实现归母净利润 15-16 亿元, 同比增长 30%-39%; 实现扣非净利润 14-15 亿元, 同比增长 29%-39%。
- 阿胶块是公司主要的收入和利润来源, 未来收入将保持稳定增长态势; 复方阿胶浆是公司的第二大品种, 作为气血双补独家品种, 在品牌建设以及功效应用方面, 具备天然的独特优势, 公司近年来通过不断强化研发以及临床学术投入, 高效助力复方阿胶浆自身核心竞争力。未来, 在医疗市场中, 相关研究结果将成为强有力的数据支撑, 有助于复方阿胶浆学术成果的推广, 以丰富其在相关领域的循证医学依据, 拓展复方阿胶浆的临床应用范围与人群。“桃花姬”阿胶糕是东阿阿胶健康消费品领域的核心品牌, 目前公司聚焦快消品思路创新打造, 推动其从区域性品牌向全国性品牌迈进。未来, 公司将持续开展数字化战役、原点市场以及中心城市战役、代言人整合营销战役、品牌品类规划战役, 以山东市场为圆心向全国拓展, 通过签约实力派明星代言, 配合多媒体+高频次覆盖重点市场, 深化动销和终端渗透, 融合品牌共建、资源置换与终端活动承接, 实现其由区域性品牌向全国头部健康养颜零食品牌的构建。阿胶粉公司近年来开发的新品种。2023 年, 阿胶粉收入规模破亿, 未来通过“品牌+数字化”的双轮驱动业务模式对阿胶粉客户群全面拉新, 最大效率占领用户心智, 持续开拓滋补需求新用户; “皇家围场 1619”以男性滋补第一品牌为愿景, 建立品牌差异化认知和产品矩阵, 占位补肾功能市场, 致力于为消费者提供专业的男士滋补健康解决方案。
- 公司近年来融入国家大健康发展战略, 夯实基石消费者护城河, 通过品牌唤醒, 巩固“滋补国宝东阿阿胶”顶流品牌; 通过品牌焕新, 打造国潮新品牌; 构建药品+健康消费品“双轮驱动”业务模式, 相互协同赋能; 依托“一中心”“三高地”布局研发, 开拓新品类、新产品、新功效、新人群, 通过差异化创新, 构建技术壁垒; 围绕大健康拓展新赛道, 引进新产品, 寻求外延发展新机遇, 24 年业绩增长超出预期。根据公司披露的投资者关系记录, 2024 年前三季度, 公司阿胶块收入同比增长约 10%, 收入占比近 45%; 复方阿胶浆收入同比增长接近 50%, 收入占比 30%以上; 桃花姬收入同比增长约 20%, 收入占比约 10%; 阿胶粉收入同比大幅增长约 150%,

收入占比约 3%。

- 2025 年 1 月 10 日，公司发布第一期限限制性股票激励计划（草案修订稿），业绩考核指标包括：1) 2025-2027 年净资产收益率分别不低于 11.50%、12.00%、12.50%；2) 归母净利润以 2023 年度作为基期，2025-2027 年复合增长率不低于 15%，对应年度归母净利润绝对值分别为 15.22 亿元、17.50 亿元、20.13 亿元；3) 经济增加值改善值 (ΔEVA) 2025-2027 年分别大于 0；4) 完成集团公司下发的产业链相关任务。股权激励方案的落地有助于公司稳定核心团队，保持高质发展。
- 预计公司 2024 年，2025 年，2026 年每股收益分别为 2.38 元，2.79 元和 3.47 元，对应 1 月 23 日收盘价 60.29 元，市盈率分别为 25.49 倍，21.81 倍和 17.53 倍，给予公司“买入”的投资评级。

风险提示：宏观经济系统性风险，市场营销低于预期风险，原材料波动风险，行业监管政策风险等

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,042	4,715	5,985	6,844	8,157
增长比率（%）	5.01	16.66	26.93	14.35	19.19
净利润（百万元）	780	1,151	1,535	1,795	2,233
增长比率（%）	77.10	47.55	33.42	16.88	24.43
每股收益(元)	1.21	1.79	2.38	2.79	3.47
市盈率(倍)	50.18	34.01	25.49	21.81	17.53

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,784	10,537	11,428	12,830	13,966
现金	5,370	5,826	5,908	6,505	7,314
应收票据及应收账款	551	439	380	416	405
其他应收款	42	75	80	111	110
预付账款	10	11	11	13	19
存货	1,239	1,012	1,019	1,617	1,911
其他流动资产	2,572	3,175	4,030	4,168	4,206
非流动资产	2,848	2,769	2,773	2,807	2,824
长期投资	114	74	72	71	70
固定资产	1,963	1,837	1,847	1,890	1,913
无形资产	332	323	315	306	296
其他非流动资产	439	535	538	541	545
资产总计	12,631	13,306	14,201	15,638	16,790
流动负债	2,101	2,407	2,591	3,101	3,099
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	238	275	267	329	327
其他流动负债	1,863	2,132	2,324	2,773	2,772
非流动负债	180	159	147	140	133
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	180	159	147	140	133
负债合计	2,281	2,566	2,738	3,241	3,231
少数股东权益	22	22	22	22	22
股本	654	644	644	644	644
资本公积	742	402	402	402	402
留存收益	9,283	9,675	10,473	11,407	12,569
归属母公司股东权益	10,329	10,719	11,442	12,375	13,537
负债和股东权益	12,631	13,306	14,201	15,638	16,790

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,145	1,953	1,918	1,564	1,967
净利润	779	1,152	1,535	1,795	2,233
折旧摊销	171	164	146	165	183
财务费用	2	1	0	0	0
投资损失	-35	-44	-90	-103	-122
营运资金变动	1,245	681	326	-295	-329
其他经营现金流	-17	0	0	2	2
投资活动现金流	590	-718	-1,005	-99	-80
资本支出	-46	-47	-144	-202	-202
长期投资	557	-727	-936	1	1
其他投资现金流	78	55	75	102	121
筹资活动现金流	-438	-779	-830	-868	-1,078
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-10	0	0	0
资本公积增加	0	-340	0	0	0
其他筹资现金流	-438	-429	-830	-868	-1,078
现金净增加额	2,297	456	82	597	809

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,042	4,715	5,985	6,844	8,157
营业成本	1,281	1,403	1,605	1,820	2,140
营业税金及附加	68	67	77	88	105
营业费用	1,318	1,486	1,891	2,190	2,529
管理费用	387	377	479	548	653
研发费用	138	173	180	219	261
财务费用	-67	-93	0	0	0
资产减值损失	-78	-30	-66	-2	-2
其他收益	19	21	28	31	38
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
投资净收益	35	44	90	103	122
资产处置收益	3	11	0	0	0
营业利润	915	1,360	1,800	2,111	2,627
营业外收入	6	11	15	0	0
营业外支出	9	9	9	0	0
利润总额	912	1,363	1,806	2,111	2,627
所得税	133	211	271	317	394
净利润	779	1,152	1,535	1,795	2,233
少数股东损益	-1	1	0	0	0
归属母公司净利润	780	1,151	1,535	1,795	2,233
EBITDA	1,060	1,418	1,953	2,277	2,811
EPS (元)	1.21	1.79	2.38	2.79	3.47

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	5.01	16.66	26.93	14.35	19.19
营业利润 (%)	60.86	48.68	32.35	17.27	24.43
归属母公司净利润 (%)	77.10	47.55	33.42	16.88	24.43
获利能力					
毛利率 (%)	68.30	70.24	73.19	73.41	73.76
净利率 (%)	19.30	24.41	25.65	26.22	27.38
ROE (%)	7.55	10.74	13.42	14.50	16.50
ROIC (%)	7.29	9.82	13.35	14.44	16.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.05	19.28	19.28	20.73	19.25
净负债比率 (%)	22.03	23.89	23.88	26.14	23.83
流动比率	4.66	4.38	4.41	4.14	4.51
速动比率	4.03	3.94	4.00	3.60	3.87
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.36	0.44	0.46	0.50
应收账款周转率	11.39	21.10	113.07	147.33	122.05
应付账款周转率	5.16	5.47	5.91	6.11	6.53
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.21	1.79	2.38	2.79	3.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.33	3.03	2.98	2.43	3.05
每股净资产 (最新摊薄)	16.04	16.65	17.77	19.22	21.02
估值比率					
P/E	50.18	34.01	25.49	21.81	17.53
P/B	3.79	3.65	3.42	3.16	2.89
EV/EBITDA	20.11	18.33	17.04	14.35	11.33

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。