

2025 年 04 月 23 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

东阿阿胶（000423）

2024 年年报点评：药品+健康消费品“双轮驱动”业务持续增长，良好财务结构支撑高分红

◆ 2024 年年报：

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%；实现扣非后归母净利润 14.42 亿元，同比增长 33.17%；实现经营性现金流量净额 21.71 亿元，同比增长 11.13%；基本每股收益 2.42 元/股，同比增长 35.20%。

◆ 药品+健康消费品“双轮驱动”，推动业务持续增长

分业务来看，2024 年，公司阿胶及系列产品实现收入 55.44 亿元，同比增长 27.04%，毛利率 73.61% (+1.23pct)；其它药品及保健品实现收入 2.36 亿元，同比增长 26.19%；毛驴养殖及销售实现收入 0.69 亿元，同比下降 28.92%。具体来看，根据公司公告，2024 年，公司阿胶块实现双位数增长；复方阿胶浆通过零售与医疗市场同步发力，实现 50%以上增速，并在过去两年中，医疗市场增速高于零售市场；桃花姬作为公司健康消费品领域的核心品牌，通过向全国头部健康零食品牌拓展，实现 10%以上增速；阿胶粉通过聚焦高势能品牌 IP 与数字化整合营销大战役，实现 75%以上增速。

◆ 推出股权激励计划，彰显公司高质量发展信心

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）》，拟授予不超 124.72 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.19%。首次授予的限制性股票的授予价格为 37.22 元/股，首次拟授予包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、科研骨干人员、高技能人员与业务骨干人员的激励对象 179 人。公司层面的业绩考核目标要求以 2023 年为基准，2025-2027 年公司归母净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位水平或不低于同行业平均水平；2025-2027 年的净资产收益率分别不低于 11.50%、12.00%和 12.50%；且经济增加值改善值（ ΔEVA ）大于 0。业绩考核目标体现前瞻性和挑战性，有望增加人才吸引力，促进公司长期高质量发展。

◆ 近年持续高分红，2024 年首次中期分红

投资评级

买入

首次评级

2025 年 04 月 22 日

收盘价(元):

62.95

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	643.98
总市值(百万)	40,538.34
流通股本(百万股)	643.98
流通市值(百万)	40,538.34
12 月最高/最低价(元)	72.91/44.62
资产负债率(%)	21.05
每股净资产(元)	16.01
市盈率(TTM)	26.04
市净率(PB)	3.93
净资产收益率(%)	15.10

股价走势图



作者

李蔚

分析师

SAC 执业证书：S0640523060001

联系电话：010-59219559

邮箱：liwj@acicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

公司保持良好的财务结构，现金储备充裕。2024 年末，公司的资产负债率 21.05%，期末货币资金 50.15 亿元，全年经营活动产生的现金流量净额 21.71 亿元。公司高度重视投资者回馈，业绩增长同时持续提升股东回报。2024 年 9 月，公司完成历史首次中期分红，向全体股东现金分红 7.37 亿元，占 2024 年上半年归属于上市公司股东净利润的 99.77%。2024 年年度分配预案为向全体股东分红约人民币 8.18 亿元，占 2024 年当年尚未分配归属于上市公司股东净利润的 99.70%。在良好的财务基础支撑下，公司后续仍有望继续保持优秀的分红政策。

◆ **投资建议：**

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.87 元、3.40 元和 4.02 元，对应的动态市盈率分别为 21.91 倍、18.53 倍和 15.66 倍。公司作为阿胶行业龙头，具备较强的品牌壁垒，业绩有望实现稳健增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新产品放量不及预期风险**

◆ 分业务盈利预测

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
阿胶及系列产品	销售收入（百万元）	3698.91	4364.15	5544.17	6542.12	7654.28	8878.97
	成本（百万元）	992.68	1205.64	1463.26	1720.58	2013.08	2335.17
	销售收入增长率	—	17.98%	27.04%	18.00%	17.00%	16.00%
	毛利率	73.16%	72.37%	73.61%	73.70%	73.70%	73.70%
其他药品及保健品	销售收入（百万元）	187.24	186.77	235.69	296.97	374.18	471.47
	成本（百万元）	65.75	0.00	70.60	89.09	112.26	141.44
	销售收入增长率	—	-0.25%	26.19%	26.00%	26.00%	26.00%
	毛利率	64.89%	0.00%	70.05%	70.00%	70.00%	70.00%
其他	销售收入（百万元）	52.52	67.10	71.81	78.99	86.89	95.57
	成本（百万元）	130.30	0.00	37.78	47.39	52.13	57.34
	销售收入增长率	—	27.77%	7.01%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	-148.10%	0.00%	47.39%	40.00%	40.00%	40.00%
毛驴养殖及销售	销售收入（百万元）	103.14	97.24	69.12	62.21	55.98	50.39
	成本（百万元）	92.49	0.00	61.40	55.98	50.39	45.35
	销售收入增长率	—	-5.73%	-28.92%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	10.33%	0.00%	11.16%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业收入	4,041.82	4,715.27	5,920.79	6,980.29	8,171.34	9,496.40
减: 营业成本	1,281.22	1,403.11	1,633.04	1,913.05	2,227.85	2,579.30
税金及附加	68.14	67.11	76.31	102.33	119.79	139.22
主营业务利润	2,692.46	3,245.05	4,211.43	4,964.91	5,823.69	6,777.88
减: 销售费用	1,317.67	1,486.12	1,973.11	2,233.69	2,573.97	2,943.88
管理费用	387.15	377.28	445.96	516.54	604.68	693.24
研发费用	137.71	173.19	173.75	195.45	236.97	275.40
财务费用	-67.28	-92.62	-117.71	-74.44	-80.82	-93.59
经营性利润	917.21	1,301.08	1,736.31	2,093.66	2,488.90	2,958.95
加: 资产减值损失	-78.16	-30.36	7.25	8.55	10.01	11.63
信用减值损失	23.97	13.71	9.46	11.15	13.06	15.17
其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	35.12	43.87	58.03	45.67	45.67	45.67
公允价值变动损益	-5.05	0.49	7.95	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	3.32	10.76	0.76	4.95	4.95	4.95
其他收益	18.52	20.74	28.98	22.74	22.74	22.74
营业利润	914.92	1,360.29	1,848.75	2,186.73	2,585.33	3,059.12
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	5.99	11.19	14.10	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	8.90	8.69	6.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	912.01	1,362.79	1,855.99	2,186.73	2,585.33	3,059.12
减: 所得税	132.79	210.94	298.82	336.31	397.61	470.48
净利润	779.22	1,151.85	1,557.17	1,850.42	2,187.71	2,588.64
减: 少数股东损益	-0.77	0.97	0.17	-0.03	-0.03	-0.04
归属母公司股东净利润	780.00	1,150.88	1,557.00	1,850.44	2,187.74	2,588.68
资产负债表						
货币资金	5,370.03	5,825.51	5,014.91	5,018.10	5,814.74	6,674.81
交易性金融资产	1,860.77	2,511.26	3,519.21	3,519.21	3,519.21	3,519.21
应收票据	167.21	375.57	255.52	382.00	447.18	519.69
应收账款	1,033.07	707.29	483.60	1,133.77	1,327.22	1,542.44
预付账款	10.31	10.55	15.41	17.20	20.13	23.40
其他应收款	42.08	74.65	69.56	88.39	103.48	120.26
存货	1,238.59	1,012.46	926.25	1,438.30	1,674.98	1,939.21
其他流动资产	61.66	19.61	20.19	53.11	62.17	72.26
长期股权投资	113.62	74.02	72.84	55.96	39.08	22.20
金融资产投资	11.73	11.68	11.64	11.64	11.64	11.64
投资性房地产	69.48	65.90	61.35	53.20	45.05	36.90
固定资产和在建工程	2,036.03	1,898.86	1,855.16	1,566.45	1,277.36	987.89
无形资产和开发支出	332.97	323.42	310.68	259.05	207.42	155.80
其他非流动资产	283.82	395.53	470.81	456.29	441.77	441.77
资产总计	12,631.38	13,306.31	13,087.14	14,052.68	14,991.44	16,067.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	238.11	275.15	358.55	383.57	446.69	517.16
预收账款	0.37	1.03	0.93	1.09	1.27	1.48
合同负债	595.44	823.81	694.00	1,022.02	1,196.41	1,390.42
其他应付款	1,222.46	1,236.17	1,501.39	1,756.52	2,045.57	2,368.27
长期借款	42.44	31.02	20.95	12.53	4.94	-1.62
其他负债	181.76	198.57	179.41	200.78	213.37	226.97
负债合计	2,280.59	2,565.74	2,755.24	3,376.51	3,908.25	4,502.67
股本	654.02	643.98	643.98	643.98	643.98	643.98
资本公积	741.91	401.85	401.85	401.85	401.85	401.85
留存收益	8,933.31	9,673.19	9,264.35	9,608.65	10,015.70	10,497.36
归属母公司股东权益	10,329.24	10,719.01	10,310.17	10,654.47	11,061.53	11,543.19
少数股东权益	21.55	21.55	21.72	21.69	21.66	21.63
股东权益合计	10,350.79	10,740.56	10,331.89	10,676.16	11,083.19	11,564.81
负债和股东权益合计	12,631.38	13,306.31	13,087.14	14,052.68	14,991.44	16,067.48
投入资本(IC)	4,767.42	4,309.24	4,175.39	4,931.86	5,011.08	5,156.08
现金流量表						
资本支出	60.07	63.91	102.48	-0.00	0.00	0.00
自由现金流	1,760.23	1,530.77	1,632.94	1,009.91	2,019.03	2,343.37
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	-5.14	-11.42	-10.07	-8.42	-7.58	-6.57
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	758.66	1,146.28	736.71	1,506.15	1,780.69	2,107.02
长期投资	635.01	-671.57	-3,169.20	51.27	51.27	51.27
经营性现金净流量	2,124.24	1,932.87	2,152.61	1,387.10	2,447.87	2,823.85
投资性现金净流量	589.51	-718.14	-3,266.45	56.22	56.22	56.22
筹资性现金净流量	-437.75	-778.98	-1,978.50	-1,440.13	-1,707.45	-2,020.00
现金流量净额	2,275.99	435.75	-3,092.34	3.18	796.64	860.07
货币资金的期初余额	3,044.20	5,340.83	5,797.15	5,014.91	5,018.10	5,814.74
货币资金的期末余额	5,370.03	5,825.51	5,014.91	5,018.10	5,814.74	6,674.81
企业自由现金流	1,760.23	1,530.77	1,632.94	1,009.91	2,019.03	2,343.37
权益自由现金流	1,812.59	1,597.64	1,721.63	1,064.47	2,079.84	2,416.00

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637