

东阿阿胶 (000423.SZ)

滋补品龙头，打造第二增长曲线

投资要点：

➤ **打造滋补品行业龙头，构建“药品+健康消费品”双轮驱动。**1.阿胶块：立足阿胶块“滋补国宝”品牌定位，提升品牌势能；聚焦核心资源，渠道精简瘦身，提升客户粘性，促进终端纯销持续增量。2.复方阿胶浆：阿胶浆实现学术与营销相互赋能，打造OTC补气补血品类领导地位。公司积极进行高水平循证证据打造，拓展新适应症。立足医保解除限制，把握院外零售市场的同时积极开拓院内市场。3.健康消费品：公司目前以桃花姬为核心，打造阿胶糕第一品牌。桃花姬消费人群定位年轻化，线上线下打造多元渠道销售，用快消品的思路由区域产品走向全国。公司通过探索“阿胶+”和“+阿胶”业务模式打造第二增长曲线。4.构建“皇家围场1619”男士滋补产品矩阵，立足学术研究支持，新产品放量潜力充足。

➤ **产品库存出清，旨在稳定供求与量价关系。**1.过往频繁提价导致囤货使得渠道库存积压。流向市场的阿胶量下降使得阿胶迎来新一轮的提价恶性循环。市场上阿胶的供需关系失衡，导致2019年爆发业绩亏损。2.2019年公司开始清理渠道库存，稳定价格体系，重塑渠道信心，提升品牌势能，加大终端销售力度并控制发货，至2022年公司产品库存清至合理范围。

➤ **股权激励彰显公司发展信心。**公司股权激励已落地，对公司盈利能力做出明确要求。2024-2026年归母净利润增速基于2022年复合增速不低于20%，ROE分别不低于10%/10.5%/11%，营业利润率分别不低于23%/23.5%/24%。

➤ **盈利预测与投资建议：公司作为阿胶系列产品龙头，向“阿胶+”再到“+阿胶”不断延伸，打造健康消费品的第二增长曲线。**我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为55.23/64.94/76.09亿元，收入增速为17%/18%/17%。2024/2025/2026年归母净利润分别为13.90/16.73/19.68亿元，增速为21%/20%/18%。我们看好公司产品的品牌势能与推广能力，给予公司2024年35PE，市值为486.63亿，目标价格为75.56元，首次覆盖，给予“持有”评级。

➤ **风险提示：**产品价格波动风险，阿胶系列产品市场竞争风险；渠道开拓不及预期风险；原材料驴皮等价格波动风险。

| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,042 | 4,715 | 5,523 | 6,494 | 7,609 |
| 增长率 | 5% | 17% | 17% | 18% | 17% |
| 净利润(百万元) | 780 | 1,151 | 1,390 | 1,673 | 1,968 |
| 增长率 | 77% | 48% | 21% | 20% | 18% |
| EPS(元/股) | 1.21 | 1.79 | 2.16 | 2.60 | 3.06 |
| 市盈率(P/E) | 57.1 | 38.7 | 32.0 | 26.6 | 22.6 |
| 市净率(P/B) | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 3.8 | 3.4 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

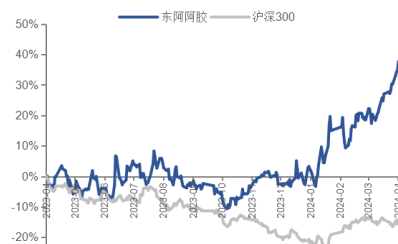
持有(首次评级)

当前价格： 69.19 元
 目标价格： 75.56 元

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 644/644 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 44557/44557 |
| 每股净资产(元) | 16.65 |
| 资产负债率(%) | 19.28 |
| 一年内最高/最低(元) | 69.61/44.52 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 盛丽华
 执业证书编号：S0210523020001
 邮箱：slh30021@hfzq.com.cn

分析师 张俊
 执业证书编号：张俊(S0210524040002)

研究助理 万喆瑞
 邮箱：wzr30132@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键变量

1. 阿胶块：公司立足阿胶块“滋补国宝”品牌定位，提升品牌势能；聚焦核心资源，渠道精简瘦身，渠道实施白名单，提升客户粘性；构建合理有序的供需与量价关系，促进终端纯销持续增量。

