

东阿阿胶 (000423)

“双轮驱动”增长强劲，滋补国宝焕发新生 买入 (首次)

2024年04月11日

证券分析师 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,042	4,715	5,525	6,444	7,476
同比	5.01%	16.66%	17.17%	16.64%	16.01%
归母净利润 (百万元)	780.00	1,150.88	1,387.02	1,641.75	1,940.25
同比	77.10%	47.55%	20.52%	18.37%	18.18%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.21	1.79	2.15	2.55	3.01
P/E (现价&最新摊薄)	54.05	36.63	30.40	25.68	21.73

投资要点

- **轻舟已过万重山，不利因素消除后阿胶龙头重回稳步高增。**东阿阿胶深耕阿胶行业 70 余载，拥有“东阿”、“吉祥云”和“桃花姬”3 枚中国驰名商标，核心产品包括阿胶块、复方阿胶浆和“桃花姬”阿胶糕等。目前，东阿阿胶已成长为 OTC 第一大单品，滋补养生第一品牌。2020 年以来，公司逐步清除不利因素，通过终端动销、消费者深度运营、数字化营销等策略消化超量渠道库存。2022 年，公司践行强力举措来治理东阿阿胶的市场生态，稳价格，清渠道，强信心！截至 2023 年底，核心产品终端价格企稳，渠道库存优化效果显著，库存量逐步恢复正常水平。2023 年，公司全年营收 47.15 亿元 (+16.66%，同比增长 16.66%，下同)，归母净利润为 11.51 亿元 (+47.55%)，扣非归母净利润 10.83 亿元 (+54.7%)，业绩表现亮眼。
- **补气补血类产品需求旺盛，东阿阿胶稳居行业龙头。**后疫情时代，自我保健类产品需求有所提升，尤其是补气补血、增强免疫类产品。根据中康开思数据，2023 年，滋补保健类中药 OTC 产品销售额为 253.76 亿元，同比增长 14.95%。东阿阿胶作为阿胶产品高端市场的代表企业，占据了我国大部分阿胶市场份额。作为行业龙头，东阿阿胶的销售态势和行业情况相辅相成，2022 年下半年开始，公司产品在零售端的增长速度开始跑赢行业平均增速。公司品牌唤醒和品牌焕新效果显著，人群渗透率不断提升。
- **“药品+健康消费品”双轮驱动，核心产品在营销、渠道和产品力三方面共同提振下快速成长。****品牌营销方面**，公司不断提高品牌势能，新老媒介齐发力，多途径抢占新老消费者心智。2023 年复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕均快速增长，“小金条”阿胶粉作为符合年轻化、便捷化的阿胶新形态，2023 年收入快速破亿。**产品力提升方面**，公司积极拓展复方阿胶浆新适应症，验证复方阿胶浆在改善癌因性疲乏、治疗卵巢综合症及孕期贫血、帮助新冠康复等方面的作用。凭借确切的疗效及充分的循证医学证据，复方阿胶浆有望进一步开拓院内市场。**渠道方面**，阿胶块精简渠道；复方阿胶浆拓宽渠道，积极开拓零售市场、院内市场、基层县域市场空间；同时，公司线上渠道有望成带来较大的增量。此外，公司战略布局男士滋补健康新赛道，打造“皇家围场 1619”品牌，围绕滋补男科领域等独特大品种进行二次开发，有望满足更多消费者的滋补保健需求。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 13.87、16.42、19.40 亿元，2024-2026 年 P/E 估值分别为 30/26//22X。考虑到公司作为阿胶品类的龙头企业，品牌+渠道+产品优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，原材料价格波动风险，产品放量不及预期风险；政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	65.47
一年最低/最高价	44.52/66.00
市净率(倍)	3.93
流通 A 股市值(百万元)	42,161.16
总市值(百万元)	42,161.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.65
资产负债率(% ,LF)	19.28
总股本(百万股)	643.98
流通 A 股(百万股)	643.98

相关研究

《东阿阿胶(000423):【东吴医药】东阿阿胶点评:消费升级+品牌溢价,为东阿阿胶提供价格持续上涨空间》

2017-11-21

《东阿阿胶(000423):【东吴医药】东阿阿胶 2017 年三季报点评:2017 年三季度收入增速提高,毛利率、净利率同比下降拖累业绩增速》

2017-10-30

内容目录

1. 东阿阿胶：“滋补国宝”顶流品牌，业绩重回稳步高增	4
1.1. 深耕阿胶行业七十余载，铸就滋补养生第一品牌	4
1.2. 大型央企华润控股，高管人员经验丰富	4
1.3. 逐渐消化不利因素，业绩触底后稳健恢复	6
2. 补气补血类产品需求旺盛，大品牌引领市场规范化发展	8
2.1. 阿胶原材料价格牵动产业链，把握驴皮原料供给趋势，稳定驴皮成本占比	8
2.2. 补气补血类产品需求旺盛，东阿阿胶稳居行业龙头	9
3. 推动品牌唤醒和品牌焕新，“药品+健康消费品”双轮驱动	11
3.1. 清库存、稳价格，阿胶块重回稳定增长，阿胶粉成长可期	12
3.1.1. 阿胶块：渠道库存逐渐出清，终端价格企稳	12
3.1.2. 阿胶粉：品牌焕新，跨界联动，拓展阿胶多元化服用场景	14
3.2. 复方阿胶浆：回归药品属性，夯实循证医学研究，院内院外齐发力	15
3.2.1. 回归药品属性，提升产品竞争力	15
3.2.2. 多渠道发力，复方阿胶浆放量速度亮眼	16
3.3. “桃花姬”阿胶糕：赋予传统阿胶新活力，构建“药品+健康消费品”双轮驱动模式	17
3.4. 布局男性滋补健康新赛道，丰富公司产品矩阵	17
4. 盈利预测与投资评级	18
4.1. 关键假设	18
4.2. 估值及评级	19
5. 风险提示	19

图表目录

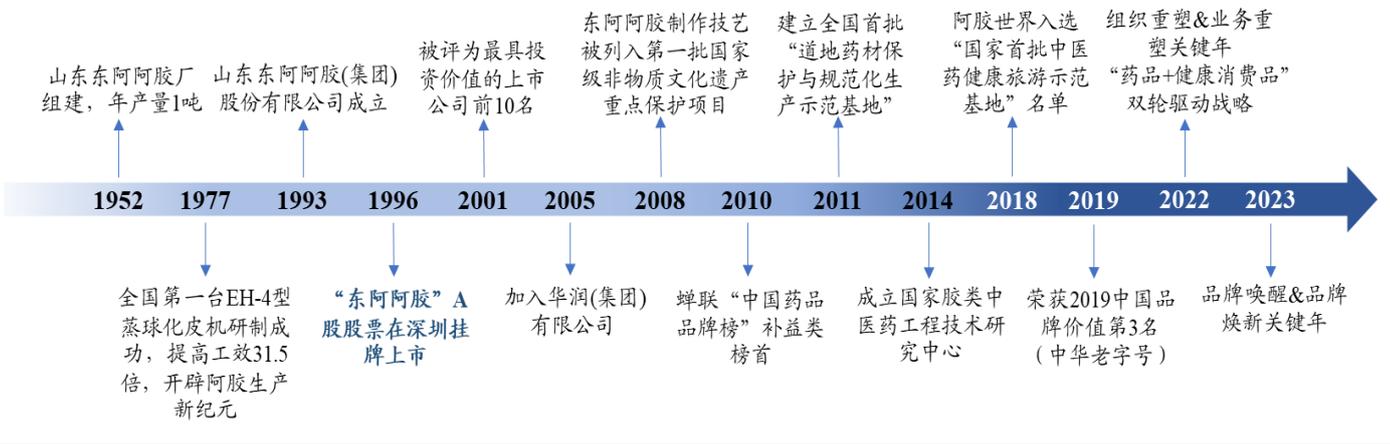
图 1:	东阿阿胶发展历程.....	4
图 2:	东阿阿胶股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	4
图 3:	公司营业收入及同比增速.....	7
图 4:	公司归母净利润及同比增速.....	7
图 5:	公司销售毛利率和销售净利率.....	7
图 6:	公司各项费用率.....	7
图 7:	2018-2023 年分产品收入结构	8
图 8:	阿胶及系列收入&同比增速	8
图 9:	2011-2021 年中国驴期末存栏量	9
图 10:	2011-2021 年中国驴皮市场价格	9
图 11:	滋补保健类中成药 OTC 产品零售终端市场销售规模及增速.....	10
图 12:	2023 年滋补保健类中成药 OTC 零售终端竞争格局 (按药品名)	10
图 13:	2023 年国内阿胶零售终端市场竞争格局.....	10
图 14:	东阿阿胶占阿胶零售终端市场的份额.....	11
图 15:	阿胶行业整体及东阿阿胶零售终端销售额情况.....	11
图 16:	东阿阿胶产品矩阵.....	11
图 17:	东阿阿胶历年提价情况.....	12
图 18:	东阿阿胶“炼行计划”: 重塑品牌、稳固渠道, 唤醒核心城市动能.....	13
图 19:	东阿阿胶零售终端销售额及增速.....	13
图 20:	零售终端东阿阿胶价格情况.....	13
图 21:	公司存货周转天数和应收账款周转天数.....	14
图 22:	公司年末存货余额.....	14
图 23:	公司年末库存量 (吨)	14
图 24:	打造“东阿阿胶小金条”产品 IP、跨界联名风生水起	15
图 25:	复方阿胶浆零售终端销售额及增速.....	16
图 26:	复方阿胶浆零售终端价格.....	16
图 27:	桃花姬品牌年轻化, 多场景营销, 多渠道销售.....	17
表 1:	东阿阿胶管理层简介 (截至 2024 年 3 月)	5
表 2:	东阿阿胶首次限制性股票激励计划考核目标及条件.....	6
表 3:	CNPP《2022 年阿胶十大品牌榜中榜》	10
表 4:	复方阿胶浆新适应症开发及高水平循证证据打造.....	16
表 5:	收入拆分 (亿元) 及预测.....	18
表 6:	可比公司估值 (收盘日期为 2023 年 4 月 11 日)	19

1. 东阿阿胶：“滋补国宝”顶流品牌，业绩重回稳步高增

1.1. 深耕阿胶行业七十余载，铸就滋补养生第一品牌

东阿阿胶股份有限公司（简称“东阿阿胶”）是国内知名阿胶及系列产品生产经营企业，阿胶行业标准制定的引领者。公司前身为 1952 年建立的山东东阿阿胶厂，1993 年由国有企业改组为股份制企业，1996 年 7 月在深圳上市，2005 年加入华润（集团）有限公司，成为华润集团旗下的一家具有 72 年历史的中华老字号企业。公司拥有“东阿”、“吉祥云”和“桃花姬”3 枚中国驰名商标、2 个保密品种、8 个保护品种，产品除国内销售外还销往港澳、东南亚、欧美等 10 多个国家和地区。2023 年 6 月，由世界品牌实验室主办的 2023 年“中国 500 最具价值品牌”发布，东阿阿胶品牌价值已达 387.26 亿元，第 14 次入围“中国 500 最具价值品牌”，荣登 2023 年健康产业品牌榜及 2023 年健康产业品牌价值榜，品牌价值九度蝉联榜首。

图1：东阿阿胶发展历程

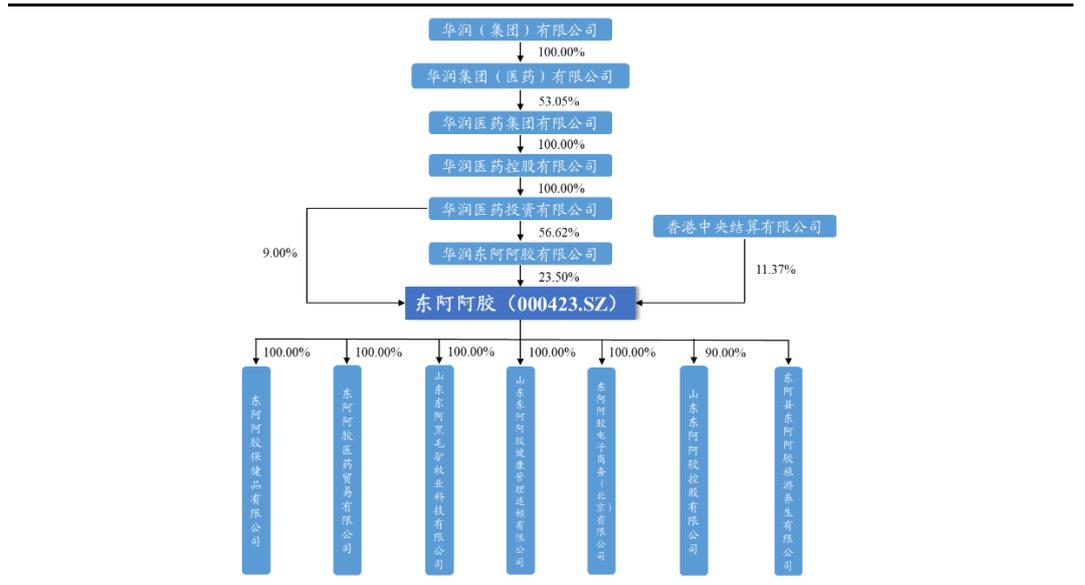


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 大型央企华润控股，高管人员经验丰富

截止 2023 年底，华润东阿阿胶有限公司为公司第一大股东，持股比例为 23.5%，公司实控人为国务院国资委。公司旗下子公司三十家，围绕阿胶主业展开布局，范围涵盖阿胶系列产品及保健食品的研发、生产和销售；上游毛驴畜牧业牲畜饲养、屠宰及种畜禽生产与经营；下游药品批发、保健品销售等业务。

图2：东阿阿胶股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：wind，东吴证券研究所

管理层背景多元，履历丰富，大多有华润系工作经历。总裁程杰先生曾深耕药品销售领域多年，尤其是在 OTC 市场营销方面经验丰富，程杰先生的加入为东阿阿胶在品牌重塑以及 OTC 终端营销布局方面指引了重要方向。

表1：东阿阿胶管理层简介（截至 2024 年 3 月）

姓名	年龄	职位	简介
白晓松	52 岁	董事长，董事	北京大学经济学硕士学位。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，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等职
程杰	45 岁	总裁，董事	沈阳药科大学中药学学士，2003 年加入华润三九，历任华润三九 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
刘广源	48 岁	副总裁	1995 年 7 月参加工作，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
王延涛	51 岁	副总裁	1992 年 7 月参加工作，历任东阿阿胶化验室化验员，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	45 岁	副总裁	2002 年 7 月参加工作，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
丁红岩	53 岁	董秘，董事，副总裁，财务	北京交通大学经济学学士和管理学硕士学位，高级会计师。曾任中国铁路工程总公司财务部资金管理分部经理，中国中铁股份有限公司财务部二级职员，中铁国际经济合作有限公司审计监察部副部长，部长，副总会计师，华

		总监	润医药集团有限公司审计合规部高级总监，副总经理，审计部副总经理，总经理，华润医药集团有限公司总审计师兼审计部总经理
李庆川	42岁	副总裁	持有南开大学国际商学院管理学学士及清华大学经济管理学院工商管理硕士学位。曾任深圳市三九医药贸易有限公司 OTC 代表，OTC 区域总经理，华润三九医药股份有限公司全国连锁 KA 经理，全国连锁总监，KA 平台总经理，OTC 事业部助理总经理兼大健康(圣海)事业部副总经理
任辉	45岁	副总裁	曾任华润医药集团有限公司办公室总经理，党委办公室主任，董事会办公室主任，华润医药集团有限公司办公室总经理，党委办公室主任

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

第一期限制性股权激励计划发布，彰显公司稳健增长信心。2024年1月2日，公司公告第一期限制性股权激励计划草案。本激励计划拟授予不超过151.23万股限制性股票，占公司总股本的0.23%，其中首次授予数量占总股本的0.21%，占本次授予权益总额的88.78%。授予价格为24.98元/股。拟授予激励对象185人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员。业绩考核方面，2024-2026年的3个会计年度分年度进行业绩考核，其中归母净利润方面，以2022年为基准，2024-2026年均复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平，考核要求体现出公司稳健增长及高质量增长的信心。

表2：东阿阿胶首次限制性股票激励计划考核目标及条件

解除限售期	考核年度	净资产收益率	归母净利润年复合增长率 (以2022年为基准)	营业净利率	对标企业
第一个解除限售期	2024	不低于10.00%，且不低于对标企业75分位水平	不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平	不低于23.00%	云南白药、吉林敖东、仁和药业、九芝堂、华润三九、奇正藏药、众生药业、信邦
第二个解除限售期	2025	不低于10.50%，且不低于对标企业75分位水平	不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平	不低于23.50%	制药、以岭药业、葵花药业、红日药业、同仁堂、达仁堂、白云山、昆药集团、
第三个解除限售期	2026	不低于11.00%，且不低于对标企业75分位水平	不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平	不低于24.00%	片仔癀、济川药业、康恩贝、江中药业、马应龙

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 逐渐消化不利因素，业绩触底后稳健恢复

业绩稳健恢复，触底反弹后利润端快速增长。公司2015-2017年业绩持续增长，2018年保持平稳。2019年，由于原材料驴皮价格上涨，以及提价策略失效导致阿胶系列产品销量下滑严重、渠道库存积压，公司营业收入大幅下降，出现上市24年来首次亏损。2020年起，公司逐步消化库存压力，回归良性周转状态，在Q2基本实现盈亏平衡。2020-

2022 年公司整体业绩保持稳健恢复和增长，营收 CAGR 为 8.9%，归母净利润 CAGR 为 325.9%。2023 年公司实现营收 47.15 亿元，同比增长 16.7%；归母净利润 11.51 亿元，同比增长 47.6%，业绩表现亮眼。

图3：公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

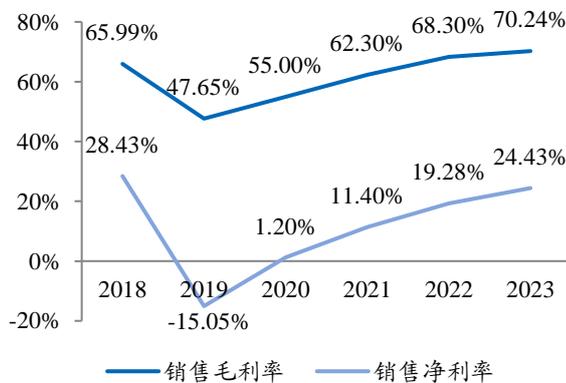
图4：公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

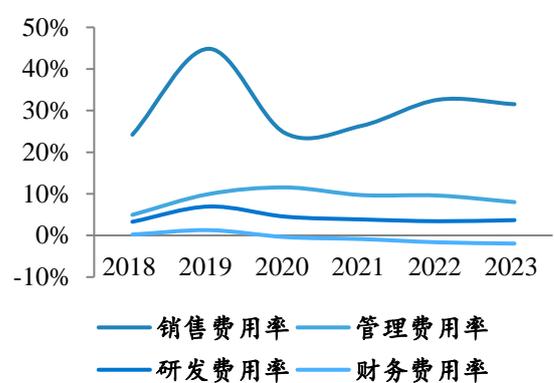
盈利能力逐步回升至较高水平。2020-2023 年，公司整体毛利率、净利率均逐年上升。2023 年销售毛利率为 70.24%，已超过 2018 年的水平；销售净利率为 24.43%，较 2022 年同期提升 5.15pct。公司销售费用率自 2020 年以来逐年上升，主要原因是将更多营销费用投放于新媒体、增加消费者端投入，加强品牌营销，2023 年销售费用率趋于稳定，较 2022 年下滑 1.08pct。此外，在组织重塑下，公司管理费用率、财务费用率有所下降，提质增效有所体现。

图5：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司各项费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

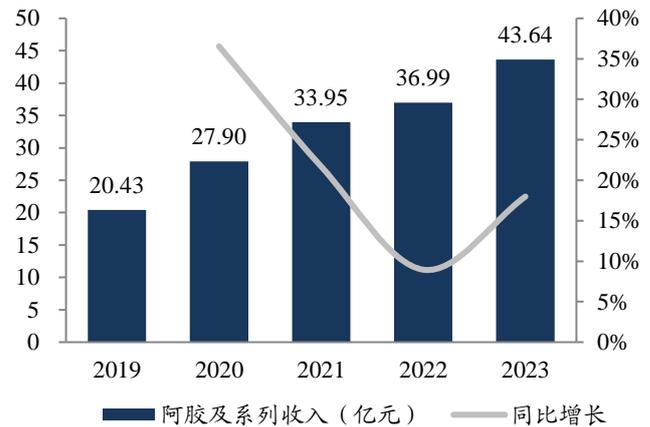
阿胶及系列产品支撑公司营收和毛利，占总营收比重逐年升高。从营收角度看，阿胶及系列产品是公司收入的主要来源，该板块 2019 年后占总营收比重逐年升高，2023 年达到 92.55%；从毛利角度看，阿胶及系列产品毛利率高于其他药品及保健品、毛驴养殖及销售等板块，因此也贡献绝大部分毛利，2018 年以来每年占总毛利比重均在 93% 以上，2023 年高达 95%。

图7：2018-2023 年分产品收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：阿胶及系列收入&同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 补气补血类产品需求旺盛，大品牌引领市场规范化发展

2.1. 阿胶原材料价格牵动产业链，把握驴皮原料供给趋势，稳定驴皮成本占比

阿胶产业链上游为毛驴养殖行业，下游为药品批发零售行业。驴皮是制作阿胶的主要原材料，约占阿胶加工成本的 80%，毛驴的存栏量直接关系到阿胶生产成本，进而牵动整个产业链。在我国，一部分驴皮由国内毛驴养殖行业提供，另一部分则依靠进口。上游驴皮资源紧张、采购成本增加，同时下游需求旺盛，导致我国阿胶价格不断上涨。

近年来我国毛驴存栏量下降，疫情因素和需求恢复促使国内驴皮价格回升。随着我国农业机械化的普及，驴的传统役用功能逐渐没落；此外，毛驴养殖难度较大，繁殖能力弱，投资回报周期长，农户缺乏养殖积极性，导致近年来毛驴存栏量急剧下降。国家统计局公布的数据显示，2011-2021 年来我国驴期末存栏量快速下降，其中 2016 年降幅最大，达 24.3%。截至 2021 年底，驴期末存栏量为 196.69 万头，与 2011 年相比下降了近 60%。受中国本土养殖驴数量的下滑以及阿胶行业需求扩大的影响，中国成为全球驴皮的主要进口国。2018 年，由于非洲进口驴皮来货量不断加大，且进口税比例降低，国内驴皮价格大幅下跌；2020 年，新冠疫情在全球爆发，国际活驴和驴皮运输困难，同时国内多地活驴流通不畅，产销环节严重脱节，养殖企业卖驴困难造成饲养成本上涨。2021

年起，阿胶销售持续转好，驴皮需求恢复，价格逐步企稳。

图9：2011-2021年中国驴期末存栏量

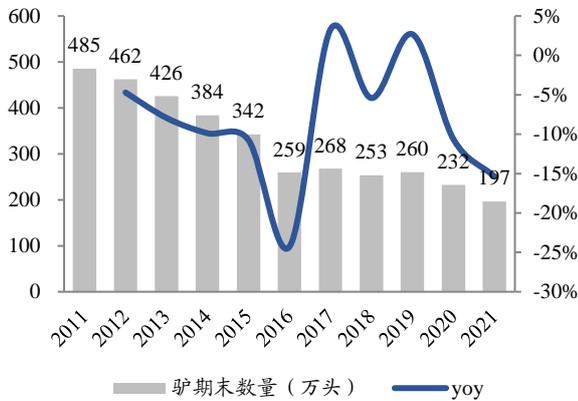
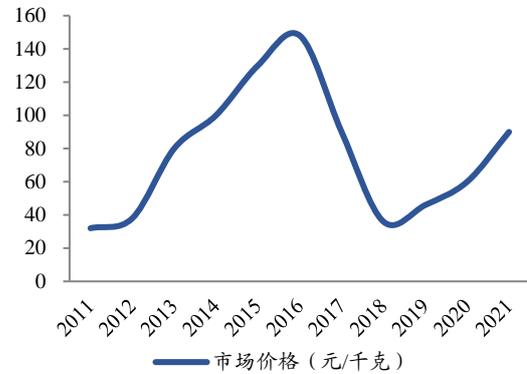


图10：2011-2021年中国驴皮市场价格



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

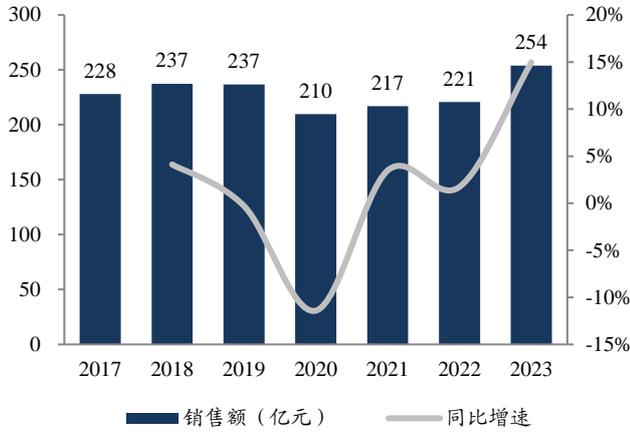
数据来源：中国畜牧业协会驴业分会，东吴证券研究所

把握驴皮原料供给趋势，稳定驴皮成本占比。东阿阿胶自2022年起逐步恢复国外驴皮进口。在国内端，公司对养殖业务进行轻资产运营，精耕养殖技术突破，通过技术引导实现供应商保障体系的完善，保证驴皮供应。2023年开展了地方良种皮、肉驴专门化新品系选育与推广研究，最大限度发挥良种优势，提高驴群的品质和养殖收益，推动了驴产业的高质量发展。在国外端，公司在10余个国家打通采购渠道，同时公司着眼全球市场，推广规范化养殖，通过积极开拓海外驴产业市场，努力提高全球影响力，向世界推广东阿阿胶驴全产业链发展模式，推动全球毛驴资源从资源开发型向产业发展型转变。

2.2. 补气补血类产品需求旺盛，东阿阿胶稳居行业龙头

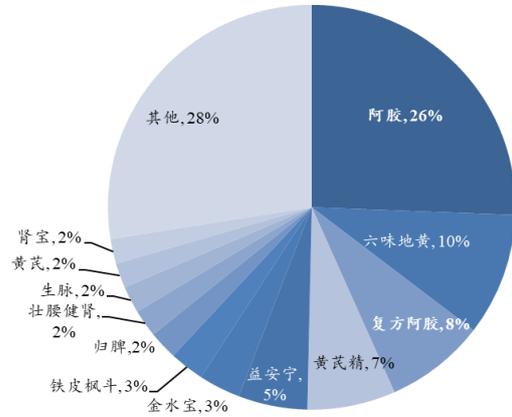
滋补保健类产品展现较强的增长潜力，补气补血类产品为增长主要驱动。后疫情时代，自我保健类产品需求有所提升，尤其是补气补血、增强免疫类产品。2023年，滋补保健类中药OTC产品销售额为253.76亿元，同比增长14.95%。分单季度来看，2023年四季度均呈现同比增长态势，其中，2023年Q4同比增长19.3%，环比增长39.9%，增长势头良好。按细分品类来看，滋补保健类产品中，补气补血产品占据主要市场份额，且增速较快，2023年Q4，补气补血的中成药OTC产品零售终端销售额为58.18亿元，同比增长24.9%，环比增长48.7%。

图11: 滋补保健类中成药 OTC 产品零售终端市场销售规模及增速



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

图12: 2023 年滋补保健类中成药 OTC 零售终端竞争格局 (按药品名)



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

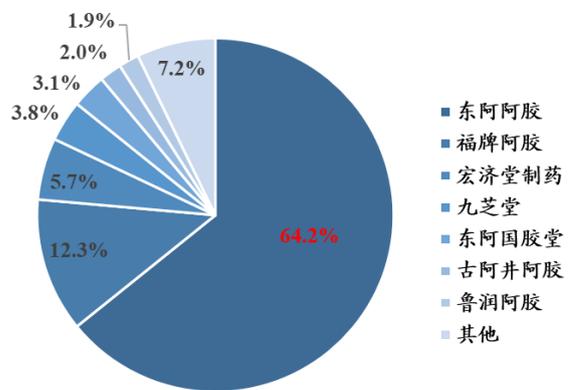
国内阿胶市场竞争格局集中, 东阿阿胶稳居行业龙头。东阿阿胶和福牌阿胶分别作为阿胶产品高端市场和中低端市场的代表企业, 占据了我国大部分阿胶市场份额。2022 年, CNPP 品牌数据研究院基于市场占有率、品牌口碑、网络投票等方面, 通过大数据统计评选出了阿胶十大品牌榜单, 在阿胶、阿胶糕、阿胶粉三个品类中, 东阿阿胶均名列第一。根据中康开思数据, 2023 年东阿阿胶以 64.2% 的市占率远超其他品牌, 稳居行业首位; 福牌阿胶则以 12.3% 的份额位列第二。从零售终端来看, 东阿阿胶的市场份额自 2020 年触底后反弹, 作为行业龙头, 东阿阿胶的销售态势和行业情况相辅相成, 2022 年下半年开始, 公司产品在零售端的增长速度开始跑赢行业平均增速。

表3: CNPP 《2022 年阿胶十大品牌榜中榜》

排名	品牌
1	东阿阿胶 DEEJ
2	福牌阿胶
3	同仁堂
4	宏济堂制药
5	太极制药 TAIJI
6	九芝堂
7	胡庆余堂
8	东阿阿胶堂
9	佛慈 foci
10	贡禧堂

数据来源: CNPP, 东吴证券研究所

图13: 2023 年国内阿胶零售终端市场竞争格局



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

图14: 东阿阿胶占阿胶零售终端市场的份额



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

图15: 阿胶行业整体及东阿阿胶零售终端销售额情况



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

3. 推动品牌唤醒和品牌焕新, “药品+健康消费品” 双轮驱动

全面推进品类布局, 产品矩阵不断丰富。公司的阿胶及系列产品包括阿胶(块、粉)、复方阿胶浆以及“桃花姬”阿胶糕。在做好阿胶主业的基础上, 公司还开发了龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液、“燕真卿”即食燕窝等其他中成药或滋补品, 不断丰富产品矩阵, 成为滋补健康引领者和中药企业高质量发展的典范。

图16: 东阿阿胶产品矩阵



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

提高品牌势能, 新老媒介齐发力, 多途径抢占新老消费者心智。传统媒介方面, 东

阿阿胶坚守中央广播电视总台传播高地，充分依托总台高收视、高公信的优势，夯实品牌壁垒，提升品牌势能，不仅围绕重大节点在 CCTV-1、CCTV-13 等频道进行高频次硬广覆盖，还借势总台“开年大剧”IP，热播大剧 IP 双重赋能品牌。东阿阿胶不断推动品牌焕新，拓展产品图谱，加速触达年轻群体。2023 年，东阿阿胶牵头发起中医药文化传承项目“中华医圣故里行”，组织七所中医药大学的年轻学子分赴医圣故里行走探访。随着中国文化的全球热，“国潮”品牌正在加速扬帆出海。目前，东阿阿胶旗下东阿阿胶块、东阿阿胶速溶粉、桃花姬阿胶糕三款产品均入选“中国好礼”名录。

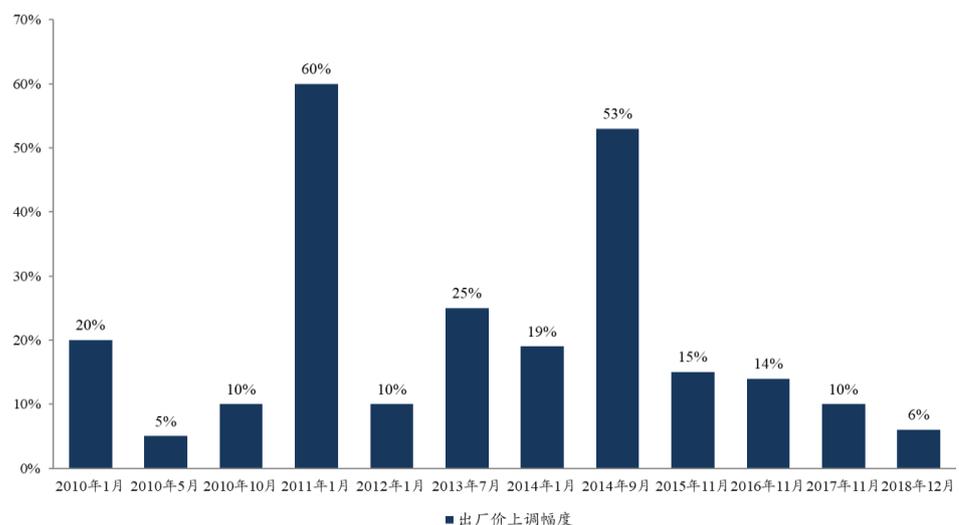
3.1. 清库存、稳价格，阿胶块重回稳定增长，阿胶粉成长可期

滋补国宝，传承千年。《神农本草经》记载阿胶为“滋补上品、补血圣药，久服轻身益气”，与人参、鹿茸并称“中药三宝”。阿胶具有补血滋阴、润燥、止血的功效，可用于血虚萎黄，眩晕心悸，肌痿无力、心烦不眠、虚风内动、肺燥咳嗽、劳嗽咳血、吐血尿血、便血崩漏、妊娠胎漏等。目前，东阿阿胶已成为 OTC 第一大单品，滋补养生第一品牌，荣获 2023 年度中国非处方药产品中成药综合统计排名补气补血类第一名，核心产品阿胶/复方阿胶浆入选“2023 非处方药黄金大单品”名单。

3.1.1. 阿胶块：渠道库存逐渐出清，终端价格企稳

调整乱价现象，阿胶价格逐步企稳。据公司公告显示，2010 年以来，东阿阿胶累计提价十余次。持续提高出厂价格刺激了渠道进货，而终端销售并未大幅提升。2019 年开始公司受到去库存压力影响，渠道商也进入去库存周期，价格乱象滋生。

图17：东阿阿胶历年提价情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020 年起，公司通过终端动销，消费者深度运营，数字化营销等策略消化超量渠道

库存。2022年，公司践行强力举措来治理东阿阿胶的市场生态：

- 3月开始开展“春雷行动”，范围辐射全国、覆盖全网，主要启动维稳、对市场非可控货源进行追溯及产品追回，对违规客户实施费用及货源管控、持续渠道定向管理，维护线上、线下生态稳定，防控窜货。
- 7月发起的“炼行计划”，公司和客户共同开展品牌活动，稳定价格预期，渠道信心得以恢复。公司持续构建合理有序的供需关系，保障消费者、价值链客户间的共赢。

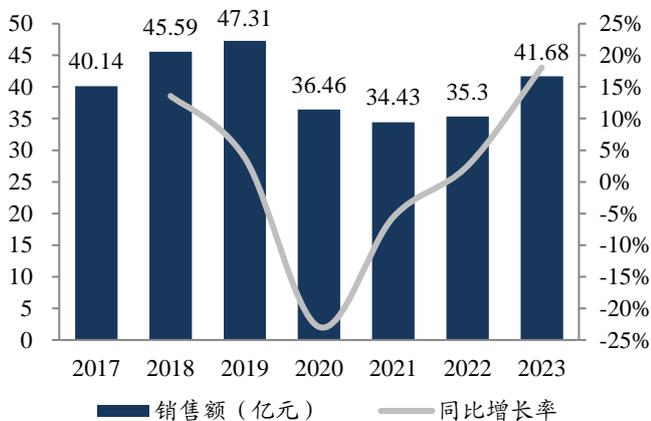
根据中康开思数据，2023年，零售终端阿胶块价格企稳，终端动销同比增长18%。

图18：东阿阿胶“炼行计划”：重塑品牌、稳固渠道，唤醒核心城市动能



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图19：东阿阿胶零售终端销售额及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

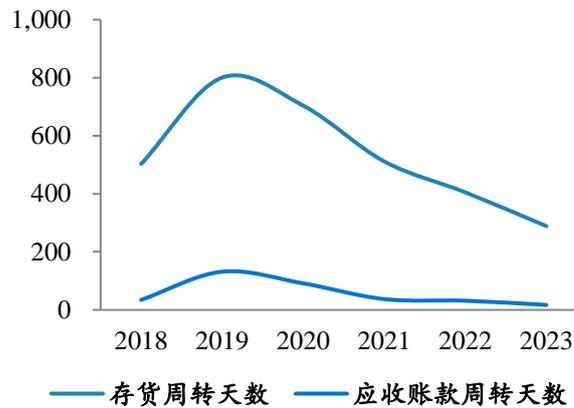
图20：零售终端东阿阿胶价格情况



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

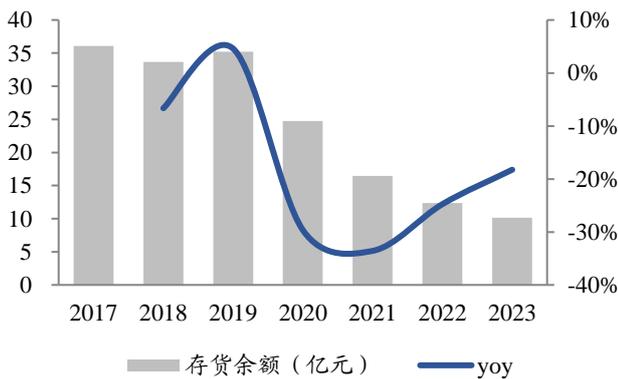
渠道库存优化效果显著，库存量逐步恢复正常水平。2019年后，公司产品供应链逐渐恢复正常运作，销货速度不断加快，存货周转天数从2019年801天逐年下降至2023年289天。从存货余额来看，存货余额从2019年末的35.22亿元下降至2023年末的10.12亿元，存货占总资产比重也由30.2%降至7.6%。从产品库存量来看，2019-2023年公司库存量从2711吨逐年下降至1515吨，2023年公司存货和应收账款状态继续保持良好的，已经恢复至2018年以来最佳水平。此外，应收账款管理情况持续优化，应收账款周转天数呈下降趋势，变现速度加快。

图21: 公司存货周转天数和应收账款周转天数



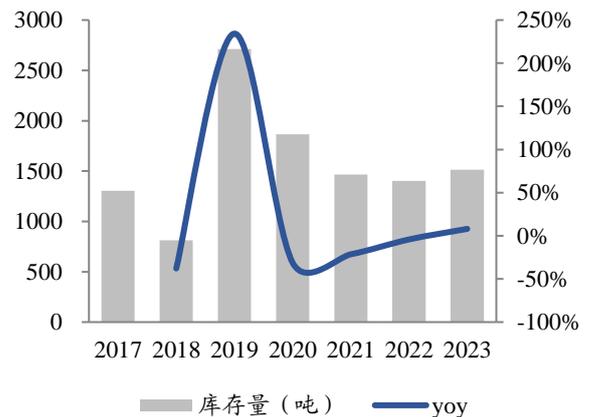
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 公司年末存货余额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 公司年末库存量 (吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.1.2. 阿胶粉: 品牌焕新, 跨界联动, 拓展阿胶多元化服用场景

“东阿阿胶牌”阿胶粉, 历时十五年实现工艺技术重大突破, 三次迭代升级, 2020

年重磅上市，应用了低温 VBD（真空带式干燥）技术和阿胶原粉制备方法两项核心专利技术，将胶液“一步成粉”。相较于传统阿胶块来说，阿胶粉具有**即冲即饮，方便时尚，拓展多元化服用场景的优势**。2023 年，东阿阿胶两次跨界联名奈雪的茶，推出“奈雪东阿阿胶奶茶”，滋补老字号与新茶饮品牌的破壁联动，2.0 版本相关话题斩获高达 3.6 亿的阅读量与 17.3 万的讨论。跨界合作让阿胶粉更快的进入年轻人视野，作为阿胶即食化的代表性单品，方便快捷的产品理念、独立条装的产品特性与消费者随时养生的需求不谋而合。阿胶粉进一步补充了传统阿胶块的目标消费人群和消费场景，粉状的阿胶形态，可以搭配牛奶、奶茶等饮用，年轻人还自发开辟多元化吃法，为随时随地“+阿胶”提供了多种打开方式。

图24：打造“东阿阿胶小金条”产品 IP、跨界联名风生水起



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

3.2. 复方阿胶浆：回归药品属性，夯实循证医学研究，院内院外齐发力

复方阿胶浆其源于明代气血双补第一方《景岳全书》“两仪膏”，传承 400 年，是中药独家品种，具有养心血、补心气、安心神、助睡眠等功能，主要用于用于气血两虚，头晕目眩，心悸失眠，食欲不振及贫血，是零售渠道“气血双补”领域的黄金大单品。

3.2.1. 回归药品属性，提升产品竞争力

公司从产品力出发，构建了复方阿胶浆“优质道地药材全过程质量溯源体系”，从源头确保均一、稳定的产品品质；持续创新优化产品，从剂型到服用便利性，多方面考虑消费者需求。此外，公司积极积极拓展大品种复方阿胶浆新适应症，研究表明，复方阿胶浆在治疗癌因性疲乏、改善睡眠、改善长新冠造成的心脾两虚型睡眠障碍，神疲乏力，面色萎黄等症方面均有出色疗效。

表4: 复方阿胶浆新适应症开发及高水平循证证据打造

适应症	进展
治疗癌因性疲乏	完成国家重点研发计划项目——“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”，联合国内 31 家 GCP 临床研究中心开展的高水平 RCT 临床研究，总计入组肿瘤患者 611 例。结果显示复方阿胶浆对癌症患者疲乏症状具有广泛治疗作用，能够明显改善肺癌等 3 个癌种患者的疲乏状况，显著提高患者生活质量。该研究为目前国内中成药治疗癌因性疲乏循证证据等级最高的研究
改善睡眠	与天津中医药大学张伯礼院士团队合作开展复方阿胶浆改善睡眠研究，阐明了其在改善睡眠方面的药效机理及作用机制
孕期贫血、早发性卵巢功能不全	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
长新冠症状改善	复方阿胶浆被推荐用于长新冠造成的心脾两虚型睡眠障碍，神疲乏力，面色萎黄等症状的改善，被收录至中华中医药学会《新型冠状病毒感染后长期症状中医诊疗专家共识》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 多渠道发力，复方阿胶浆放量速度亮眼

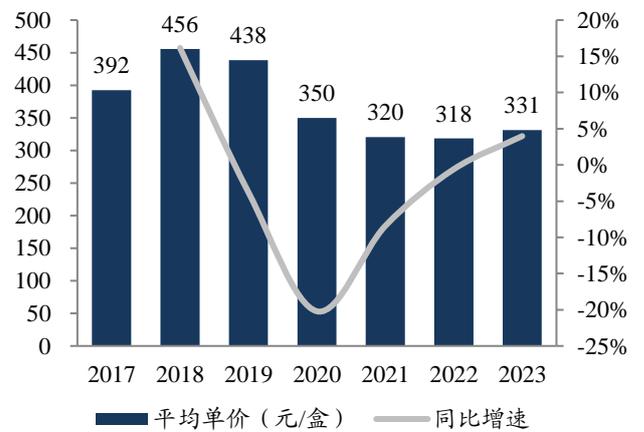
根据中康开思数据，2023 年，复方阿胶浆在零售终端销售超 20 亿，同比增长 41%，除销售量增长较快外，零售终端价格企稳回升。OTC 终端，公司深化和客户的关系，在价格维护方面以及店员专业推荐方面发力。复方阿胶浆携手医药行业的全产业链伙伴共同推动滋补文化更融入大众的日常生活，例如通过时下流行的飞盘运动，把复方阿胶浆“气血足，免疫强，脚步轻”的滋补理念切入进来，携手连锁药店匠心打造气血运动健康 IP。同时，公司积极开拓线上渠道，携手多家知名连锁药店开展大型融媒体溯源直播活动，满足当前消费者多渠道的消费需求。

图25: 复方阿胶浆零售终端销售额及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图26: 复方阿胶浆零售终端价格



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

医院端来看，公司加大等级医院的开发，强化高等级的证据建设。目前医疗端占比相对较低，后续公司将进一步夯实循证医学证据，加快多规格产品在不同省份的挂网速度，院端销售占比有望进一步提升。医保支付方面，自 2017 版医保目录起，增加仅重度贫血患者可报销复方阿胶浆的限制，2023 版医保目录支付限制取消，恢复至说明书范围，我们认为复方阿胶浆医保解限后有望在医疗渠道端进一步放量。

3.3. “桃花姬”阿胶糕：赋予传统阿胶新活力，构建“药品+健康消费品”双轮驱动模式

桃花姬阿胶糕其组方源自 700 多年前元曲《秋夜梧桐雨之锦上花》，将经典古方、道地原料、现代工艺与东方美学完美融合，更适合女性和礼品需求人群，通过食补，自内而外焕发美丽真颜。大健康消费趋势下，年轻人愈发愿意为健康买单，尤其是即食类养生零食。桃花姬作为本身具有一定品牌基础的产品，在年轻化的品牌营销下更加“出圈”，线上和线下销售渠道相结合，传统媒体和新媒体营销相结合，明星代言等均让桃花姬品牌更加深入年轻人语境和消费场景。

图27：桃花姬品牌年轻化，多场景营销，多渠道销售



线下商超、门店加深消费者印象



B站官方跨年晚会国风舞台

代言人直播带货

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

此外，公司在健康消费品领域积极外延拓展，推出“燕真卿”燕窝，打造“滋补大健康领导品牌”。现有干燕窝、即食燕窝、鲜炖燕窝三大系列产品，将持续产品迭代与创新，打造特色阿胶燕窝产品。

3.4. 布局男性滋补健康新赛道，丰富公司产品矩阵

公司战略布局男士滋补健康新赛道，打造“皇家围场 1619”品牌，满足更多消费者的滋补保健需求。旗下现有重点品种包含健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液等独家批文产品，温补肾阳，固本培元。公司围绕肝肾滋补男科领域，开展健脑补肾丸、龟鹿二仙口服液等疗效独特大品种的二次开发，通过临床精准定位，拓展男士滋补养生新人群，积极开展适应症拓展研究。

公司全面启动“一中心”“三高地”创新平台建设，聚集顶级专家资源助力研发落地，引领产业链创新升级。在大品种培育方面，公司还积极开发妇科、血液疾病领域等多个胶类中药经典名方，积极布局中药改良型新药及中药创新药，公司产品矩阵有望进一步丰富。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设

- (1) 阿胶及系列：在经历品牌重塑、库存清理、渠道优化后，公司品牌势能不断提升，各项产品无论是在渠道还是动销层面，均处于良性状态，我们预计阿胶块有望保持小幅稳定增长，复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕仍能快速放量，小金条阿胶粉作为近年来最快销售破亿的产品，有望线上、线下同时发力，迅速成长。综合来看，我们预计阿胶及系列产品 2024-2026 年收入增速分别为 18%、17%、16%。公司对上游成本端有良好的把控，预计毛利率基本稳定。
- (2) 其他业务方面：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。其他药品及保健品方面，公司坚持药品及消费品双轮驱动，基于品牌影响力的提升及渠道的加强，男士滋补品牌“皇家围场 1619”等产品规模也有望逐步提升。

表5：收入拆分（亿元）及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	40.42	47.15	55.25	64.44	74.76
YoY	5.01%	16.66%	17.17%	16.64%	16.01%
毛利率	68.30%	70.24%	70.66%	71.18%	71.40%
阿胶及系列	36.99	43.64	51.63	60.50	70.44
YoY	8.95%	17.98%	18.29%	17.19%	16.43%
毛利率	73.16%	72.37%	72.50%	72.80%	72.80%
毛驴养殖及销售	1.03	0.97	0.92	0.88	0.83
yoy	-42.26%	-5.73%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
其他药品及保健品	1.87	1.87	1.96	2.26	2.59

yoy	-12.57%	-0.25%	5.00%	15.00%	15.00%
其他业务	0.53	0.67	0.74	0.81	0.89

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 估值及评级

同仁堂、片仔癀主业均为品牌中药 OTC，且位于行业前列，同时也是公司股权激励计划的对标企业，故选其作为可比公司，2024-2026 年可比公司 PE 均值为 32/27/22X。

我们预计东阿阿胶 2024-2026 年归母净利润分别为 13.87、16.42、19.40 亿元，2024-2026 年 P/E 估值分别为 30X、26X、22X，估值水平略低于可比公司。考虑到公司作为阿胶品类的龙头企业，品牌享有一定溢价，且渠道、产品优势显著，业绩有望实现较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值（收盘日期为 2023 年 4 月 11 日）

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
同仁堂	600085.SH	566.14	16.69	19.89	23.03	26.04	33.92	28.47	24.59	21.74
片仔癀	600436.SH	1327.90	27.84	36.40	43.80	-	47.70	36.48	30.32	-
平均		947.02	22.26	28.14	33.41	26.04	40.81	32.48	27.45	21.74
东阿阿胶	000423.SZ	421.61	11.51	13.87	16.42	19.40	36.63	30.40	25.68	21.73

数据来源：东阿阿胶数据为东吴证券研究所预测，其余均来自 wind 一致预期。

注：片仔癀 2026 年未有 wind 一致预期。

5. 风险提示

- （1）市场竞争加剧的风险：消费者滋补保健意识不断提高，滋补保健相关产品层出不穷，行业竞争趋紧行业的快速发展不断吸引新竞争者进入，加剧的市场竞争有可能对公司产生不利影响；
- （2）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；
- （3）产品放量不及风险：受市场环境、监管政策变化等多种因素的综合影响，存在产品推广不及预期的的风险；
- （4）医药政策风险：医保支付端、审评端政策均有可能影响公司产品推广；
- （5）受宏观经济影响的风险：公司产品除药品属性外，还具有较强的消费属性，受到消费者支付能力的影响。

东阿阿胶三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,537	12,023	13,940	15,093	营业总收入	4,715	5,525	6,444	7,476
货币资金及交易性金融资产	8,337	8,237	10,847	10,666	营业成本(含金融类)	1,403	1,621	1,857	2,138
经营性应收款项	1,093	1,625	1,578	1,962	税金及附加	67	83	97	112
存货	1,012	2,124	1,406	2,410	销售费用	1,486	1,729	1,988	2,295
合同资产	0	0	0	0	管理费用	377	441	508	582
其他流动资产	94	37	110	54	研发费用	173	204	235	273
非流动资产	2,769	2,617	2,438	2,271	财务费用	(93)	(115)	(111)	(161)
长期股权投资	74	74	79	89	加:其他收益	21	22	26	30
固定资产及使用权资产	1,882	1,715	1,546	1,373	投资净收益	44	44	52	60
在建工程	4	5	6	8	公允价值变动	0	(8)	0	0
无形资产	323	332	326	320	减值损失	(17)	16	(11)	(38)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	11	3	3	4
长期待摊费用	10	10	10	10	营业利润	1,360	1,638	1,939	2,293
其他非流动资产	476	481	471	471	营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	13,306	14,640	16,378	17,364	利润总额	1,363	1,641	1,942	2,296
流动负债	2,407	2,439	2,550	2,820	减:所得税	211	254	301	355
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	15	23	27	净利润	1,152	1,387	1,642	1,940
经营性应付款项	276	311	361	412	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	824	697	743	855	归属母公司净利润	1,151	1,387	1,642	1,940
其他流动负债	1,287	1,416	1,423	1,525	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.79	2.15	2.55	3.01
非流动负债	159	174	185	196	EBIT	1,254	1,468	1,785	2,106
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,418	1,644	1,961	2,284
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	70.24	70.66	71.18	71.40
租赁负债	31	32	33	34	归母净利率(%)	24.41	25.11	25.48	25.95
其他非流动负债	128	142	152	162	收入增长率(%)	16.66	17.17	16.64	16.01
负债合计	2,566	2,613	2,735	3,016	归母净利润增长率(%)	47.55	20.52	18.37	18.18
归属母公司股东权益	10,719	12,005	13,622	14,326					
少数股东权益	22	22	22	22					
所有者权益合计	10,741	12,027	13,643	14,348					
负债和股东权益	13,306	14,640	16,378	17,364					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,953	8	2,618	1,049	每股净资产(元)	16.65	18.64	21.15	22.25
投资活动现金流	(718)	(132)	(125)	(132)	最新发行在外股份(百万股)	644	644	644	644
筹资活动现金流	(779)	(68)	17	(1,198)	ROIC(%)	10.00	10.86	11.71	12.67
现金净增加额	456	(192)	2,510	(280)	ROE-摊薄(%)	10.74	11.55	12.05	13.54
折旧和摊销	164	175	176	178	资产负债率(%)	19.28	17.85	16.70	17.37
资本开支	(47)	(57)	(42)	(42)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.63	30.40	25.68	21.73
营运资本变动	681	(1,473)	845	(1,042)	P/B(现价)	3.93	3.51	3.10	2.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>