

## 东阿阿胶 (000423.SZ) 经营业绩增速亮眼，2025 年深化产业布局突破发展

2025 年 03 月 19 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

巢舒然（联系人）

yuruyi@kysec.cn

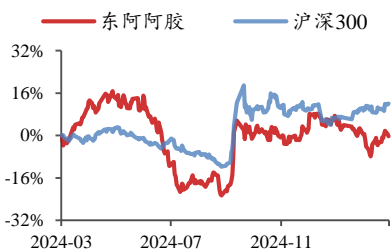
chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123110015

日期	2025/3/18
当前股价(元)	58.26
一年最高最低(元)	72.91/44.62
总市值(亿元)	375.18
流通市值(亿元)	375.18
总股本(亿股)	6.44
流通股本(亿股)	6.44
近 3 个月换手率(%)	51.3

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《“药品+健康消费品”双轮驱动，滋补品牌焕新生——公司首次覆盖报告》  
-2024.12.13

### ● 经营业绩增速亮眼，产业链全面布局助力长期向好发展

公司 2024 年实现营收 59.21 亿元（同比+25.57%，下文皆为同比口径）；归母净利润 15.57 亿元（+35.29%）；扣非归母净利润 14.42 亿元（+33.17%）。从盈利能力来看，2024 年毛利率为 72.42%（+2.18pct），净利率为 26.30%（+1.87pct）。从费用端来看，2024 年销售费用率为 33.33%（+1.81pct），管理费用率 7.53%（-0.47pct），研发费用率 2.93%（-0.74pct），财务费用率-1.99%（-0.02pct）。我们看好公司深耕阿胶品类、男科产品及产业链布局带来的长期发展潜力，上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 18.74/22.48/26.79 亿元（原预计 17.19/20.87 亿元），EPS 为 2.91/3.49/4.16 元，当前股价对应 PE 为 20.0/16.7/14.0 倍，维持“买入”评级。

### ● 阿胶及其系列产品销售增长，毛驴养殖及销售板块承压

2024 年公司阿胶及系列产品营收 55.44 亿元（+27.04%），毛利率为 73.61%（+1.23pct）；其他药品及保健品营收 2.36 亿元（+26.19%）；毛驴养殖及销售营收 0.69 亿元（-28.92%）；其他行业营收 0.72 亿元（+7.01%）。我们认为阿胶品类的快速增长受益于公司纵深推进“研产销”协同发展模式，夯实药品、健康消费品“双轮驱动”，通过大品种打造、大单品升级等推动阿胶及系列产品销售增长。

### ● 坚持“1238”战略，2025 年推进产业链布局实现“增长·突破”发展

公司以“1238”发展战略为核心，系统化重构品牌战略，推动公司良性健康发展。同时，公司提出 2025 年将积极围绕产业链布局：**上游**，持续推进驴种质资源保护、规模化高效养殖等研究，做好国内毛驴涵养布局，掌控全球原料资源。**中游**：重点围绕胶类中药和滋补大健康产品进行研发和品牌打造；加速健康消费品事业部研发与业绩增长；推广皇家围场 1619、壮本、燕真卿等新产品；做大海外业务；实现投资并购的重大突破等。**下游**，打造集中医药文化传播、消费者体验等于一体的中医药康养特色体验新模式，积极争创国家唯一中医特色 5A 级景区。