2. 复方阿胶浆：复方阿胶浆积极进行高水平循证证据打造，拓展新适应症。从院内端看，复方阿胶浆立足医保支付政策放宽，积极开拓院内市场；零售端精准营销，填补终端市场空白。

3. 桃花姬阿胶糕与小金条阿胶粉：桃花姬阿胶糕未来有望走出区域性品牌，公司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。阿胶粉是公司向“阿胶+”和“+阿胶”不断延伸的成果，走向年轻消费者。

总体看，我们预计公司 2024-2026 年阿胶及系列产品收入增速分别为 17.37%/17.73%/17.13%；预计毛利率稳中有升，2024-2026 年公司阿胶系列产品毛利率分别为 72.50%/72.60%/72.70%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司更多是阿胶块和复方阿胶浆等传统阿胶产品，其余产品业绩贡献有限。我们认为：公司做好传统阿胶产品的品牌建设和营销拓展外，不断向“阿胶+”和“+阿胶”延伸扩大消费市场。未来以桃花姬阿胶糕和小金条阿胶粉为代表的健康消费品将成为公司第二增长曲线。同时，以海龙胶口服液和龟鹿二仙口服液为代表的男科系列产品，也持续释放活力。

股价上涨的催化因素

东阿阿胶块、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕等主要产品销量超预期。

估值与目标价格

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 55.23/64.94/76.09 亿元，收入增速为 17%/18%/17%。2024/2025/2026 年归母净利润分别为 13.90/16.73/19.68 亿元，增速为 21%/20%/18%。我们看好公司产品的品牌势能与营销能力，采用调整后可比公司平均 PE 估值方法，给予公司 2024 年 35PE，市值为 486.63 亿，目标价格为 75.56 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示

产品价格波动风险；阿胶系列产品市场竞争风险；渠道开拓不及预期风险；原材料驴皮等价格波动风险。

正文目录

| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 1 | 滋补龙头品牌焕新，经营业绩稳步提升 | 5 |
| 1.1 | 价值重塑：夯实滋补行业引领者地位 | 5 |
| 1.2 | 组织重塑：优化公司治理和人员架构 | 5 |
| 1.2.1 | 背靠华润国资背景，股权结构稳定 | 5 |
| 1.2.2 | 新旧管理层切换，华润系领导层为公司赋能 | 6 |
| 1.3 | 财务数据：稳中向好，底部反弹势能显著 | 6 |
| 1.3.1 | 收入端仍以阿胶及系列产品贡献为主，总体实现恢复性增长 | 6 |
| 1.3.2 | 利润端化繁为简，盈利能力持续增强 | 8 |
| 1.3.3 | 费用端整体稳定，投入符合公司战略倾向 | 8 |
| 1.4 | 库存出清，实现供求关系和量价关系向好 | 9 |
| 2 | 公司布局阿胶系列全产业，价值链延长 | 10 |
| 2.1 | 上游：驴皮本土供应短缺，进口需求巨大 | 10 |
| 2.2 | 中游：立足阿胶滋补大单品，外延健康消费品 | 14 |
| 2.2.1 | 东阿阿胶块：滋补国宝，库存出清 | 15 |
| 2.2.2 | 复方阿胶浆：开拓适应症，丰富终端销售渠道 | 16 |
| 2.2.3 | 健康消费品：打造大滋补集群，第二增长曲线 | 17 |
| 2.2.4 | 男性滋补健康产品：长期销售增长点 | 19 |
| 2.3 | 下游：从区域到全国，线上线下渠道双轮驱动 | 21 |
| 3 | 股权激励彰显公司发展信心 | 21 |
| 4 | 盈利预测及投资建议 | 22 |
| 4.1 | 盈利预测 | 22 |
| 4.2 | 估值与投资建议 | 23 |
| 5 | 风险提示 | 24 |
| | | |
| | 图表 1：公司主要产品矩阵 | 5 |
| | 图表 2：东阿阿胶股权架构（截至 2023 年年报） | 6 |
| | 图表 3：东阿阿胶营业收入稳中向好（亿元） | 7 |
| | 图表 4：东阿阿胶阿胶及系列产品子版块收入占比逐年提高（%） | 7 |
| | 图表 5：东阿阿胶各子版块营收（亿元）与增长率（%） | 7 |
| | 图表 6：2020 年以来归母净利润逐步修复（亿元） | 8 |
| | 图表 7：公司销售毛利率与净利率优化（%） | 8 |
| | 图表 8：东阿阿胶三费稳定，销售费用小幅增加，研发费用略有下降（亿元） | 8 |
| | 图表 9：2010 年以来公司主要产品提价 13 次 | 9 |
| | 图表 10：东阿阿胶库存已逐步清理至合理范围 | 10 |
| | 图表 11：阿胶行业上下游产业链完备 | 10 |
| | 图表 12：中国驴存栏量快速下降（万头） | 11 |
| | 图表 13：中国驴屠宰量伴随存栏量下降而减少（万头） | 12 |
| | 图表 14：2019 年全球驴皮贸易概况，中国是全球驴皮主要进口国 | 12 |
| | 图表 15：中国驴皮价格走势近年趋于稳定（元/千克） | 13 |
| | 图表 16：公司外购毛驴成本呈下降趋势（亿元） | 14 |
| | 图表 17：东阿阿胶块 | 15 |
| | 图表 18：2021 年东阿阿胶在阿胶竞争格局占据绝对优势 | 16 |
| | 图表 19：阿胶品牌和价格（元） | 16 |
| | 图表 20：东阿阿胶复方阿胶浆 | 17 |
| | 图表 21：东阿阿胶桃花姬阿胶糕 | 18 |



| | |
|--|----|
| 图表 22: 东阿阿胶粉小金条 | 19 |
| 图表 23: 东阿阿胶珠 | 19 |
| 图表 24: 东阿阿胶保健品有限公司营业收入波动 (亿元) | 19 |
| 图表 25: 东阿阿胶保健品有限公司净利润尚存提升空间 (亿元) | 19 |
| 图表 26: 海龙胶口服液 | 20 |
| 图表 27: 龟鹿二仙口服液 | 20 |
| 图表 28: 公司男科产品的的学术支持 | 21 |
| 图表 29: 公司股权激励目标 | 22 |
| 图表 30: 东阿阿胶盈利预测 | 23 |
| 图表 31: 可比公司估值 | 24 |
| 图表 32: 财务预测摘要 | 26 |

1 滋补龙头品牌焕新，经营业绩稳步提升

1.1 价值重塑：夯实滋补行业引领者地位

东阿阿胶前身为 1952 年成立的山东东阿阿胶厂，1993 年由国有企业改组为股份制公司制企业，1996 年在深交所挂牌上市，2005 年加入华润集团。公司主要从事阿胶和阿胶系列及其他中成药等产品的研发、生产和销售，是阿胶行业标准制定的引领者，是滋补健康引领者和中药企业高质量发展的典范。

公司药品+健康消费品”双轮驱动发展。药品以“滋补国宝东阿阿胶”为背书，打造更多的滋补类药品，包括 OTC 第一大单品、滋补养生第一品牌阿胶（块）、品牌产品复方阿胶浆。健康消费品围绕“阿胶+”“+阿胶”进行产品开发与拓展，包括保健食品“桃花姬”阿胶糕和“东阿阿胶牌”阿胶粉等。2023 年，公司启幕“皇家围场 1619”等男科产品发展新篇章，助力男科健康品牌成长。

图表 1：公司主要产品矩阵

| 产品类别 | 产品名称 | 主要功效 | 是否进医保 | 荣誉 |
|------|-----------|----------------------------------|-------|---|
| 药品 | 阿胶 | 补血滋阴，润燥，止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸，心烦不眠，肺燥咳嗽 | 否 | 阿胶 1980、1985、1990 年三次荣获国家质量金奖，1991 年荣获长城国际金奖，2015 年荣获全国质量奖。阿胶、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕荣获山东省第一批“好品山东”品牌，2 个 QC 成果荣获国际 ICQCC 金奖，13 个 QC 成果获全国医药行业优秀质量管理小组活动一等奖。 |
| 药品 | 复方阿胶浆 | 补气养血。用于气血两虚，头晕目眩，心悸失眠，食欲不振及贫血 | 是 | |
| 保健食品 | “桃花姬”阿胶糕 | / | / | |
| 保健食品 | 东阿阿胶牌”阿胶粉 | / | / | |
| 药品 | 龟鹿二仙口服液 | 温肾益精。用于久病肾虚，腰膝酸软，遗精阳痿 | 否 | |
| 药品 | 海龙胶口服液 | 温补肾阳。用于肾阳不足所致的腰酸足软，精神萎靡，面色无华 | 否 | |

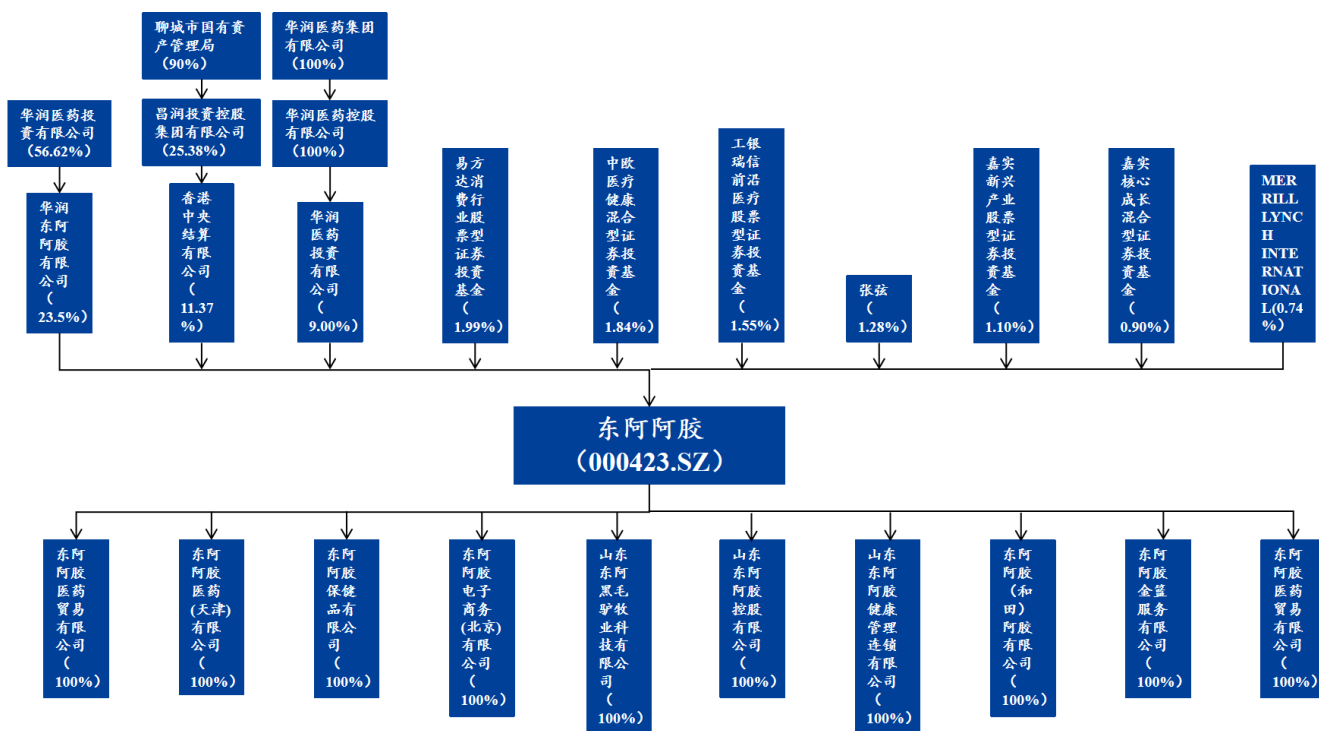
数据来源：2022 年公司年报，药智网，丁香园药品说明书，华福证券研究所

1.2 组织重塑：优化公司治理和人员架构

1.2.1 背靠华润国资背景，股权结构稳定

截至 2023 年年报，公司前 10 名股东中，国有法人股股东华润东阿阿胶有限公司与华润医药投资有限公司为一致行动人，共持有 2.09 亿股，占公司总股本的 32.50%。其中，华润东阿阿胶有限公司持有股份 1.51 亿股，占公司总股本的 23.50%；华润医药投资有限公司持有 0.58 亿股，占公司总股本的 9.00%。子公司东阿阿胶保健品有限公司负责以桃花姬为代表的东阿阿胶保健品的生产和销售。

图表 2：东阿阿胶股权架构（截至 2023 年年报）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2.2 新旧管理层切换，华润系领导层为公司赋能

