

25 年聚焦增长与突破， 看好长期高质量发展

核心观点

3月17日晚，公司发布24年年报，实现收入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%；整体来看，公司改革红利持续释放，推动收入端增长亮眼，利润端延续较好增长趋势，全年业绩符合预期。除此之外，公司经营性现金流良好，货币资金充裕，近两年均实现大比例分红，有望促进公司长期健康发展，持续提振市场信心。随着公司聚焦“增长·突破”管理主题，推动“1238”战略高效落地，看好公司长期高质量发展。

事件

公司发布2024年年度报告

3月17日晚，公司发布2024年年度报告，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%；业绩符合我们此前预期。根据2024年利润分配预案，公司拟10派12.70元（含税），现金分红总额8.18亿元，占年度归母净利润的99.70%。

简评

经营质量持续提升，全年业绩符合预期

重要财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,715 | 5,921 | 6,898 | 8,006 | 9,229 |
| YoY(%) | 16.7 | 25.6 | 16.5 | 16.1 | 15.3 |
| 净利润(百万元) | 1,151 | 1,557 | 1,870 | 2,234 | 2,639 |
| YoY(%) | 47.5 | 35.3 | 20.1 | 19.5 | 18.1 |
| 毛利率(%) | 70.2 | 72.4 | 73.6 | 74.3 | 74.7 |
| 净利率(%) | 24.4 | 26.3 | 27.1 | 27.9 | 28.6 |
| ROE(%) | 10.7 | 15.1 | 15.3 | 15.5 | 15.5 |
| EPS(摊薄/元) | 1.79 | 2.42 | 2.90 | 3.47 | 4.10 |
| P/E(倍) | 33.5 | 24.8 | 20.6 | 17.3 | 14.6 |
| P/B(倍) | 3.6 | 3.7 | 3.2 | 2.7 | 2.3 |

资料来源：iFinD，中信建投证券

东阿阿胶 (000423.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期：2025年3月26日

当前股价：59.88元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-----------|-------------|--------------|
| 8.26/8.35 | -4.95/-4.26 | -0.99/-11.55 |

12 月最高/最低价 (元) 71.59/45.21

总股本 (万股) 64,397.68

流通 A 股 (万股) 64,397.68

总市值 (亿元) 385.61

流通市值 (亿元) 385.61

近 3 月日均成交量 (万) 584.65

主要股东

华润东阿阿胶有限公司 23.50%

股价表现



2024 年，公司实现营业收入 59.21 亿元，同比增长 25.57%，收入端在三大核心产品带动下实现较好增长；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%，利润端增长较快主要由于公司积极推进各项改革、提质增效效果显著，促进盈利能力持续提升；其中 Q4 单季实现营业收入 15.92 亿元，同比增长 23.67%，收入端在核心产品带动下延续较好增长趋势；实现归母净利润 4.05 亿元，同比增长 10.30%；实现扣非净利润 3.75 亿元，同比下滑 1.94%，利润端增长放缓主要由于公司产品结构及费用节奏变化等因素所致。**整体来看，公司改革红利持续释放，推动收入端增长亮眼，利润端延续较好增长趋势，全年业绩符合预期。**

核心产品增长稳健，盈利能力稳步提升

2024 年分品类来看：1) **阿胶及阿胶系列产品**：作为公司核心系列产品，2024 年公司阿胶及阿胶系列实现收入 55.44 亿，同比增长 27.04%，收入占比达到 93.64%，毛利率 73.61%，同比增加 1.23pp，盈利能力持续提升，主要受益于公司积极推进市场及销售推广、同时挖潜增效促进毛利增长，公司核心系列产品在收入和利润两端均实现持续改善。分产品来看：①**阿胶块**：聚焦核心资源，系统启动精准营销项目，打造资源型单品，预计销量稳健增长；除此之外，公司积极推进数字化营销、大力推广阿胶便利化剂型，逐步拓展阿胶应用领域，阿胶粉延续高速增长趋势。②**复方阿胶浆**：大品种战略全面落地，实现“品牌+动销+学术”三位一体，保持 OTC 补气补血领导地位，预计实现高速增长。③**桃花姬**：明星代言持续赋能，渠道拖着精准发力，预计实现稳健增长。2) **其他药品及保健品**：除了核心阿胶系列产品，公司“皇家围场”新品牌提供男士滋补健康方案，持续加快海龙胶口服液、龟鹿二仙口服液和鹿角胶等男科产品布局，探索第二增长曲线。2024 年，公司其他药品及保健品收入为 2.36 亿元，同比增长 26.19%，实现较快增长。

