



业绩强势增长，激励激发增长潜力

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营收 59.2 亿元, 同比+25.6%; 实现归母净利润 15.6 亿元, 同比+35.3%; 实现扣非归母净利润 14.4 亿元, 同比+33.2%。
- 持续推进双轮驱动, 拓展第二增长曲线。** 2024 年, 公司医药工业板块实现营收 57.8 亿元, 同比+27.0%。一方面, 公司深耕核心主业, 持续推进药品+健康消费品双轮驱动增长模式。阿胶及系列产品占比进一步提高至 93.6%, 实现营收 55.4 亿元, 同比+27.0%。分产品来看: 1) 阿胶块, 是 OTC 第一大单品、滋补养生第一品牌, 公司市占率稳居第一。2) 复方阿胶浆, 产品回归药品属性, 拓展新适应症, 成为公司未来业绩的重要增长点。3) 桃花姬, 打造即食养颜第一品牌, 深耕数字化, 线上和线下相结合拓宽终端销售渠道。4) “东阿阿胶小金条”阿胶速溶粉逐步起量, 有望贡献公司业绩增长。另一方面, 公司积极开拓潜能产品, 其他药品及保健品实现营收 2.36 亿元, 同比+26.2%。“皇家围场 1619”以打造男士健康活力第一品牌为愿景, 新产品放量潜力充足。
- 盈利能力稳步提升, 渠道库存良性增长。** 在盈利能力方面, 2024 年, 公司实现毛利率 72.4%, 同比+2.2pp; 归母净利率 26.3%, 同比+1.9pp。公司阿胶及系列产品实现毛利率 73.6%, 同比+1.2pp, 是公司业绩增长的关键驱动力。费用端来看, 2024 年销售费用 19.7 亿元, 同比+32.8%, 销售费用率 33.3%, 同比+1.8pp, 主要系公司发布新品加大品牌曝光及推广投入。在营运能力方面, 公司持续推进渠道治理、优化渠道生态。截至 2024 年年底, 公司存货余额为 9.3 亿元, 较 2023 年年末-8.5%, 存货周转天数 213.7 天, 同比-75.1 天; 应收账款及票据合计 3.3 亿元, 同比-23.7%, 应收账款周转天数 4.3 天, 同比-12.7 天。
- 分红回馈股东, 股权激励激发活力。** 2024 年, 公司实现经营活动产生的现金流量净额 21.7 亿元, 同比+11.1%, 经营面持续向好。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 7.4 亿元。1 月 10 日, 公司发布股权激励, 授予 124.7 万股限制性股票(占总股本 0.19%), 首次授予 99.8 万股, 授予 179 人, 首次授予价格 37.22 元/股。限售之日起第 2, 3, 4 年分别可以解除限制, 解除限售条件为: 1) 2025/2026/2027 年净资产收益率分别不低于 11.5%/12%/12.5%, 且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均水平; 2) 2025/2026/2027 年分别归母净利润复合增长率不低于 15%(以 2023 年为基准)且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均水平, 且不出现在增长。同时还需每年满足经济增加值改善值大于 0, 且完成产业链相关任务。
- 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 2025-2027 年归母净利润分别为 18.5 亿元、22 亿元和 26.1 亿元, 对应 PE 分别为 20、17 和 14 倍。
- 风险提示:** 提价不及预期的风险, 销量不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5920.79	6834.02	7896.26	9133.15
增长率	25.57%	15.42%	15.54%	15.66%
归属母公司净利润(百万元)	1557.00	1849.78	2195.58	2609.74
增长率	35.29%	18.80%	18.69%	18.86%
每股收益 EPS(元)	2.42	2.87	3.41	4.05
净资产收益率 ROE	15.07%	19.13%	23.72%	30.16%
PE	24	20	17	14
PB	3.63	3.85	4.03	4.31

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

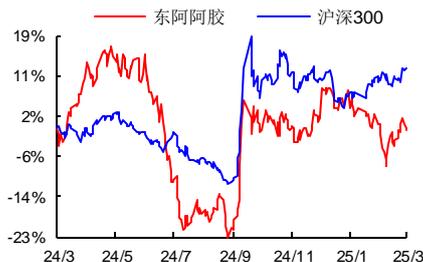
分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@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)	6.44
52 周内股价区间(元)	45.21-71.59
总市值(亿元)	374.67
总资产(亿元)	130.87
每股净资产(元)	16.01

相关研究

- 东阿阿胶(000423): 业绩稳健增长, 利润率持续提升 (2024-08-26)
- 东阿阿胶(000423): 业绩稳健增长, 巩固龙头地位 (2024-03-28)

关键假设:

假设 1: 阿胶及系列产品: 1) 阿胶块作为公司传统产品, 有望保持小幅稳定增长。2) 复方阿胶浆是我国补气补血类中成药零售市场第二大品种, 独家双跨品种, 且 2023 年国家医保目录中取消了“限有重度贫血检验证据”的限定支付范围, 有望保持高速增长。3) 桃花姬用快消品的思路打造全国性品牌, 线上和线下相结合拓宽终端销售渠道, 有望稳步快速增长。4) 阿胶粉通过广告植入热门电视剧等进行宣传, 有望快速增长。预计阿胶及系列产品 2025-2027 年销量增速分别为 15%、15%、15%, 毛利率分别为 73%、73%、73%。

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”目前仍处于早期市场开拓阶段, 预计营收加速增长。预计 2025 年-2027 年销量增速分别为 30%、30%、30%, 毛利率分别为 70%、70%、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 2025 年-2027 年销量增速分别为 -5%、-5%、-5%, 毛利率分别为 10%、10%、10%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
医药工业 -阿胶及系列产品	收入	55.4	63.8	73.3	84.3
	增速	27.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	73.6%	73.0%	73.0%	73.0%
医药工业 -其他药品及保健品	收入	2.4	3.1	4.0	5.2
	增速	26%	30%	30%	30%
	毛利率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
毛驴养殖及贸易	收入	0.7	0.7	0.6	0.6
	增速	-28.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	-	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	0.7	0.9	1.0	1.2
	增速	7.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	-	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	59.2	68.3	79.0	91.3
	增速	25.6%	15.4%	15.5%	15.7%
	毛利率	72.4%	71.5%	71.6%	71.6%

数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5920.79	6834.02	7896.26	9133.15	净利润	1557.17	1859.08	2206.62	2622.85
营业成本	1633.04	1945.72	2243.21	2590.78	折旧与摊销	138.37	299.09	303.34	307.28
营业税金及附加	76.31	102.51	118.44	137.00	财务费用	-117.71	-16.38	-15.24	-18.28
销售费用	1973.11	2050.21	2289.92	2557.28	资产减值损失	7.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	445.96	546.72	631.70	730.65	经营营运资本变动	888.69	-1301.40	1138.74	1007.55
财务费用	-117.71	-16.38	-15.24	-18.28	其他	-302.96	118.67	-66.47	-120.24
资产减值损失	7.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2170.81	959.05	3566.99	3799.17
投资收益	58.03	50.00	50.00	50.00	资本支出	33.55	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	7.95	7.95	7.95	7.95	其他	-3300.00	57.95	57.95	57.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3266.45	17.95	17.95	17.95
营业利润	1848.75	2263.20	2686.18	3193.66	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.24	3.97	4.82	4.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1855.99	2267.17	2690.99	3198.60	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	298.82	408.09	484.38	575.75	支付股利	-1882.99	-2479.57	-2624.66	-3227.09
净利润	1557.17	1859.08	2206.62	2622.85	其他	-95.51	6.70	15.24	18.28
少数股东损益	0.17	9.30	11.03	13.11	筹资活动现金流净额	-1978.50	-2472.88	-2609.42	-3208.81
归属母公司股东净利润	1557.00	1849.78	2195.58	2609.74	现金流量净额	-3074.13	-1495.88	975.52	608.30
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5014.91	3519.03	4494.55	5102.85	成长能力				
应收和预付款项	419.69	560.17	593.85	651.58	销售收入增长率	25.57%	15.42%	15.54%	15.66%
存货	926.25	1945.72	1121.61	518.16	营业利润增长率	35.91%	22.42%	18.69%	18.89%
其他流动资产	3943.80	3542.52	3546.14	3550.36	净利润增长率	35.19%	19.39%	18.69%	18.86%
长期股权投资	72.84	72.84	72.84	72.84	EBITDA 增长率	32.49%	36.19%	16.83%	17.09%
投资性房地产	61.35	61.35	61.35	61.35	获利能力				
固定资产和在建工程	1807.34	1561.28	1310.96	1056.71	毛利率	72.42%	71.53%	71.59%	71.63%
无形资产和开发支出	310.68	300.55	290.43	280.31	三费率	38.87%	37.76%	36.81%	35.80%
其他非流动资产	530.27	527.36	524.46	521.55	净利率	26.30%	27.20%	27.95%	28.72%
资产总计	13087.14	12090.83	12016.20	11815.72	ROE	15.07%	19.13%	23.72%	30.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.90%	15.38%	18.36%	22.20%
应付和预收款项	901.01	1037.77	1199.34	1390.65	ROIC	71.30%	81.79%	104.78%	287.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.57%	37.25%	37.67%	38.13%
其他负债	1854.23	1333.15	1514.99	1727.44	营运能力				
负债合计	2755.24	2370.92	2714.33	3118.09	总资产周转率	0.45	0.54	0.66	0.77
股本	643.98	643.98	643.98	643.98	固定资产周转率	3.26	4.08	5.52	7.75
资本公积	401.85	401.85	401.85	401.85	应收账款周转率	14.10	12.45	12.01	15.48
留存收益	9348.74	8718.94	8289.87	7672.51	存货周转率	1.48	1.35	1.46	3.16
归属母公司股东权益	10310.17	9688.90	9259.82	8642.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.90%	—	—	—
少数股东权益	21.72	31.01	42.05	55.16	资本结构				
股东权益合计	10331.89	9719.91	9301.87	8697.63	资产负债率	21.05%	19.61%	22.59%	26.39%
负债和股东权益合计	13087.14	12090.83	12016.20	11815.72	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.95	4.30	3.80	3.30
					速动比率	3.59	3.42	3.36	3.13
					股利支付率	120.94%	134.05%	119.54%	123.66%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1869.40	2545.90	2974.28	3482.66	每股收益	2.42	2.87	3.41	4.05
PE	24.06	20.25	17.06	14.36	每股净资产	16.04	15.09	14.44	13.51
PB	3.63	3.85	4.03	4.31	每股经营现金	3.37	1.49	5.54	5.90
PS	6.33	5.48	4.74	4.10	每股股利	2.92	3.85	4.08	5.01
EV/EBITDA	15.12	11.68	9.67	8.09					
股息率	5.03%	6.62%	7.01%	8.61%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
