

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

东阿阿胶(000423)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

相关研究

24H1 业绩高增长+库存周期处于低位水平+首次启动中期分红

Q1 利润增长亮眼, 深化双轮驱动增长模式

业绩表现亮眼, 核心产品持续赋能

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门大街甲127号金隅大厦B座

# 阿胶及系列产品保持高速增长, 盈利能力稳步提升

2025年03月19日

**事件:** 2025年3月17日, 公司发布《2024年年度报告》。2024年公司实现营业收入59.21亿元, 同比增长25.57%, 实现归母净利润15.57亿元, 同比增长35.29%, 实现扣非归母净利润14.42亿元, 同比增长33.17%。

**点评:**

## ➤ 阿胶及系列产品保持高速增长, 盈利能力稳步提升。

从业务拆分来看: 2024年公司医药工业实现营业收入57.80亿元, 同比增长27.00%, 其中阿胶及系列产品实现营业收入55.44亿元, 同比增长27.04%; 其他药品及保健品实现营业收入2.36亿元, 同比增长26.19%。2024年公司毛驴养殖及销售实现营业收入0.61亿元, 同比下滑28.92%。公司主要增长点来自于阿胶及系列产品, 我们推测核心品种东阿阿胶(块)经营趋势稳定, 复方阿胶浆贯彻落实大品种战略贡献重要增量, 桃花姬和阿胶速溶粉助力健康消费品高速增长。从盈利能力来看, 公司毛利率和净利率稳步提升: 2024年公司医药工业整体毛利率为73.46%, 同比提升1.15pct, 其中阿胶及系列产品毛利率为73.61%, 同比提升1.23pct; 2024年公司销售净利率为26.30%, 同比提升1.87pct, 主要得益于公司经营效率的提升。2024年公司销售费用金额19.73亿元, 同比增长32.77%, 公司持续加大品牌曝光和终端推广投入; 管理费用金额为4.46亿元, 同比增长18.20%, 研发费用金额为1.74亿元, 同比基本持平。

## ➤ 坚持“1238”发展战略, 2025年有望保持稳健增长。

公司坚持“1238”发展战略: “1”即一个定位, 坚定扛起中医药文化传承创新的使命担当, 做大众最信赖的滋补健康引领者; “2”是双轮驱动, 构建药品+健康消费品双轮驱动业务增长模式, 相互协同、相互赋能, 推动业务持续增长, 实现公司高质量发展; “3”为三产融合, 一产聚焦养殖示范、技术引领和资源保供; 二产聚焦主业发展, 围绕“东阿阿胶”打造一超多强的品牌格局; 三产侧重文化引领, 发挥中医药传承创新示范作用, 打造东阿阿胶特色的“中医药文化体验样本”; “8”是八大能力, 即产业链构建、品牌打造、全渠道营销、研发创新、资本运作、智数变革、敏捷供应、组织保障。展望2025年, 我们认为公司核心产品东阿阿胶(块)、复方阿胶浆、桃花姬、阿胶速溶粉有望继续保持稳定增长, 皇家围场1619、壮本、燕真卿等新产品有望贡献重要增量。2025年是“十四五”规划圆满落幕与“十五五”规划谋篇布局的交汇之际, 公司致力于在商业模式、增长路径、新产品打造、新业务探索、投资并购、研发创新、组织能力提升等多个维度实现关键性突破。

## ➤ 重视股东回报, 高股息核心资产。

公司高度重视股东回报，1999年首次分红以来，累计分红金额达到84.69亿元。我们认为，充足的现金储备和稳健的现金流是公司保持高额分红的信心基础，2024年公司经营活动现金流净额为21.71亿元，同比增长11.13%，经营活动现金流净额和归母净利润的比值达到139%；截至2024年12月，公司货币资金余额达到50.15亿元，交易性金融资产余额达到35.19亿元。2024年公司宣布每10股派发现金红利12.70元（含税），现金红利总额约为8.18亿元，加上前期2024年9月分配的中期分红约为7.37亿元，2024年全年合计分红金额约为15.55亿元，整体分红占2024年归母净利润的比例接近100%。以2025年3月18日收盘价为参照，2024年整体分红金额对应股息率约为4.1%左右，属于高股息核心资产。