### ● 风险提示：政策变化风险，产品销售不及预期，原材料价格变动等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,715	5,921	6,919	8,075	9,313
YOY(%)	16.7	25.6	16.9	16.7	15.3
归母净利润(百万元)	1,151	1,557	1,874	2,248	2,679
YOY(%)	47.5	35.3	20.3	20.0	19.2
毛利率(%)	70.2	72.4	73.0	73.2	73.5
净利率(%)	24.4	26.3	27.1	27.8	28.8
ROE(%)	10.7	15.1	15.3	16.2	16.8
EPS(摊薄/元)	1.79	2.42	2.91	3.49	4.16
P/E(倍)	32.6	24.1	20.0	16.7	14.0
P/B(倍)	3.5	3.6	3.1	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10537	10305	11970	13658	15564
现金	5826	5015	6049	7840	9082
应收票据及应收账款	439	335	569	486	731
其他应收款	75	70	99	98	129
预付账款	11	15	15	20	20
存货	1012	926	1295	1270	1659
其他流动资产	3175	3944	3944	3944	3944
<b>非流动资产</b>	2769	2782	3078	3373	3655
长期投资	74	73	57	40	28
固定资产	1850	1807	2168	2533	2880
无形资产	323	310	269	223	177
其他非流动资产	523	593	584	577	571
<b>资产总计</b>	13306	13087	15048	17031	19220
<b>流动负债</b>	2407	2611	2701	3019	3151
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	275	359	367	471	486
其他流动负债	2132	2253	2333	2548	2665
<b>非流动负债</b>	159	144	144	144	144
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	159	144	144	144	144
<b>负债合计</b>	2566	2755	2844	3163	3295
少数股东权益	22	22	20	20	19
股本	644	644	644	644	644
资本公积	402	402	402	402	402
留存收益	9675	9349	9832	10547	11604
<b>归属母公司股东权益</b>	10719	10310	12184	13849	15905
<b>负债和股东权益</b>	13306	13087	15048	17031	19220

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1953	2171	1367	2704	2179
净利润	1152	1557	1872	2248	2679
折旧摊销	143	138	140	169	200
财务费用	-93	-118	-65	-82	-110
投资损失	-44	-58	-50	-47	-50
营运资金变动	681	619	-599	405	-537
其他经营现金流	113	32	70	11	-3
<b>投资活动现金流</b>	-718	-3266	-380	-411	-425
资本支出	54	97	451	481	494
长期投资	-727	-3265	16	17	12
其他投资现金流	63	96	56	53	58
<b>筹资活动现金流</b>	-779	-1978	47	-501	-512
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-10	0	0	0	0
资本公积增加	-340	0	0	0	0
其他筹资现金流	-429	-1978	47	-501	-512
<b>现金净增加额</b>	456	-3074	1034	1792	1241

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4715	5921	6919	8075	9313
营业成本	1403	1633	1871	2161	2467
营业税金及附加	67	76	102	119	132
营业费用	1486	1973	2124	2495	2840
管理费用	377	446	484	557	633
研发费用	173	174	208	242	279
财务费用	-93	-118	-65	-82	-110
资产减值损失	-30	7	0	0	0
其他收益	21	29	24	23	24
公允价值变动收益	0	8	2	1	3
投资净收益	44	58	50	47	50
资产处置收益	11	1	4	5	5
<b>营业利润</b>	1360	1849	2200	2642	3148
营业外收入	11	14	10	10	11
营业外支出	9	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	1363	1856	2202	2645	3152
所得税	211	299	330	397	473
<b>净利润</b>	1152	1557	1872	2248	2679
少数股东损益	1	0	-2	-1	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1151	1557	1874	2248	2679
EBITDA	1331	1844	2179	2608	3100
EPS(元)	1.79	2.42	2.91	3.49	4.16

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.7	25.6	16.9	16.7	15.3
营业利润(%)	48.7	35.9	19.0	20.1	19.2
归属于母公司净利润(%)	47.5	35.3	20.3	20.0	19.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	70.2	72.4	73.0	73.2	73.5
净利率(%)	24.4	26.3	27.1	27.8	28.8
ROE(%)	10.7	15.1	15.3	16.2	16.8
ROIC(%)	9.2	13.7	14.1	14.8	15.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.3	21.1	18.9	18.6	17.1
净负债比率(%)	-52.9	-47.2	-48.6	-55.6	-56.3
流动比率	4.4	3.9	4.4	4.5	4.9
速动比率	3.9	3.6	3.9	4.1	4.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	21.1	83.3	83.3	83.3	83.3
应付账款周转率	5.5	5.2	5.2	5.2	5.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.79	2.42	2.91	3.49	4.16
每股经营现金流(最新摊薄)	3.03	3.37	2.12	4.20	3.38
每股净资产(最新摊薄)	16.65	16.01	18.92	21.51	24.70
<b>估值比率</b>					
P/E	32.6	24.1	20.0	16.7	14.0
P/B	3.5	3.6	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	22.0	15.8	12.9	10.1	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn