

东阿阿胶(000423)

报告日期: 2023年07月06日

滋补龙头，再度起航

——东阿阿胶深度报告

投资要点

□ 复盘过去：历史多轮提价，渠道短期承压，逐步步入正轨

公司于1952年建厂，1996年在深交所上市，其主要产品阿胶是OTC领域第一大单品、滋补养生第一品牌，此外公司产品包括复方阿胶浆、桃花姬等。复盘公司历史，我们可以大致把公司业绩分为三个阶段：(1) 2006-2018年：受原材料价格影响，公司生产的阿胶块在出厂端持续提价；(2) 2018-2019年：提价带来经销商囤货惯性，导致渠道中库存积压，使2019年公司业绩增速大幅减缓；(3) 2019至今：公司加强对终端价格管理、优化渠道策略，阿胶块销售进入正轨。

□ 核心变化：管理提效、渠道优化，财务数据现拐点

从财务数据表现来看，我们注意到2019年开始公司存货逐步出清，2019-2022年存货和应收账款周转率显著提升，同时盈利水平也逐步修复，我们认为这种变化的原因来自公司在管理和渠道上的提效与优化：(1) 销售层面：公司2020年开始对渠道的管理重点从发货端向终端倾斜，通过对价格体系进行更合理的控制，公司可以保证其经销体系摆脱过去过多囤货的模式，转而进入更关注纯销、更为健康的销售体系。良好的渠道体系将帮助公司提升其核心竞争力，为其业绩增长贡献更多可持续性的动力；(2) 管理赋能：从中期催化来看，华润系管理团队进驻也将带来一定的协同效应，帮助公司提升运行效率，进而提升收入和利润增速。

□ 成长性：药品+健康消费品双轮驱动，打开第二成长曲线

① 阿胶块：渠道管理积极，阿胶块有望实现稳健增长。从行业来看，上游原材料驴皮价格止跌回升，同时疫后需求端对滋补品需求上升，我们预计下游阿胶行业景气度有望上行，价格有望维稳；从公司角度，2019年开始公司对阿胶渠道进行管理优化，控制库存，在内部经营提效的背景下，我们预计阿胶块有望实现平稳增长。

② 复方阿胶浆：复方阿胶浆为气血双补领域龙头药品，公司实施阿胶浆大品种战略，在研发端加大投入以提升学术推广实力，加快癌症和妇科适应症开发，此外公司持续加快复方阿胶浆的零售端开发，在研发和渠道的双重催化下，我们预计复方阿胶浆有望增长提速。

③ 健康消费品：在健康消费品领域，公司以桃花姬品牌为主打产品，针对年轻高端消费群体，邀请任嘉伦成为桃花姬代言人，在渠道端加强全国布局。除桃花姬外，公司也在积极布局其他保健产品，在营销、渠道和产品三方面共同提振下驱动健康消费品板块快速成长。

□ 盈利预测与估值

我们认为，从行业层面来看，阿胶行业在供给端仍然具有稀缺性，随着消费人群的扩大，行业仍有扩容空间；从公司层面来看，2019年开始公司对渠道进行了一系列改革措施，有助于业绩增长更具可持续性。我们预计公司2023-2025年收入分别为47.12/54.35/62.00亿元，同比增速为16.58%/15.35%/14.08%；归母净利润分别为9.66/11.64/14.12亿元，同比增速为23.89%/20.46%/21.34%；对应PE分别为32.56x/27.03x/22.28x。我们选取同样具有老字号、同时深耕OTC和消费品领域的同仁堂、云南白药、太极集团、达仁堂作为可比公司，同时考虑到公司阿胶为行业龙头，参考可比公司平均估值给予公司2023年37倍PE，目标价为55.5元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

渠道改革不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险。

投资评级：增持(首次)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

研究助理：李晨琛

lichenchen@stocke.com.cn

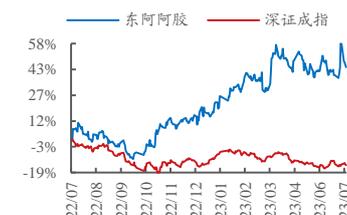
基本数据

收盘价 ¥48.86

总市值(百万元) 31,464.71

总股本(百万股) 643.98

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,712	5,435	6,200
(+/-) (%)	5.01%	16.58%	15.35%	14.08%
归母净利润	780	966	1,164	1,412
(+/-) (%)	77.10%	23.89%	20.46%	21.34%
每股收益(元)	1.21	1.50	1.81	2.19
P/E	40.34	32.56	27.03	22.28

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 核心变化：触底反弹，贡献持续性	5
1.1 复盘过去：历史多轮提价，渠道短期承压，销售步入正轨	5
1.2 核心变化：管理提效、渠道优化，财务数据现拐点	6
1.2.1 管理赋能：华润持股，组织重塑	7
1.2.2 渠道提效：去库存、提纯销，成立三大中心	8
2 成长空间：药品+健康消费品双轮驱动	9
2.1 行业：驴皮止跌回升，阿胶价格趋稳	9
2.2 公司成长空间：药品+健康消费品双轮驱动	11
2.2.1 阿胶块：稳居龙头，实现稳健增长	11
2.2.2 阿胶浆：补气补血龙头药品，多增长点打造大单品战略	12
2.2.3 健康消费品：年轻化品牌定位，推出“阿胶+”、“+阿胶”系列产品	13
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 收入预测	14
3.2 投资建议	15
4 风险提示	16

图表目录

图 1: 2006-2022 年公司收入和净利润及增速 (上图), 2006-2022 年公司股价复盘 (下图)	5
图 2: 2010-2018 年公司提价历史	6
图 3: 2017-2022 年公司存货及周转率	6
图 4: 2017-2022 年公司应收账款及应收账款周转率	6
图 5: 2004-2022 年公司毛利率和归母净利率变化	7
图 6: 2004-2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率	7
图 7: 公司股权结构图 (截至 2023Q1)	7
图 8: 2018-2022 年公司人员数量变化 (单位: 人)	8
图 9: 2014-2022 年公司广告推广费用变化	9
图 10: 2005-2021 年中国驴存栏量及增速	10
图 11: 2012-2021 年中国毛驴屠宰量及增速	10
图 12: 2006-2021 年中国驴皮价格变化	10
图 13: 2006-2021 年中国驴肉价格变化	10
图 14: 2009-2023 年 4 月东阿阿胶单价	11
图 15: 2016-2023 年 4 月东阿阿胶与福牌阿胶块的价格变化	11
图 16: 2021 年中国阿胶行业市场竞争格局 (%)	11
图 17: 2020-2023 年 1-2 月东阿阿胶市场份额	11
图 18: 2017-23Q1 公司阿胶块在零售终端销售情况	12
图 19: 2022 年 7 月 B2C 市场补血补气类 TOP20 品牌市场份额分布	12
图 20: 2017-2021 年复方阿胶浆在零售终端销售收入及增速	12
图 21: 2016-2022 年公司保健品子公司销售收入及增速	13
图 22: 公司生产的桃花姬阿胶糕	13
图 23: 阿胶与奈雪的茶跨界合作	14
图 24: 公司在保健品领域持续推出新品	14
表 1: 公司现任管理团队背景	8
表 2: 2021A-2025E 公司品种收入和拆分预测	15
表 3: 2021A-2025E 公司费用率预测	15
表 4: 可比公司估值	16
表附录: 三大报表预测值	17

1 核心变化：触底反弹，贡献持续性

1.1 复盘过去：历史多轮提价，渠道短期承压，销售步入正轨

公司于1952年建厂，1996年在深交所上市，主要产品阿胶是OTC渠道第一大单品、滋补养生第一品牌，此外公司产品还包括复方阿胶浆、桃花姬等。

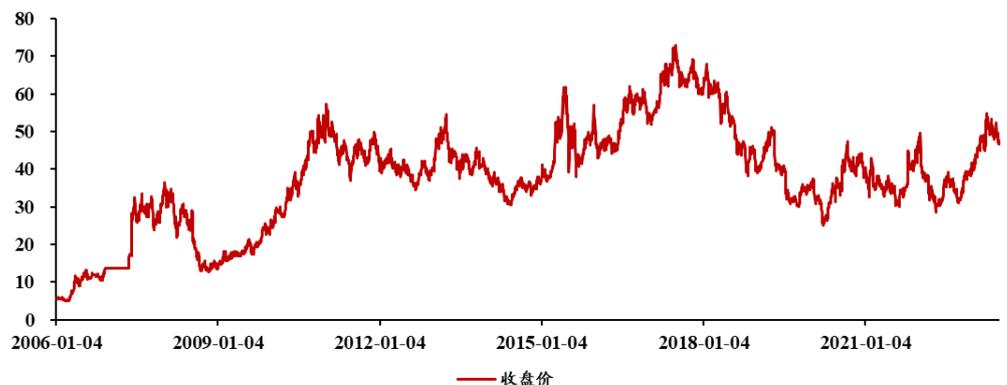
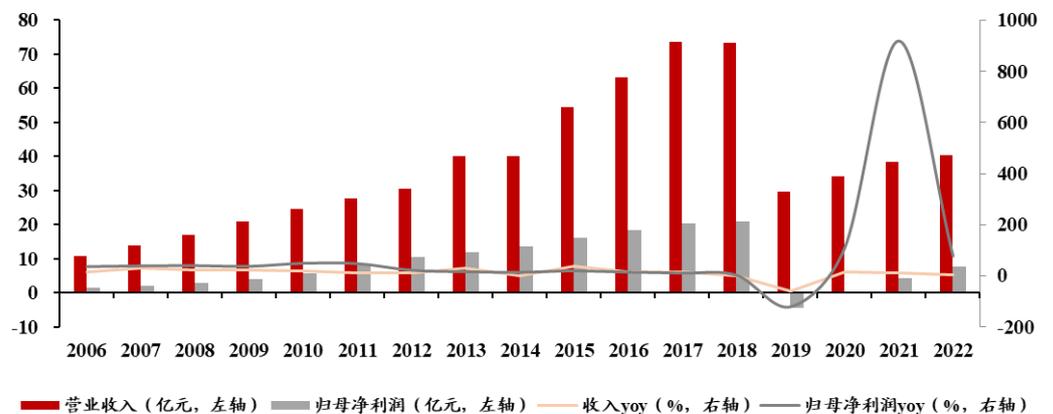
复盘公司的历史业绩与股价，我们可以把公司历史大致分为三个阶段：

2006-2018年：华润入主，多次提价，高速增长。2004年华润集团成为公司的控股股东，随后公司的主营产品阿胶出厂价逐步上调，其中上调幅度较大的两次为2011年1月上调60%和2014年9月上调53%，带动公司收入和利润实现快速增长；

2018-2019年：库存积压，发货承压，影响业绩。频繁提价为经销商带来囤货惯性，尤其是2015-2018年公司于每年的Q4对阿胶块进行提价，定期提价给经销商形成导向，促使年底囤货的趋势形成，管理层也形成了路径依赖，导致渠道端库存积压，2019年公司阿胶块出货量下滑明显，使公司2019年营业收入下滑60.0%、归母净利润降到负值；

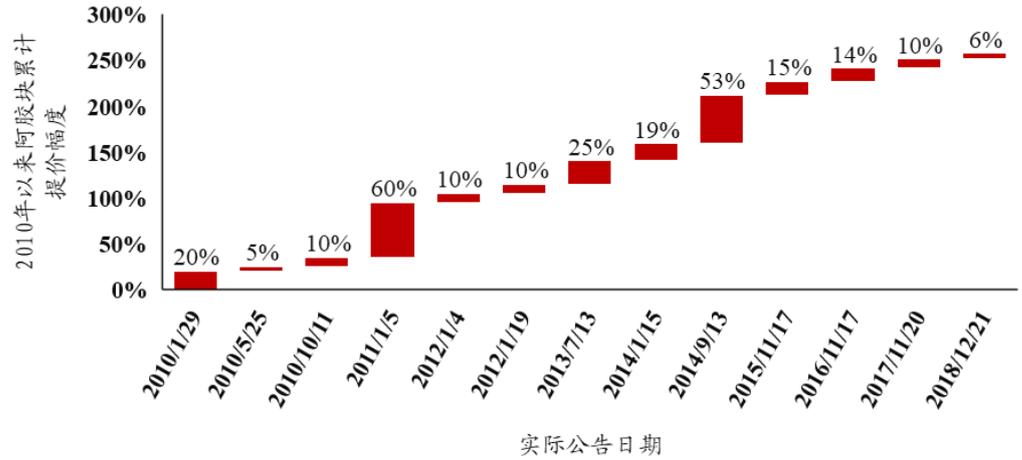
2019年至今：调整价格，优化渠道，触底反弹。公司在2020年开始加大渠道库存的清理力度，对价格体系也进行了积极调整，2020年实现扭亏，2021-2022年公司归母净利润实现高增速；从营运指标来看，我们可以发现2019-2022年公司应收账款下降，应收账款周转率显著提升，我们认为这反映出公司的渠道改革有效。

图1：2006-2022年公司收入和净利润及增速（上图），2006-2022年公司股价复盘（下图）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2: 2010-2018年公司提价历史

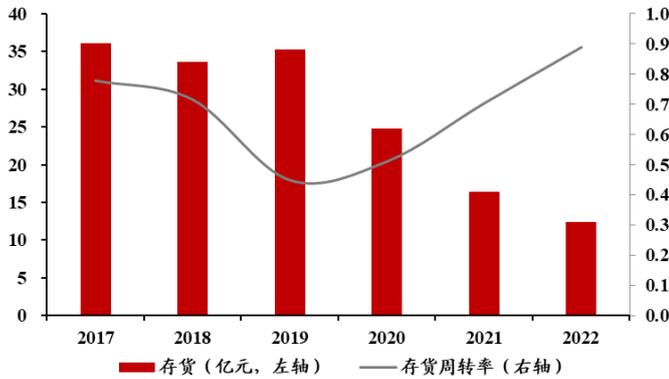


资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.2 核心变化: 管理提效、渠道优化, 财务数据现拐点

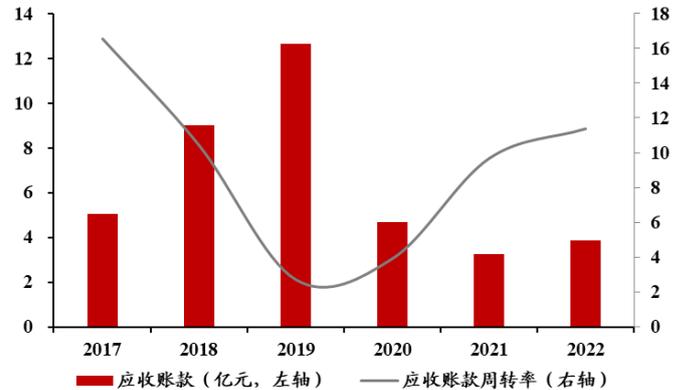
从财务指标来看, 2019年公司存货逐步出清, 经营效率现拐点, 为未来成长做出铺垫。2014-2019年公司应收账款上升, 回款效率低下, 现金流表现不佳, 2019年应收账款达到峰值; 2019年公司开始优化渠道管理, 2019-2022年公司存货从35.2亿元降至12.4亿元, 去库存效果显著, 应收账款周转明显提升, 2021年应收账款下降至低点, 回款效率提升, 我们认为这反映出公司的经营销售进入拐点期。

图3: 2017-2022年公司存货及周转率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

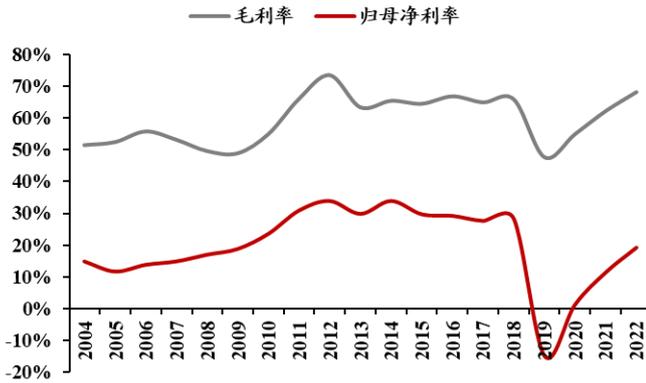
图4: 2017-2022年公司应收账款及应收账款周转率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

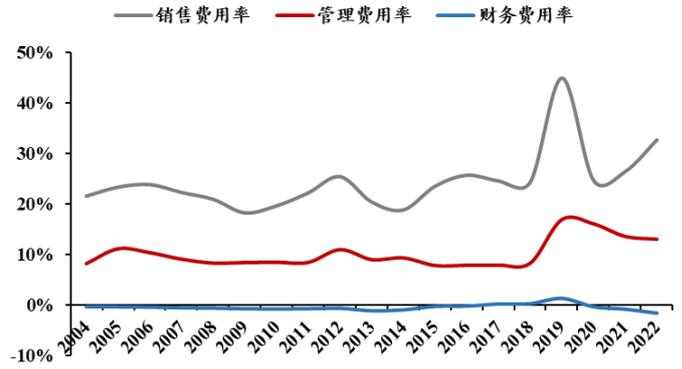
终端价格稳定, 公司盈利能力逐步改善, 利润修复周期开启。2018-2020年, 受到阿胶块库存积压的影响, 公司阿胶及系列产品业务的毛利率水平从75%下降至62%, 影响公司整体毛利率从2018年的66%下降至55%; 随着终端去库存逐步展开, 同时公司逐步优化低毛利板块业务, 2022年公司整体毛利率水平恢复至68.3%, 带动公司归母净利率从2020年的1.3%上升至2022年的19.3%, 盈利能力持续修复。

图5: 2004-2022年公司毛利率和归母净利率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2004-2022年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源: Wind, 吧 浙商证券研究所

1.2.1 管理赋能：华润持股，组织重塑

华润医药集团控股，管理持续赋能。2004年华润集团成为公司的控股股东，截至2023Q1华润医药集团通过直接及间接持股公司22.3%的股份。华润集团控股为公司管理赋能，2022年1月程杰出任公司总裁，曾任三九赛诺菲（深圳）总经理等，在OTC营销有丰富经验；2023年3月白晓松出任公司董事长，为华润医药集团首席执行官；管理团队其余人员大多深耕华润系产业链，实战经验丰富，有望带领公司持续成长。

图7: 公司股权结构图（截至2023Q1）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

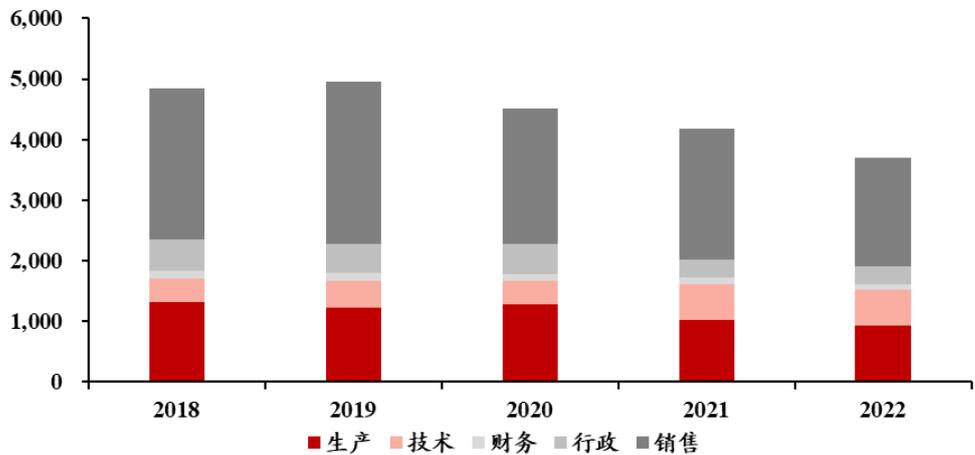
表1: 公司现任管理团队背景

姓名	职务	学历	过往履历
白晓松	董事长	硕士	北京大学经济学硕士，曾任华润石化油站公司副总经理，华润（集团）有限公司战略管理部业务总监，沈阳华润三洋压缩机有限公司助理总经理、人力及发展总监，华润双鹤药业股份有限公司助理总裁，华润雪花啤酒（中国）有限公司副总经理，华润三九医药股份有限公司副总裁。现任华润医药集团有限公司执行董事、首席执行官，东阿阿胶股份有限公司董事长。
程杰	总裁	本科	沈阳药科大学中药学学士，曾任华润三九 OTC 终端代表、处方药管理专员、产品助理、产品专员、助理经理、999 感冒灵产品经理、产品总监、OTC 销售市场部总监、营销中心副总经理、专业品牌事业部党总支书记、总经理，澳诺（中国）制药有限公司党支部书记、执行董事，三九赛诺菲（深圳）健康产业有限公司董事、总经理。现任东阿阿胶股份有限公司党委副书记、董事、总裁。
卢家轩	副总裁	硕士	东北财经大学硕士，曾任北京紫竹药业有限公司人力资源部经理、党委组织部部长，北京医药集团有限责任公司人力资源部经理，华润医药集团有限公司人力资源部总监，华润紫竹药业有限公司党委副书记、副总经理、工会主席等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委副书记、副总裁。
刘广源	副总裁	本科	历任公司二分厂、保健品分厂工人、销售代表、市场督查专员、商务经理、OTC 办事处副经理、OTC 办事处经理、重庆分公司总经理、北京销售分公司总经理、山东分公司总经理、OTC 华东大区总经理、助理总裁、副总裁等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、副总裁。
王廷涛	副总裁	硕士	硕士学位，主管中药师，历任公司化验室化验员、质量管理部部长、党委办公室主任、总裁办副总经理、战略管理部总监、人力资源部总监、助理总裁、副总裁等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、副总裁。
李新华	副总裁	本科	历任杭州办事处台州实习代表、推广专员、南京办事处终端经理、办事处经理、北京办事处经理、OTC 广东大区总经理、助理总裁、副总裁等职务。现任东阿阿胶股份有限公司副总裁。

资料来源：公司年报，公司公告，浙商证券研究所

组织重塑，提效显著。2022 年公司强调组织重塑，整合压缩组织 39 个，优化精简人员超 700 人，干部队伍整体变动率在 60%以上，通过绩效考核及薪酬改革激发组织活力。

图8: 2018-2022 年公司人员数量变化（单位：人）



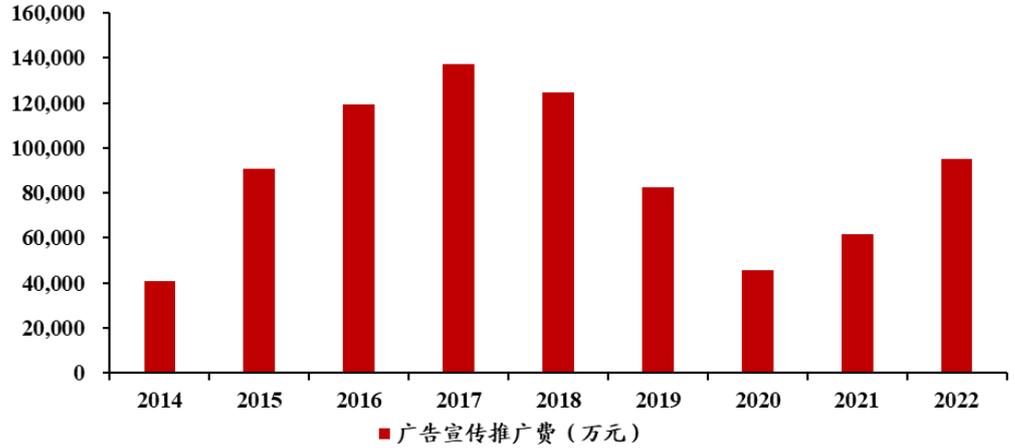
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.2 渠道提效：去库存、提纯销，成立三大中心

2019 年渠道库存积压后，公司围绕去库存、提纯销展开改革。具体包括以下几方面措施：（1）数字化转型：通过创新产品和营销方式等，刺激消费者的购买欲，例如加大线上投放，增加小红书等平台运营；（2）重视终端营销：动销的核心就是要把产品销售到消费者端，在基于总部平台以及区域建设的基础上，与线下的连锁客户及电商客户合作，开展一系列传统的优势动作，比如熬胶、门店服务等，进一步提升动销能力；（3）品牌营销年轻化：与奈雪的茶跨界合作，触达年轻消费群体，增加潜在消费需求。

在战略层面，公司实施条线重构，成立三大中心，助力业务双轮驱动。公司成立药品中心、健康消费品中心及新零售中心，触达 B 端和 C 端。其中药品中心负责阿胶块和复方阿胶浆的销售，基于渠道进一步细分，包括 OTC 事业部、医疗事业部、海外销售事业部等；健康消费品中心主要满足消费者滋补需求，负责“阿胶+”、“+阿胶”等系列产品的销售，具有较大增长潜力。

图9： 2014-2022 年公司广告推广费用变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，不论从行业层面、亦或是公司自身，东阿阿胶都进入了改革后的底部反转期，我们看好公司新战略格局带来的新阶段，具体而言：

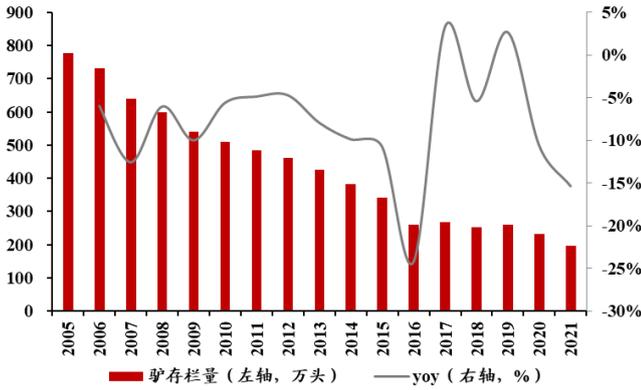
1. 行业层面：从行业供需来看，阿胶在供给端具有稀缺性，需求端疫后滋补需求有望提升；同时行业龙头库存周期出清，有望带动行业整体进一步扩容。
2. 销售层面：公司 2020 年开始对渠道的管理重点从发货端向终端倾斜，通过对价格体系进行更合理的控制，公司可以保证其经销体系摆脱过去过多囤货的模式，转而进入更关注纯销、更为健康的销售体系。良好的渠道体系将帮助公司提升其核心竞争力，为其业绩增长贡献更多可持续性的动力。
3. 管理赋能：从中期催化来看，华润系管理团队进驻也将带来一定的协同效应，帮助公司提升运行效率，进而提升收入和利润增速。

2 成长空间：药品+健康消费品双轮驱动

2.1 行业：驴皮止跌回升，阿胶价格趋稳

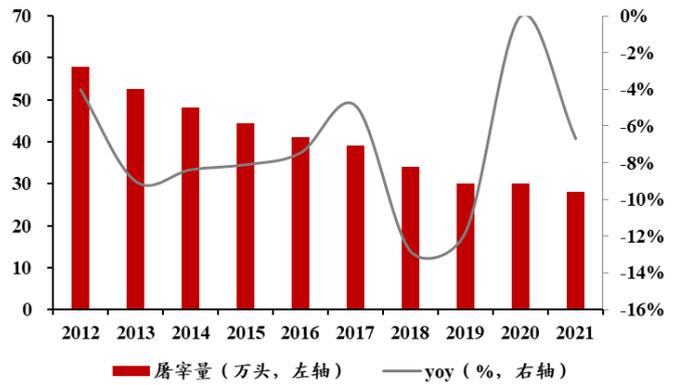
成本端来看，毛驴出栏量下降，驴皮供给有限，是决定阿胶资源稀缺的根本原因。由于我国并未形成规模化的养驴体系，同时因驴在我国的食物和药用价值较大，导致 2012-2021 年我国毛驴存栏量和出栏量持续下降，且趋势有望延续，驴皮仍然是稀缺资源。

图10: 2005-2021年中国驴存栏量及增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所

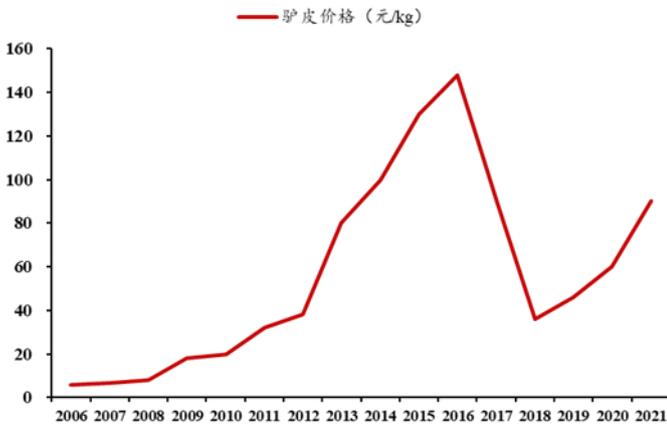
图11: 2012-2021年中国毛驴屠宰量及增速



资料来源: 中国毛驴交易所, 浙商证券研究所

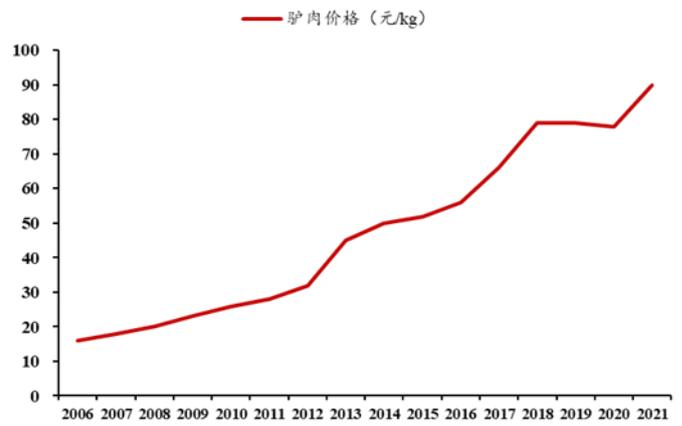
对比驴皮和驴肉价格, 现阶段驴皮价格逐渐回归健康水平, 长期有望稳中增长。根据中国畜牧业协会驴业分会, 2012-2016年, 驴皮价格经历了高速增长, 从38元/kg增长至148元/kg; 2016年开始, 驴皮进口大幅提升, 国内价格竞争激烈, 使驴皮价格出现了断崖式下滑; 2019年开始, 随着驴皮下游阿胶行业逐步复苏, 驴皮价格实现止跌回升, 价格平稳增长。对比驴肉价格, 2006-2021年驴肉价格从16元/kg上升至90元/kg (CAGR为12.2%), 处于稳定增长的趋势, 我们认为理性的驴皮价格增速可以参考驴肉价格增速, 2021年驴皮价格已经逐步回归理性, 这也反映出下游阿胶企业的生产经营进入了更合理的阶段。

图12: 2006-2021年中国驴皮价格变化



资料来源: 中国畜牧业协会驴业分会, 浙商证券研究所

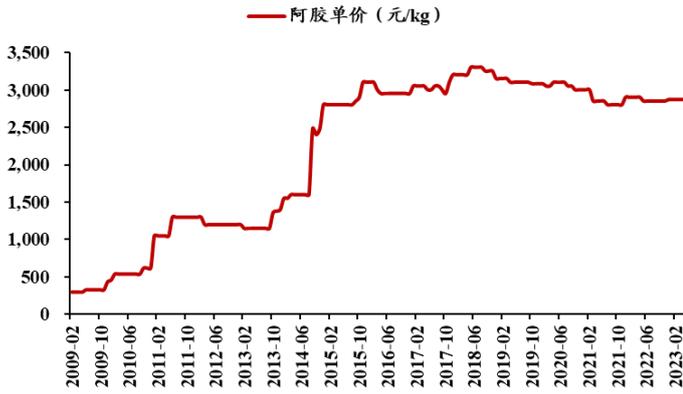
图13: 2006-2021年中国驴肉价格变化



资料来源: 中国畜牧业协会驴业分会, 浙商证券研究所

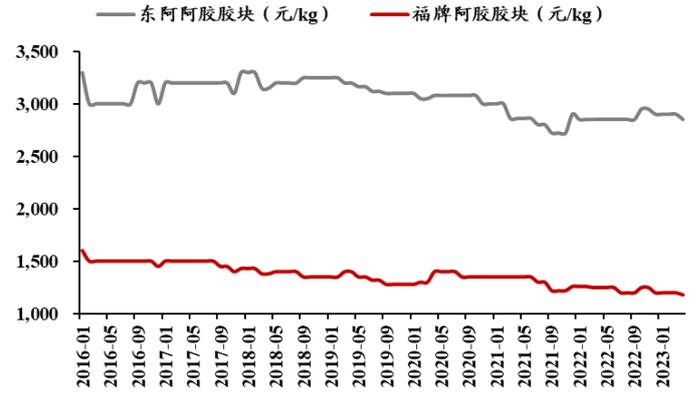
阿胶价格趋稳, 增长驱动来自量增。根据中药材天地网, 2013年10月至2015年11月, 东阿阿胶价格涨幅128%, 快速攀升; 而随着行业快速扩张带来的渠道问题暴露、库存出现大量积压, 2018年6月阿胶价格达到高点, 随着企业逐步降库存, 阿胶价格也开始呈下降趋势; 而随着行业逐步恢复, 市场价格表现也区域稳定, 2021年3月至2023年4月, 安国市东阿阿胶块价格降幅仅为0.35%, 福牌阿胶块价格降幅为12.6%, 阿胶行业价格表现趋于稳定, 我们认为现阶段行业成长的主要驱动力来自销量。

图14: 2009-2023年4月东阿阿胶单价



资料来源: 中药材天地网, Wind, 浙商证券研究所

图15: 2016-2023年4月东阿阿胶与福牌阿胶块的价格变化



资料来源: 中药材天地网, Wind, 浙商证券研究所

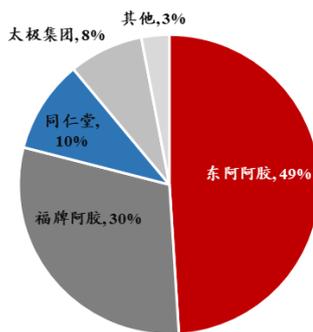
2.2 公司成长空间: 药品+健康消费品双轮驱动

公司产品矩阵可以分为如下几个部分: (1) 阿胶: 公司核心大品种, 公司的阿胶块为滋补品行业龙头; (2) 复方阿胶浆: 源于古代名方, 功效气血双补; (3) 消费品: 以“桃花姬”阿胶糕品牌为核心, 此外还有“阿胶+”、“+阿胶”等新品类, 例如阿胶粉、小分子阿胶块等创新品种。

2.2.1 阿胶块: 稳居龙头, 实现稳健增长

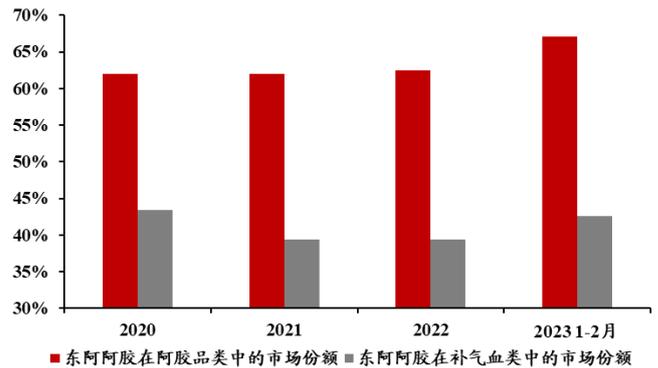
从竞争格局来看, 阿胶行业, 东阿阿胶稳居行业第一。根据山东阿胶行业协会, 2013-2020年阿胶市场规模从196亿元增长至535亿元(CAGR达15.4%), 行业规模稳步提升。从竞争格局来看, 根据国开联研究中心, 阿胶市场2021年东阿阿胶市占率第一, 福牌阿胶市占率第二, 公司占据龙头地位。

图16: 2021年中国阿胶行业市场竞争格局(%)



资料来源: 国开联研究中心, 浙商证券研究所

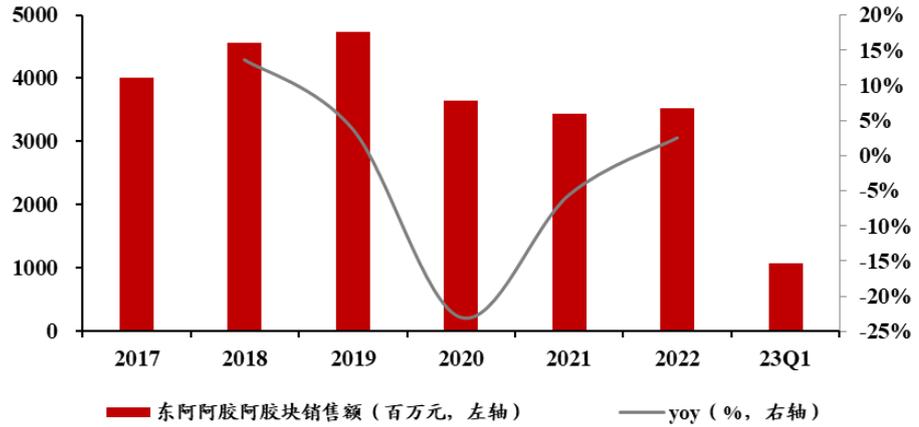
图17: 2020-2023年1-2月东阿阿胶市场份额



资料来源: 中康 CMH, 浙商证券研究所

从公司终端销售情况来看, 在公司对渠道库存积极管理后, 阿胶块销售增速逐步回升。2022年3月初公司启动“春雷行动”, 重塑生态治理, 实现市场生态良性自循环, 从2022年7月份完成组织重塑以后, 8月份实现业绩正向拐点, 全年纯销实现13%的增长。同时, 线上业务“双十一”“双十二”创新高, 市场份额逐步提升。我们预计随着公司重塑组织架构, 优化销售体系, 阿胶块有望步入销售正轨, 增速有望逐步回升。

图18: 2017-23Q1 公司阿胶块在零售终端销售情况

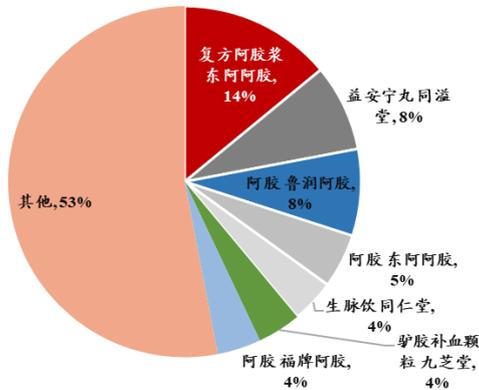


资料来源: 中康开思, 浙商证券研究所
注: 该销售额为零售终端销售数据, 并非公司收入确认口径。

2.2.2 阿胶浆: 补气补血龙头药品, 多增长点打造大单品战略

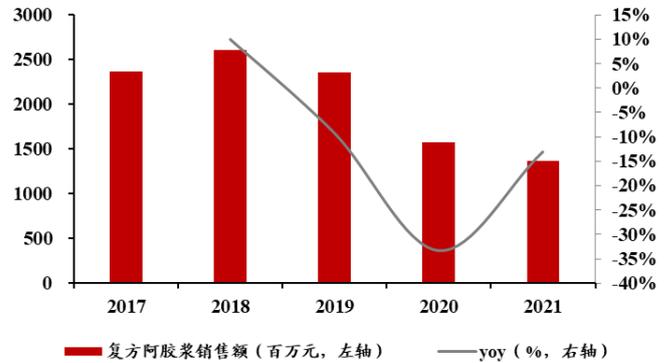
复方阿胶浆是公司在药品领域布局的重要单品。该品种源于明代气血双补第一方《景岳全书》“两仪膏”, 功效为补气养血、助睡眠、解疲劳、治贫血等, 是双跨品种, 在国家乙类医保目录中。从竞争格局来看, 根据中康产业研究中心, 2022年7月复方阿胶浆在补气补血类市场排名第一。

图19: 2022年7月 B2C 市场补血补气类 TOP20 品牌市场份额分布



资料来源: 中康产业研究中心, 新康界, 浙商证券研究所

图20: 2017-2021 年复方阿胶浆在零售终端销售收入及增速



资料来源: 中康开思, 浙商证券研究所
注: 该销售额为零售终端销售数据, 并非公司收入确认口径

公司启动大品种战略规划, 定位复方阿胶浆为公司在药品线布局的潜力品种。2022年下半年, 公司启动了大品种战略, 打通产品从研发到销售的相关产业链, 保证产品的优化和创新, 以实现大品种快速开发上量, 我们认为复方阿胶浆未来的增长点如下:

- **加强学术研究, 拓展新适应症, 打开癌症与妇科市场。**公司围绕复方阿胶浆等重点品种开展循证医学研究, 为院内学术推广打下基础。此外, 在癌症领域, 公司完成国家重点研究计划项目——“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”, 为目前国内大品种中成药治疗癌症性批发高证据等级的循证医学研究, 同时

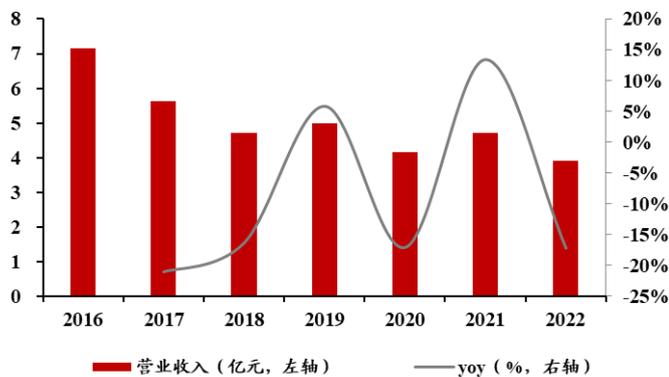
复方阿胶浆被列入《整合肿瘤学》诊疗指南丛书；在妇科领域，公司也启动了阿胶治疗地中海贫血和治疗早发性卵巢功能不全临床价值评估研究。

- **持续拓展零售终端。**从零售终端来看，截至2023年3月，复方阿胶浆在零售端的渗透率不足1/4，我们预计随着公司推进渠道建设，品种有望实现快速成长。

2.2.3 健康消费品：年轻化品牌定位，推出“阿胶+”、“+阿胶”系列产品

更多针对高端女性市场，以消费品模式为主。公司健康消费品主打品牌为桃花姬，于2007年上市，“桃花姬”产品包装更多定位白领女性，该产品也从口味上对年轻消费群体进行了改良。与复方阿胶浆的药品定位不同，公司对该品种的定位更多是消费品牌，在营销推广上公司会更多采用与药品区隔开的消费品营销策略。从销售数据来看，公司保健品全资子公司2022年实现营业收入3.89亿元，我们认为从营销、渠道和产品推广上，公司的保健品收入有望实现稳健增长：

图21： 2016-2022年公司保健品子公司销售收入及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图22： 公司生产的桃花姬阿胶糕



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(1) **品牌营销：品牌年轻化，营销精细化，通过终端的供需共振实现桃花姬快速成长。**公司针对20岁至35岁的核心目标客群打造营销活动，2023年4月公司官宣任嘉伦作为桃花姬品牌代言人，2022年公司也通过与奈雪的茶跨界合作等获取更多年轻消费群体；

(2) **渠道布局：拓展区域，从地方性向全国布局。**截至2022年，桃花姬销售仍具有一定的区域性，在全国市场仍有较大增长潜力；

(3) **产品开发：开发“阿胶+”差异化新产品，拓宽产品梯队同时增强消费者教育。**除负责公司核心阿胶块、阿胶浆等产品生产销售的药品中心外，公司成立健康消费中心，专注于“阿胶+”、“+阿胶”系列产品的生产与销售。

图23: 阿胶与奈雪的茶跨界合作



资料来源: 东阿阿胶官网, 浙商证券研究所

图24: 公司在保健品领域持续推出新品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 收入预测

- 1. 阿胶及系列产品:** 该业务板块包括公司核心三大品种, 分别为 (1) 阿胶块: 阿胶块是公司的最核心品种, 2019 年以来公司去库存成效显著, 同时终端价格维稳, 我们预计该品种有望实现量的稳健增长, 考虑到公司阿胶块销售基数较大, 我们预计 2023-2025 年阿胶块销售有望实现 8%-10% 的 CAGR; (2) 复方阿胶浆: 我们预计公司在临床上有望持续推进该品种的临床研究, 丰富其适应症范围, 拓展院内渠道并加快院外覆盖, 考虑到渠道改善带来的增量, 我们预计 2023-2025 年公司阿胶浆有望实现 20%-30% 的 CAGR; (3) 健康消费品: 以桃花姬品牌为主, 通过年轻化品牌运营以增加消费者认知, 线上、线下相结合加速拓展全国渠道, 考虑到公司健康消费品销售基数较低, 同时营销持续赋能, 我们预计 2023-2025 年公司健康消费品有望实现 20%-25% 的 CAGR。总结来说, 我们预计公司 2023-2025 年阿胶及系列产品收入增速分别为 16.3%/15.0%/13.8%; 考虑到高毛利产品阿胶块在阿胶系列产品中占比略下降, 我们预计 2023-2025 年公司阿胶系列产品毛利率分别为 70.5%/70.3%/70.1%。
- 2. 其他药品及保健品:** 该业务规模较小, 我们预计随着公司加强线上线渠道运营, 尾部的药品及保健品有望实现较快渠道覆盖, 我们预计 2023-2025 年公司其他药品及保健品业务收入增速分别为 35%/30%/25%; 考虑到销售收入上升带来规模效应, 我们预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 65%/65.3%/65.5%。
- 3. 毛驴养殖及销售:** 公司针对毛驴业务开启轻资产模式调整, 我们预计 2023-2025 年该板块收入规模保持不变, 毛利率稳定在 10.3%。

综上, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 47.12/54.35/62.00 亿元, 同比增速为 16.6%/15.3%/14.1%, 对应毛利率分别为 68.3%/68.3%/68.3%

表2: 2021A-2025E 公司品种收入和拆分预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,849	4,042	4,712	5,435	6,200
YOY	12.9%	5.0%	16.6%	15.3%	14.1%
毛利率	62.3%	68.3%	68.3%	68.3%	68.3%
阿胶系列产品	3,395	3,699	4,301	4,945	5,626
YOY	21.7%	9.0%	16.3%	15.0%	13.8%
毛利率	66.0%	70.4%	70.5%	70.3%	70.1%
其他药品及保健品	214	187	253	329	411
YOY	0.8%	-12.6%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利率	63.7%	64.9%	65.0%	65.3%	65.5%
毛驴养殖及销售	179	103	103	103	103
YOY	-39.7%	-42.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.2%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
其他业务	61	53	55	58	61
YOY	-44.9%	-14.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.1%	28.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

销售费用率: 考虑到 2023 年公司有望加大营销投放, 我们预计 2023 年公司销售费用率同比上升至 34%; 随着渠道人员布局完善, 2024-2025 年销售费用投放有望出现规模效应, 销售费用率分别为 32.5%/31%。

