



业绩稳健增长，第二曲线发力

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报。2025年实现营业收入67.00亿元(同比+8.83%)，归母净利润17.39亿元(同比+11.66%)，扣非归母净利润16.38亿元(同比+13.62%)。业绩增长稳健。单Q4，实现营收19.34亿元(同比+21.52%，环比+12.73%)，扣非归母净利润4.83亿元(同比+28.85%，环比+31.36%)。
- **阿胶主业稳健增长，第二曲线发力。** 2025年公司医药工业板块收入65.84亿元，同增13.91%，其中1)核心业务“阿胶及系列产品”收入达61.98亿元(同比+11.80%)。25年推出渠道定制化低糖阿胶糕等产品，预计复方阿胶浆、桃花姬等核心单品保持良好增长。2)“其他药品及保健品”收入3.86亿元，同增63.65%，预计主要系男士滋补品牌“皇家围场”高速增长。公司通过收购内蒙古阿拉善艾蓉集团(肉苁蓉)与东丰马记药业(鹿产品)，正式切入男士滋补及大健康新赛道，外延布局加速。3)分区域看，华东优势市场巩固，华中地区高速增长，2025年华东/华中/华南/华北/西南/其他地区营收分别36.25/10.18/6.18/5.56/5.22/3.61亿元，分别同比+18.93%/+65.71%/-38.26%/-16.46%/+6.89%/+6.31%。
- **毛利率稳步提升，渠道库存健康。** 在盈利能力方面，2025年，公司实现毛利率73.47%，同比+1.05pp；归母净利率25.95%，同比-0.35pp。公司阿胶及系列产品实现毛利率74.84%，同比+1.23pp。费用端来看，2025年销售/管理/研发/财务费率分别32.0%/7.21%/4.07%/-0.78%，分别同比-1.33/-0.32/+1.14/+1.21pp，研发费用同增56.8%。公司围绕“一中心三高地+N联合”的科技创新平台，在阿胶物质基础研究、复方阿胶浆循证医学证据链打造等方面取得重要进展，不断夯实产品护城河。
截至2025年年底，公司存货余额为8.36亿元，较2024年年末-9.79%，存货周转天数178.39天，同比-35.3天；应收账款及票据合计1.85亿元，同比-44.72%，应收账款周转天数5.68天，同比+1.36天。
- **高分红回馈股东，彰显价值认可。** 公司高度重视股东回报，2025年实施中期分红8.17亿元，并提出年度分红预案9.22亿元及实施股份回购0.80亿元。全年合计现金回报股东18.19亿元，占全年归母净利润的104.6%，彰显了公司充足的现金流和对未来发展的信心。
- **盈利预测:** 考虑到公司阿胶及系列产品竞争力强，积极拓展第二增长曲线，并且公司主营业务增长稳健，预计2026-2028年归母净利润分别为21.95亿元、25.75亿元和29.57亿元，对应PE分别为16、14和12倍。
- **风险提示:** 提价不及预期风险，销量不及预期风险，行业政策变动风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6700.47	7696.17	8794.23	9827.71
增长率	13.17%	14.86%	14.27%	11.75%
归属母公司净利润(百万元)	1738.74	2195.16	2575.01	2957.05
增长率	11.67%	26.25%	17.30%	14.84%
每股收益EPS(元)	2.70	3.41	4.00	4.59
净资产收益率ROE	16.78%	21.45%	25.71%	30.40%
PE	21	16	14	12
PB	3.48	3.51	3.58	3.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 王钰玮

电话: 021-68415819

邮箱: wangyuwei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.44
流通A股(亿股)	6.43
52周内股价区间(元)	46.8-63.3
总市值(亿元)	360.76
总资产(亿元)	133.81
每股净资产(元)	16.05

相关研究

1. 东阿阿胶(000423): 业绩强势增长，激励激发增长潜力(2025-03-20)

关键假设：

假设 1：阿胶及系列产品：阿胶块作为公司传统产品，预计保持稳定增长。公司持续深化复方阿胶浆大品种战略，着力推动“桃花姬”阿胶糕深耕健康消费品领域，同时开拓潜力新品。预计阿胶及系列产品 2026-2028 年收入增速分别为 13%/12%/10%，毛利率稳定在 75%。

假设 2：其他药品及保健品：公司保健品以男科滋补健康产品为主，“皇家围场 1619”包括健脑补肾口服液等独家批文产品、龟甲胶、鹿角胶等医保产品，鹿茸蜡片开拓高端市场；“壮本”构建男士滋补健康领域第二增长曲线，着力打造肉苁蓉品类第一品牌。预计 2026 年-2028 年收入增速 50%/45%/30%，毛利率稳定在 70%。

假设 3：毛驴养殖及贸易业务方面：毛驴养殖及销售偏重资产产业，公司不断优化产业结构，预计后续规模有所下滑。预计 2026-2028 年收入逐年-5%，毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：东阿阿胶收入及毛利分析