品牌投入和临床价值挖掘双重加持，外部影响整体有限

我们认为院外比价政策的核心是要消除医保药品在院内院外、线上线下的不合理价差，公司核心产品复方阿胶浆价格体系稳定，品牌壁垒深厚，整体影响有限。同时，公司在院外市场持续进行品牌投入，提升消费者粘性；在院内市场坚持走学术营销道路，复方阿胶浆治疗癌因性疲乏 RCT 研究成果，接连斩获 2024 美国临床肿瘤学会（ASCO）年会“特别优异奖”及 2024 美国整合肿瘤学会（SIO）年会“最佳研究奖”，持续挖掘临床价值，加强药物经济学评价。

展望 25 年：聚焦“增长·突破”管理主题，看好长期高质量发展

2025 年公司聚焦“增长·突破”管理主题，推动“1238”战略高效落地。从具体经营节奏上来看，随着公司品牌势能不断提升，东阿阿胶块市场份额有望持续增长，推动阿胶块产品增长稳健；复方阿胶浆大品种战略全面落地、医保解限逐步推进、癌因性疲乏循证医学研究持续完善、叠加统筹逐步贡献部分增量，有望保持快速增长趋势；桃花姬阿胶糕品牌代言及渠道重塑成效逐步显现，或将贡献额外增量。在其他药品及保健品方面，公司将围绕肝肾滋补男科领域，持续开展健脑补肾丸、龟鹿二仙口服液等疗效独特大品种的二次开发，品类延伸向精品中药方向拓展，未来几年有望逐步为公司业绩带来增量贡献。考虑到公司持续推进费用精细化管控，利润端有望在高基数基础上维持相对稳健。

毛利率稳步提升，经营质量持续改善

2024 年全年，公司综合毛利率为 72.42%，同比增加 2.18 个百分点，主要受益于核心产品盈利能力的稳步提升。销售费用率为 33.33%，同比增加 1.81 个百分点，主要由于公司加大品牌曝光及终端推广投入所致；管理费用率为 7.53%，同比减少 0.47 个百分点；研发费用率为 2.93%，同比减少 0.74 个百分点，控费效果理想。经

营活动产生的现金流量净额同比减少 8.93%，基本保持稳定；投资活动产生的现金流量净额同比下降 354.85%，主要由于理财产品期限影响；筹资活动产生的现金流量净额同比减少 153.98%，主要由于本年利润分配金额同比增长。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们认为：1) 公司作为阿胶行业龙头，品牌壁垒深厚，随着公司积极整合营销队伍，推动品牌价值重塑，逐步拓展阿胶应用领域，有望引领中式滋补品类发展；2) 公司积极转变战略布局，以改革创新为基，以营销改革为辅，经营质量逐步改善，除旧布新未来可期，叠加公司第一期股权激励草案出台，为公司发展奠定长期信心，看好公司长期健康发展。因此，我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 68.98 亿元、80.06 亿元和 92.29 亿元，归母净利润分别为 18.70 亿元、22.34 亿元和 26.39 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 2.90 元/股、3.47 元/股、4.10 元/股，对应 PE 分别为 20.6 倍、17.3 倍及 14.6 倍，维持“买入”评级。

风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2) 集采降价风险，公司系列核心产品可能会进一步进入集采名单，降低产品价格，压缩产品利润，进而影响公司盈利预期；3) 原材料及动力成本涨价风险：公司原材料价格上涨将会导致成本压力上升，进而影响公司利润表现；4) 医院诊疗量恢复不及预期：疫后居家诊疗逐渐得到推广，医院诊疗量或许会受到影响，从而影响处方药的销售，进而影响公司整体利润。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk