

东阿阿胶股份有限公司 (000423 CH, 买入, 目标价: RMB82.96)

买入

持有

卖出

核心产品增长稳健，新产品开始贡献增量

目标价: RMB82.96 **当前股价: RMB57.50**

股价上行/下行空间 +44%

52 周最高/最低价 (RMB) 64.08/46.09

市值 (US\$mn) 5,357

当前发行数量(百万股) 644

三个月平均日交易额 (US\$mn) 61

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

华润东阿阿胶 24

华润医药投资 10

香港中央结算 5

按 2026 年 3 月 30 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	82.96	85.28	-3%
2026E EPS (RMB)	3.16	3.45	-9%
2027E EPS (RMB)	3.70	4.14	-11%
2028E EPS (RMB)	4.40	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	7,519 (+1%)	8,487 (+3%)
EPS (RMB)	3.18 (-1%)	3.67 (+1%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 2025 年, 公司盈利能力持续提升。
- 多品类产品放量, 带动收入增长多元化发展。
- 维持“买入”评级, 下调 DCF 目标价至 82.96 元。

2025 年公司业绩符合预期, 盈利能力持续提升: 根据公司 2025 年报告, 东阿阿胶全年营业收入 67.0 亿元 (+13.2%), 净利润 17.39 亿元 (+11.7%), 公司实现基本每股收益 2.7 元/股 (+12.5%)。其中, 4Q25 营收和净利润分别为 19.34 亿元 (+21.5%) 和 4.65 亿元 (+14.9%)。从盈利能力看, 2025 年, 公司毛利率提升至 74.6%, 同比提升 1.1pcts; ROIC 提升至 16.22% (2024 年为 13.8%), 公司资本回报水平持续提升。我们预计公司 26E-28E 收入增速为 13.4%/ 14.6%/ 16.0%。

核心产品贡献稳定, 公司由规模扩张向结构优化转变: 根据公司 2025 年报告, 阿胶系列产品收入达 61.98 亿元, 同比上升 11.8%; 毛利率 74.8%, 同比提升 1.23pcts, 整体增长趋于平稳。根据公司 2025 年报告, 阿胶系列产品仍为公司收入核心来源, 收入贡献维持在高位水平, 2023-2025 年占总收入比例为 92.6%/93.6%/92.5%。2025 年, 公司通过系统构建药品+健康消费品“双轮驱动”业务增长模式, 推动品牌焕新, 稳固行业地位。我们预计, 2026E-2028E 公司阿胶系列产品收入有望实现同比增长 14.1%/14.5%/16.0%, 其中阿胶浆、阿胶糕、阿胶粉等各种“阿胶+”产品成为阿胶系列产品收入增长的主要驱动力。

新产品打造第二增长曲线: 2025 年, 公司其他药品业务在多品类产品放量带动下实现较快增长, 2025 年收入同比增长 63.7%, 收入规模提升至约 3.86 亿元。2025 年, 公司加速培育第二增长曲线, “皇家围场 1619”通过“大品牌、大单品、大动销、大品类”四大战役, 推动快速放量; 产业布局方面, 围绕梅花鹿地道产区, 打通全产业链条, 着力构建从原料到生产的一体化闭环。公司持续推进健康消费品体系建设及新品开发, 全年推出 16 款新产品, 并围绕年轻化消费场景加快产品迭代与渠道拓展。我们预计新产品将持续带动其他药品业务维持较快增长, 成为公司业绩增长重要驱动力。

维持“买入”评级, 目标价下调至 RMB82.96 (WACC: 8.6%, 不变): 我们的目标价对应 26 倍的 2026 年 P/E, 高于行业可比公司的 18 倍均值。鉴于东阿阿胶在中药行业地位、知名品牌效应和 OTC 市场产品销售的领先地位, 我们认为公司估值仍有一定的上升空间。我们对公司未来发展前景保持乐观, 加上其稳健的现金流和较高的分红比例, 我们维持买入评级。

风险提示: 产品价格波动风险; 原材料价格波动风险; 阿胶类市场竞争加剧的风险; 新品培育或销售不及预期; 医药政策风险; 宏观经济影响的风险

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	5,921	6,700	7,596	8,705	10,101
毛利润 (RMBmn)	4,288	4,923	5,552	6,452	7,590
归母净利润 (RMBmn)	1,557	1,739	2,032	2,385	2,831
每股收益 (RMB)	2.42	2.70	3.16	3.70	4.40
市盈率 (x)	24.2	19.8	18.2	15.5	13.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

风险提示

- **产品价格波动风险：**公司持续推进价格治理、构建有序的供求关系。若公司产品价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。
- **原材料价格波动风险：**驴皮作为阿胶主要原材料之一，公司已建立起国内+国际双重供给，但上游原材料价格波动若超预期，存在影响毛利率的风险。目前，由于毛驴养殖行业的技术难点仍未突破，繁育和疫病防控研究滞后。因此短期内，规模化养殖不能促进国内毛驴存栏逆转。由于供应不足而导致驴皮价格的任何大幅上涨（例如，非洲贸易禁令的影响大于预期）都意味着公司的毛利率可能会受到严重影响。
- **阿胶类市场竞争加剧的风险：**东阿阿胶是中国阿胶市场的领导者，2023 年市占率为 64%（根据中康开思数据）。同时，我们预计公司未来的发展主要依靠市占率的提升。如公司在竞争中市场份额下滑或品牌声誉受损，可能对公司收入增长及利润空间造成压力。
- **新品培育或销售不及预期：**公司目前储备品种充足，研发工作持续推进。若公司新品培育或销售不及预期，可能限制公司未来增长潜力的释放，影响长期增速。
- **医药政策风险：**公司的复方阿胶浆纳入医保支付，且医保支付为产品放量的重要假设。未来医保支付端变化或医改政策的变化均有可能影响公司产品推广。
- **宏观经济影响的风险：**鉴于东阿阿胶的产品具有可选消费品的特点，中国经济长期低迷将给消费者的消费能力带来压力，可能会削弱其销售额，从而影响公司的财务业绩。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
阿胶及系列产品	6,153	7,022	8,044	9,333
毛驴养殖及销售	58	53	47	43
其他收入	489	521	614	725
营业收入	6,700	7,596	8,705	10,101
营业成本	(1,778)	(2,044)	(2,252)	(2,510)
毛利润	4,923	5,552	6,452	7,590
管理及销售费用	(2,900)	(3,206)	(3,674)	(4,264)
其中: 研发支出	(272)	(228)	(261)	(303)
其中: 市场营销支出	(2,144)	(2,446)	(2,821)	(3,293)
其中: 管理支出	(483)	(532)	(592)	(667)
息税前利润	2,008	2,327	2,746	3,277
息税折旧及摊销前利润	2,144	2,495	2,929	3,474
利息收入	59	0	0	0
利息支出	(7)	0	0	0
税前利润	2,060	2,407	2,826	3,354
所得税	321	375	441	523
净利润	1,739	2,032	2,385	2,831
基本每股收益 (RMB)	2.70	3.16	3.70	4.40

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,552	10,872	11,843	13,102
货币资金	5,267	2,861	3,751	4,823
应收账款	185	860	1,009	1,198
存货	836	1,812	2,003	2,240
其他流动资产	4,264	5,338	5,080	4,841
非流动资产	2,830	3,983	4,300	4,602
固定资产	1,775	1,655	1,532	1,409
无形资产	332	1,731	2,171	2,596
商誉	12	0	0	0
其他	222	109	109	109
资产	13,381	14,854	16,143	17,704
流动负债	2,859	3,200	3,443	3,745
短期借款	0	0	0	0
预收账款	26	26	26	26
应付账款	372	409	451	503
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	159	121	121	121
负债	3,018	3,321	3,564	3,866
股份	644	644	644	644
资本公积	11	12	13	14
未分配利润	8,992	9,878	10,924	12,182
归属于母公司所有者权益	10,336	11,507	12,552	13,811
少数股东权益	27	27	27	27
负债及所有者权益	13,381	14,854	16,143	17,704

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,739	2,032	2,385	2,831
折旧摊销	136	168	183	198
利息 (收入) / 支出	(38)	(80)	(80)	(77)
其他非现金科目	10	0	0	0
其他	(35)	(123)	(47)	(50)
营运资本变动	477	(1,319)	(107)	(136)
经营活动产生的现金流量	2,289	678	2,334	2,766
资本支出	80	91	104	121
收购及投资	11,598	0	0	0
处置固定资产及投资	75	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	106	(77)	(104)	(121)
股利支出	1,635	1,146	1,339	1,572
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(3,352)	(2,292)	(2,679)	(3,144)
筹资活动产生的现金流量	(1,717)	(1,146)	(1,339)	(1,572)
现金及现金等价物净增加额	678	(544)	890	1,072
自由现金流	2,217	710	2,277	2,694

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
阿胶及系列产品毛利率	74.8	74.0	75.0	76.0
销售费用率	32.0	32.2	32.4	32.6

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	13.2	13.4	14.6	16.0
毛利润	14.8	12.8	16.2	17.6
息税折旧及摊销前利润	14.2	16.4	17.4	18.6
净利润	11.7	16.9	17.4	18.7
稀释每股调整收益	11.7	16.9	17.4	18.7
盈利率 (%)				
毛利率	73.5	73.1	74.1	75.1
息税折旧摊销前利润率	32.0	32.9	33.6	34.4
息税前利润率	30.0	30.6	31.5	32.4
净利率	25.9	26.8	27.4	28.0
净资产收益率	16.8	17.7	19.0	20.5
总资产收益率	13.0	13.7	14.8	16.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.7	3.4	3.4	3.5
速动比率	3.4	2.8	2.9	2.9
估值比率 (x)				
市盈率	19.8	18.2	15.5	13.1
市净率	3.3	3.2	3.0	2.7
市销率	5.5	4.9	4.3	3.7

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。