- **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为68.15亿元、78.49亿元、90.45亿元，归母净利润分别为18.42亿元、21.52亿元、25.16亿元，EPS（摊薄）分别为2.86元、3.34元、3.91元，对应PE估值分别为20.37倍、17.43倍、14.91倍。
- **风险因素：**宏观消费环境变动的风险；医保政策变动的风险；原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,715	5,921	6,815	7,849	9,045
增长率 YoY %	16.7%	25.6%	15.1%	15.2%	15.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,151	1,557	1,842	2,152	2,516
增长率 YoY%	47.5%	35.3%	18.3%	16.8%	16.9%
毛利率%	70.2%	72.4%	72.9%	73.2%	73.5%
净资产收益率ROE%	10.7%	15.1%	17.9%	20.9%	24.4%
EPS(摊薄)(元)	1.79	2.42	2.86	3.34	3.91
市盈率 P/E(倍)	32.60	24.10	20.37	17.43	14.91
市净率 P/B(倍)	3.50	3.64	3.64	3.64	3.64

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年3月18日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	10,537	10,305	10,678	11,132	11,648	
货币资金	5,826	5,015	5,144	5,307	5,490	
应收票据	376	256	294	339	390	
应收账款	63	79	96	115	136	
预付账款	11	15	17	20	23	
存货	1,012	926	1,042	1,183	1,346	
其他	3,250	4,013	4,085	4,168	4,263	
<b>非流动资产</b>	2,769	2,782	2,760	2,725	2,690	
长期股权投资	74	73	73	73	73	
固定资产(合)	1,837	1,792	1,779	1,755	1,722	
无形资产	323	310	306	302	297	
其他	535	607	602	594	597	
<b>资产总计</b>	13,306	13,087	13,438	13,856	14,338	
<b>流动负债</b>	2,407	2,611	2,962	3,380	3,862	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	275	359	405	462	527	
其他	2,132	2,253	2,557	2,918	3,335	
<b>非流动负债</b>	159	144	144	144	144	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	159	144	144	144	144	
<b>负债合计</b>	2,566	2,755	3,106	3,524	4,006	
少数股东权益	22	22	22	22	22	
归属母公司	10,719	10,310	10,310	10,310	10,310	
<b>负债和股东权益</b>	13,306	13,087	13,438	13,856	14,338	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	4,715	5,921	6,815	7,849	9,045	
同比(%)	16.7%	25.6%	15.1%	15.2%	15.2%	
归属母公司净利润	1,151	1,557	1,842	2,152	2,516	
同比(%)	47.5%	35.3%	18.3%	16.8%	16.9%	
毛利率(%)	70.2%	72.4%	72.9%	73.2%	73.5%	
ROE%	10.7%	15.1%	17.9%	20.9%	24.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.79	2.42	2.86	3.34	3.91	
P/E	32.60	24.10	20.37	17.43	14.91	
P/B	3.50	3.64	3.64	3.64	3.64	
EV/EBITDA	18.33	19.41	14.77	12.55	10.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	4,715	5,921	6,815	7,849	9,045	
营业成本	1,403	1,633	1,845	2,103	2,400	
营业税金及	67	76	88	101	117	
销售费用	1,486	1,973	2,271	2,616	3,014	
管理费用	377	446	491	549	615	
研发费用	173	174	191	204	217	
财务费用	-93	-118	-125	-128	-132	
减值损失合	-30	7	-5	-5	-5	
投资净收益	44	58	68	78	90	
其他	46	47	40	45	51	
<b>营业利润</b>	1,360	1,849	2,157	2,522	2,951	
营业外收支	3	7	10	10	10	
<b>利润总额</b>	1,363	1,856	2,167	2,532	2,961	
所得税	211	299	325	380	444	
<b>净利润</b>	1,152	1,557	1,842	2,152	2,517	
少数股东损	1	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	1,151	1,557	1,842	2,152	2,516	
EBITDA	1,418	1,825	2,195	2,569	2,994	
EPS(当	1.79	2.42	2.86	3.34	3.91	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	1,953	2,171	2,022	2,357	2,728	
净利润	1,152	1,557	1,842	2,152	2,517	
折旧摊销	164	157	153	165	165	
财务费用	1	-37	1	1	1	
投资损失	-44	-58	-68	-78	-90	
营运资金变	681	619	106	128	147	
其它	0	-66	-11	-11	-11	
<b>投资活动现金流</b>	-718	-3,266	-51	-40	-28	
资本支出	-47	-97	-119	-119	-119	
长期投资	-727	-3,265	0	0	0	
其他	55	96	68	78	90	
<b>筹资活动现金流</b>	-779	-1,978	-1,842	-2,153	-2,517	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-759	-1,883	-1,842	-2,153	-2,517	
<b>现金流净增加额</b>	456	-3,074	129	164	182	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**贺鑫**，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。