

东阿阿胶 (000423.SZ)

业绩与分红均表现亮眼，行稳致远

2024 年公司实现营收 59.21 亿元，同比增长 25.57%；归母净利润 15.57 亿元，同比增长 35.29%；扣非归母净利润 14.42 亿元，同比增长 33.17%。其中 2024Q4 实现营收 15.92 亿元，同比增长 23.67%，环比增长 0.65%；归母净利润 4.05 亿元，同比增长 10.30%，环比下降 2.07%；扣非归母净利润 3.75 亿元，同比下降 1.94%，环比增长 2.02%。

□ 毛利率净利率双提升，盈利能力和分红均表现亮眼。2024 年公司整体毛利率为 72.42%，同比提升 2.18pct，其中阿胶及系列产品实现毛利率 73.61%，同比+1.23pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率为 33.33%/7.53%/2.93%，同比+1.81/-0.47/-0.74pct，公司加大新产品上市推广力度和品牌建设，销售费用率有所提升；2024 年实现净利润率 26.30%，同比提升 1.87pct，公司盈利能力实现连续 4 年提升。在 2024 年实施首次中期分红基础上，全年公司累计派发现金红利 15.5 亿元，分红率达到 99.7%，维持了高分红策略。

□ 阿胶主业稳健增长，多元化产品创新引领潮流。2024 年阿胶及系列产品实现营收 55.44 亿元，同比增长 27.04%，毛利率 73.61%，同比提升 1.23pct。其中核心产品阿胶块实现双位数良好增长，继续保持 OTC 第一大单品地位；复方阿胶浆临床研究取得突破，治疗癌因性疲乏成果获 ASCO、SIO 国际奖项，在大品种战略下持续突破，增速达 50%以上；“桃花姬”阿胶糕通过国潮 IP 联名营销，以区域性品牌为圆心，向全国头部健康零食品牌拓展，实现 10% 以上增速；阿胶速溶粉依托“小金条”独立包装创新，聚焦高势能品牌 IP 与数字化整合营销大战役，取得更大声量，增速达 75%。

□ 增加研发投入，推出新产品。2024 年公司研发投入 2.10 亿元，同比增长 0.33%，研发费用率 2.93%。重点培育新产品男士滋补品牌“皇家围场 1619”及“壮本”系列，其中阿胶肉苁蓉原浆通过进博会亮相打开高端市场，储备中药新药管线 8 个，涉及抗疲劳、补肾等领域，为长期增长蓄力。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们继续看好公司阿胶系列产品市占率的提升，尤其是复方阿胶浆大品种战略实现，以及新品上市带来新的增长。预计 2025-2027 年归母净利润 18.7/21.9/25.3 亿元，同比+20.3%/+17.1%/+15.3%，对应 PE22/18/16 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：行业政策、终端动销、新品推广不及预期，原材料价格波动等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4715	5921	6946	8038	9166
同比增长	17%	26%	17%	16%	14%
营业利润(百万元)	1360	1849	2207	2589	2984
同比增长	49%	36%	19%	17%	15%
归母净利润(百万元)	1151	1557	1873	2194	2529
同比增长	48%	35%	20%	17%	15%
每股收益(元)	1.79	2.42	2.91	3.41	3.93
PE	35.0	25.9	21.5	18.4	15.9
PB	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值：NA

当前股价：62.58 元

基础数据

总股本 (百万股)	644
已上市流通股 (百万股)	644
总市值 (十亿元)	40.3
流通市值 (十亿元)	40.3
每股净资产 (MRQ)	16.0
ROE (TTM)	15.1
资产负债率	21.1%
主要股东	华润东阿阿胶有限公司
主要股东持股比例	23.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	6	5
相对表现	12	10	-3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《东阿阿胶 (000423) — 业绩表现亮眼，阿胶系列核心产品保持稳健增长》2024-11-11
- 《东阿阿胶 (000423) — 经营质量和盈利能力表现亮眼，首次启动中期高分红》2024-08-27
- 《东阿阿胶 (000423) — 业绩和基本面均稳健、公司处于向上成长周期不变》2024-07-25

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10537	10305	12333	13995	15367
现金	5826	5015	5500	5900	6300
交易性投资	2511	3519	4500	5400	6000
应收票据	376	256	300	347	396
应收款项	63	79	93	108	123
其它应收款	75	70	82	94	108
存货	1012	926	1146	1321	1501
其他	674	440	713	825	940
非流动资产	2769	2782	2714	2650	2594
长期股权投资	74	73	73	73	73
固定资产	1837	1792	1750	1711	1675
无形资产商誉	336	325	292	263	237
其他	522	592	598	603	609
资产总计	13306	13087	15047	16645	17961
流动负债	2407	2611	4254	5532	6512
短期借款	0	0	1248	2148	2767
应付账款	275	359	382	440	500
预收账款	825	695	860	991	1126
其他	1307	1558	1765	1952	2119
长期负债	159	144	144	144	144
长期借款	0	0	0	0	0
其他	159	144	144	144	144
负债合计	2566	2755	4398	5675	6656
股本	644	644	644	644	644
资本公积金	402	326	326	326	326
留存收益	9673	9340	9657	9978	10313
少数股东权益	22	22	22	22	22
归属于母公司所有者权益	10719	10310	10627	10948	11283
负债及权益合计	13306	13087	15047	16645	17961

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1953	2171	1647	2109	2388
净利润	1152	1557	1873	2194	2529
折旧摊销	143	138	157	149	143
财务费用	1	(37)	(123)	(126)	(134)
投资收益	(44)	(58)	(110)	(124)	(140)
营运资金变动	709	612	(149)	15	(11)
其它	(7)	(41)	0	0	0
投资活动现金流	(718)	(3266)	(958)	(862)	(546)
资本支出	(54)	(97)	(76)	(76)	(76)
其他投资	(664)	(3169)	(882)	(786)	(470)
筹资活动现金流	(779)	(1978)	(204)	(846)	(1441)
借款变动	(79)	(123)	1229	901	619
普通股增加	(10)	0	0	0	0
资本公积增加	10	(76)	0	0	0
股利分配	(770)	(1887)	(1556)	(1873)	(2194)
其他	70	107	123	126	134
现金净增加额	456	(3074)	485	400	400

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4715	5921	6946	8038	9166
营业成本	1403	1633	1910	2202	2502
营业税金及附加	67	76	90	104	118
营业费用	1486	1973	2292	2612	2942
管理费用	377	446	486	539	596
研发费用	173	174	208	257	312
财务费用	(93)	(118)	(123)	(126)	(134)
资产减值损失	(6)	17	15	15	15
公允价值变动收益	0	8	10	12	15
其他收益	21	29	35	42	50
投资收益	44	58	65	70	75
营业利润	1360	1849	2207	2589	2984
营业外收入	11	14	20	25	30
营业外支出	9	7	10	15	18
利润总额	1363	1856	2217	2599	2996
所得税	211	299	344	405	467
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1151	1557	1873	2194	2529

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	26%	17%	16%	14%
营业利润	49%	36%	19%	17%	15%
归母净利润	48%	35%	20%	17%	15%
获利能力					
毛利率	70.2%	72.4%	72.5%	72.6%	72.7%
净利率	24.4%	26.3%	27.0%	27.3%	27.6%
ROE	10.9%	14.8%	17.9%	20.3%	22.8%
ROIC	10.1%	13.7%	15.7%	16.5%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	21.1%	29.2%	34.1%	37.1%
净负债比率	0.2%	0.1%	8.3%	12.9%	15.4%
流动比率	4.4	3.9	2.9	2.5	2.4
速动比率	4.0	3.6	2.6	2.3	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.2	1.7	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	9.5	15.3	19.1	19.0	18.8
应付账款周转率	5.5	5.2	5.2	5.4	5.3
每股资料(元)					
EPS	1.79	2.42	2.91	3.41	3.93
每股经营净现金	3.03	3.37	2.56	3.27	3.71
每股净资产	16.65	16.01	16.50	17.00	17.52
每股股利	1.78	2.42	2.91	3.41	3.93
估值比率					
PE	35.0	25.9	21.5	18.4	15.9
PB	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6
EV/EBITDA	28.2	21.2	17.5	15.0	13.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。