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
医药工业 -阿胶及系列产品	收入	62.0	70.0	78.4	86.3
	增速	13.91%	13.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	74.8%	75.0%	75.0%	75.0%
医药工业 -其他药品及保健品	收入	3.9	5.8	8.4	10.9
	增速	63.7%	50.0%	45.0%	30.0%
	毛利率	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%
毛驴养殖及贸易	收入	0.6	0.6	0.5	0.5
	增速	-15.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
其他	收入	0.6	0.6	0.6	0.6
	增速	-19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	14.1%	14.2%	14.2%	14.2%
合计	收入	67.0	77.0	87.9	98.3
	增速	13.2%	14.9%	14.3%	11.8%
	毛利率	73.5%	73.7%	73.7%	73.7%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6700.47	7696.17	8794.23	9827.71	净利润	1738.67	2206.20	2587.95	2971.91
营业成本	1777.65	2026.69	2312.31	2581.44	折旧与摊销	135.82	307.62	312.11	316.11
营业税金及附加	85.07	115.44	131.91	147.42	财务费用	-51.97	-17.95	-18.01	-22.35
销售费用	2144.44	2308.85	2550.33	2751.76	资产减值损失	-7.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	482.86	615.69	703.54	786.22	经营营运资本变动	654.58	-1731.37	1255.79	1042.25
财务费用	-51.97	-17.95	-18.01	-22.35	其他	-180.33	230.11	-88.33	-118.21
资产减值损失	-7.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2289.21	994.61	4049.51	4189.70
投资收益	50.05	50.00	50.00	50.00	资本支出	8.24	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-4.11	-4.11	-4.11	-4.11	其他	97.48	155.08	45.89	45.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	105.72	115.08	5.89	5.89
营业利润	2071.30	2693.33	3160.04	3629.12	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.36	-2.85	-4.01	-4.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2059.94	2690.48	3156.04	3624.28	股权融资	-18.39	0.00	0.00	0.00
所得税	321.27	484.29	568.09	652.37	支付股利	-1738.74	-2291.81	-2808.41	-3258.91
净利润	1738.67	2206.20	2587.95	2971.91	其他	40.14	4.58	18.01	22.35
少数股东损益	-0.07	11.03	12.94	14.86	筹资活动现金流净额	-1716.99	-2287.23	-2790.40	-3236.56
归属母公司股东净利润	1738.74	2195.16	2575.01	2957.05	现金流量净额	677.78	-1177.54	1265.00	959.03
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5267.46	4089.91	5354.91	6313.94	成长能力				
应收和预付款项	243.26	340.56	349.02	340.45	销售收入增长率	13.17%	14.86%	14.27%	11.75%
存货	835.54	2026.69	1156.15	516.29	营业利润增长率	12.04%	30.03%	17.33%	14.84%
其他流动资产	4205.30	3827.43	3829.19	3830.84	净利润增长率	11.66%	26.89%	17.30%	14.84%
长期股权投资	75.58	75.58	75.58	75.58	EBITDA 增长率	15.29%	38.41%	15.79%	13.57%
投资性房地产	76.12	76.12	76.12	76.12	获利能力				
固定资产和在建工程	1795.12	1541.41	1283.20	1020.98	毛利率	73.47%	73.67%	73.71%	73.73%
无形资产和开发支出	344.14	333.29	322.45	311.60	三费率	38.44%	37.77%	36.80%	35.77%
其他非流动资产	538.68	535.63	532.58	529.53	净利率	25.95%	28.67%	29.43%	30.24%
资产总计	13381.20	12846.61	12979.19	13015.34	ROE	16.78%	21.45%	25.71%	30.40%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.99%	17.17%	19.94%	22.83%
应付和预收款项	1070.13	1176.54	1356.73	1517.02	ROIC	114.58%	118.74%	142.62%	537.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.16%	38.76%	39.28%	39.92%
其他负债	1947.83	1385.03	1557.87	1720.74	营运能力				
负债合计	3017.96	2561.56	2914.60	3237.75	总资产周转率	0.51	0.59	0.68	0.76
股本	643.98	643.98	643.98	643.98	固定资产周转率	3.76	4.65	6.26	8.57
资本公积	383.46	383.46	383.46	383.46	应收账款周转率	15.96	12.88	11.94	15.20
留存收益	9458.53	9361.89	9128.49	8826.62	存货周转率	2.00	1.41	1.45	3.09
归属母公司股东权益	10336.30	10247.08	10013.69	9711.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.91%	—	—	—
少数股东权益	26.93	37.96	50.90	65.76	资本结构				
股东权益合计	10363.24	10285.05	10064.59	9777.58	资产负债率	22.55%	19.94%	22.46%	24.88%
负债和股东权益合计	13381.20	12846.61	12979.19	13015.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.69	4.28	3.88	3.57
					速动比率	3.40	3.44	3.46	3.41
					股利支付率	100.00%	104.40%	109.06%	110.21%
					每股指标				
					每股收益	2.70	3.41	4.00	4.59
					每股净资产	16.09	15.97	15.63	15.18
					每股经营现金	3.55	1.54	6.29	6.51
					每股股利	2.70	3.56	4.36	5.06
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	2155.15	2983.00	3454.14	3922.88					
PE	20.75	16.43	14.01	12.20					
PB	3.48	3.51	3.58	3.69					
PS	5.38	4.69	4.10	3.67					
EV/EBITDA	12.19	9.20	7.58	6.43					
股息率	4.82%	6.35%	7.78%	9.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn

	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