管理费用率: 随着公司收入规模扩张, 我们预计规模效应有望逐步显现, 我们预计 2023-2025 年公司管理费用率为 9.5%/9.4%/9.3%。

研发费用率: 随着公司加大在复方阿胶浆等品种上的学术研究投入, 我们预计公司研发费用率有望维持在较为稳定的水平, 2023-2025 年我们预计公司的研发费用率分别为 3.3%/3.2%/3.1%。

表3: 2021A-2025E 公司费用率预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
销售费用 (百万元)	1,014	1,318	1,602	1,766	1,922
销售费用率	26.34%	32.60%	34.00%	32.50%	31.00%
管理费用 (百万元)	373	387	448	511	577
管理费用率	9.69%	9.58%	9.50%	9.40%	9.30%
研发费用 (百万元)	148	138	155	174	192
研发费用率	3.84%	3.41%	3.30%	3.20%	3.10%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

3.2 投资建议

基于上文分析和假设, 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 47.12/54.35/62.00 亿元, 同比增速为 16.58%/15.35%/14.08%; 归母净利润分别为 9.66/11.64/14.12 亿元, 同比增速为 23.89%/20.46%/21.34%; 对应 PE 分别为 32.56x/27.03x/22.28x。我们选取同样具有老字号、同时深耕 OTC 和消费品领域的同仁堂、云南白药、太极集团、达仁堂作为可比公司, 同时考虑到公司阿胶为行业龙头, 参考可比公司平均估值给予公司 2023 年 37 倍 PE, 目标价为 55.5 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。

表4: 可比公司估值

	证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (x)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600085.SH	同仁堂	53.44	732.91	1.23	1.42	1.64	43.53	37.51	32.50
000538.SZ	云南白药	51.82	931.13	2.30	2.59	2.92	22.54	19.98	17.72
600129.SH	太极集团	53.67	298.88	1.21	1.64	2.19	44.30	32.75	24.48
600329.SH	达仁堂	40.60	259.50	1.40	1.74	2.14	28.92	23.36	18.96
	平均值						36.79	30.08	24.90
000423.SZ	东阿阿胶	48.86	314.65	1.50	1.81	2.19	32.56	27.03	22.28

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

注: 收盘价及市值数据来自 2023.7.6, 可比公司 EPS 和 PE 来自 wind 一致预期, 目标公司 EPS 和 PE 来自浙商证券研究所预测

4 风险提示

- 渠道改革不及预期的风险:** 公司 2019 年开始渠道改革, 截止 2022 年底仍只有 3 年时间, 对于库存和渠道的管理公司仍在不断积累经验, 仍存在渠道管理不及预期的风险;
- 市场竞争加剧的风险:** 阿胶行业参与者众多, 虽然公司为行业龙头, 但如果其他竞争者不断推出新产品, 公司的市场份额或出现下降的风险, 进而影响公司的收入和利润水平;
- 原材料价格大幅波动的风险:** 公司主要产品阿胶的原材料为驴皮, 我国每年驴皮产量有限、未来驴存栏量有出现下滑的风险, 同时进口驴皮供应的不确定性有上升的风险, 因此公司的原材料有可能会面临因供给不足而价格上升的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,784	11,289	12,981	15,170
现金	5,370	6,864	7,926	9,724
交易性金融资产	1,861	2,173	2,486	2,525
应收账款	551	1,094	1,262	1,440
其它应收款	42	43	51	59
预付账款	10	35	26	31
存货	1,239	1,023	1,179	1,346
其他	711	56	51	46
非流动资产	2,848	2,604	2,342	2,060
金融资产类	12	12	12	12
长期投资	114	78	57	38
固定资产	1,963	1,827	1,686	1,548
无形资产	332	301	254	203
在建工程	2	2	2	2
其他	425	384	330	257
资产总计	12,631	13,893	15,323	17,231
流动负债	2,101	2,375	2,619	3,102
短期借款	0	0	0	0
应付款项	238	286	330	377
预收账款	0	0	0	0
其他	1,862	2,088	2,289	2,725
非流动负债	180	201	222	235
长期借款	0	0	0	0
其他	180	201	222	235
负债合计	2,281	2,576	2,842	3,337
少数股东权益	22	22	22	22
归属母公司股东权益	10,329	11,296	12,460	13,872
负债和股东权益	12,631	13,893	15,323	17,231

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,145	1,645	1,193	1,641
净利润	780	966	1,164	1,412
折旧摊销	171	197	189	193
财务费用	2	1	1	1
投资损失	(35)	(47)	(64)	(63)
营运资金变动	1,245	580	(68)	136
其它	(17)	(51)	(28)	(38)
投资活动现金流	590	(172)	(151)	145
资本支出	(46)	(54)	(46)	(24)
长期投资	2	35	21	19
其他	633	(153)	(126)	149
筹资活动现金流	(438)	21	20	12
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(438)	21	20	12
现金净增加额	2,297	1,494	1,063	1,797

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,712	5,435	6,200
营业成本	1,281	1,494	1,722	1,965
营业税金及附加	68	68	84	97
营业费用	1,318	1,602	1,766	1,922
管理费用	387	448	511	577
研发费用	138	155	174	192
财务费用	(67)	(40)	(51)	(59)
资产减值损失	(78)	(65)	(85)	(77)
公允价值变动损益	(5)	110	110	110
投资净收益	35	47	64	63
其他经营收益	19	48	41	46
营业利润	915	1,127	1,361	1,652
营业外收支	(3)	4	1	1
利润总额	912	1,131	1,362	1,653
所得税	133	165	198	241
净利润	779	966	1,164	1,412
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	780	966	1,164	1,412
EBITDA	1,060	1,142	1,367	1,641
EPS (最新摊薄)	1.21	1.50	1.81	2.19

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.01%	16.58%	15.35%	14.08%
营业利润	60.86%	23.15%	20.81%	21.38%
归属母公司净利润	77.10%	23.89%	20.46%	21.34%
获利能力				
毛利率	68.30%	68.30%	68.32%	68.31%
净利率	19.30%	20.51%	21.42%	22.78%
ROE	7.55%	8.56%	9.34%	10.18%
ROIC	7.29%	7.08%	8.00%	8.83%
偿债能力				
资产负债率	18.05%	18.54%	18.54%	19.37%
净负债比率	22.03%	22.76%	22.77%	24.02%
流动比率	4.66	4.75	4.96	4.89
速动比率	4.04	4.29	4.48	4.43
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.36	0.37	0.38
应收账款周转率	11.39	12.22	13.03	12.97
应付账款周转率	5.16	5.70	5.58	5.56
每股指标(元)				
每股收益	1.21	1.50	1.81	2.19
每股经营现金	3.33	2.55	1.85	2.55
每股净资产	16.04	17.54	19.35	21.54
估值比率				
P/E	40.34	32.56	27.03	22.28
P/B	3.05	2.79	2.53	2.27
EV/EBITDA	20.11	22.06	17.66	13.62

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与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收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>