东阿阿胶逐步精简管理团队，优化管理层组织架构优化并调整关键经营管理人员。董事长定期轮换，减少贪污腐败与任人唯亲，提高国企运转效率。“华润系”取代“东阿系”，公司管理层完成全面换血。

组织调整提高生产效率。2022 年是东阿阿胶七十年以来最大范围的组织调整，整合压缩组织 39 个，优化精简人员超过 700 人，干部队伍整体变动率达到 60% 以上，实现全年劳动生产率提升 43%，收入分配改革覆盖率达到 51%。

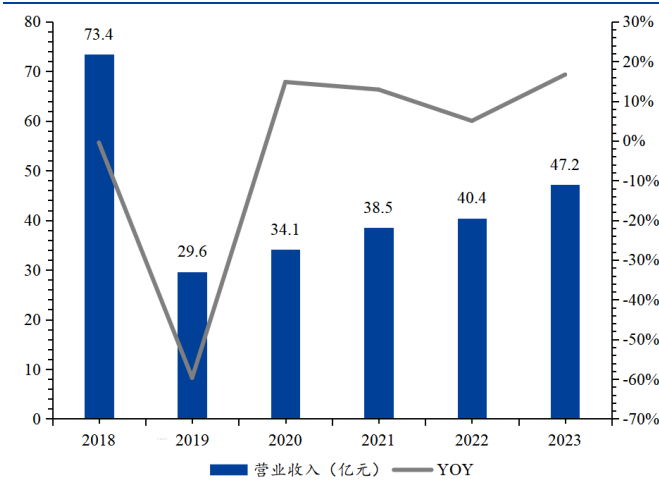
1.3 财务数据：稳中向好，底部反弹势能显著

1.3.1 收入端仍以阿胶及系列产品贡献为主，总体实现恢复性增长

伴随着公司多次提价策略以及渠道经销商大量积压库存，2019 年高价滋补品需求下降后，终端需求不畅，公司收入大幅下滑。2019 年公司的营业收入仅为 29.59 亿元，相较于 2018 年的 73.38 亿下降 59.68%。至此东阿阿胶开始了漫长的业绩修复之路。公司自 2019 以来营业收入逐年提高，营业收入从 2019 年的 29.59 亿提升至 2023 年 47.15 亿元，同比增长 16.67%，2019-2023 年复合增长率为 12.35%。公司营收实现稳定增长的主要原因是伴随价格的规划与治理，渠道库存逐渐良性，公司产品销量逐步恢复并实现高增长。

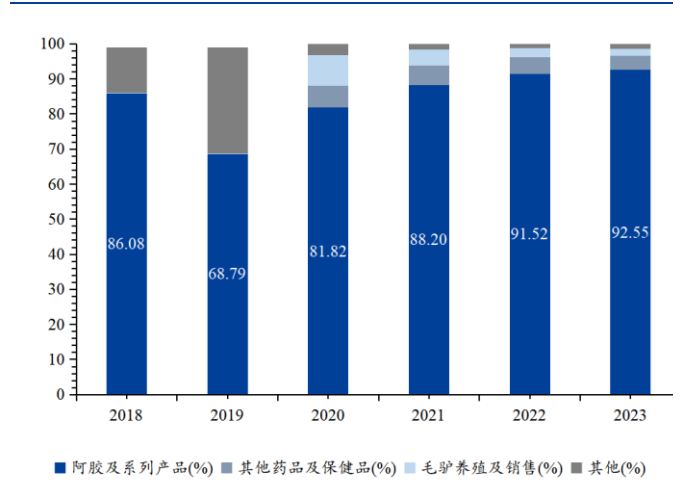
从业务板块看，2019 年公司阿胶系列产品营收受损严重，仅为 20.43 亿元，同比下降 67.66%。公司阿胶系列产品的收入及收入占比 2019 年后逐年上涨，由 2019 年的 20.43 亿元增加到 2023 年的 43.64 亿元，复合增长率为 20.89%。阿胶系列产品是公司的主要收入来源，在公司营收占比由 2019 年的 68.79% 增加到 2023 年的 92.55%。另外，公司调整业务模式，把产销重点集中在阿胶系列产品上，积极探索“阿胶+”和“+阿胶”品类布局，打造竞争壁垒。其他子版块包括药品及保健品、毛驴养殖及销售和其他板块营收额和营收占比逐年下降。

图表 3：东阿阿胶营业收入稳中向好（亿元）



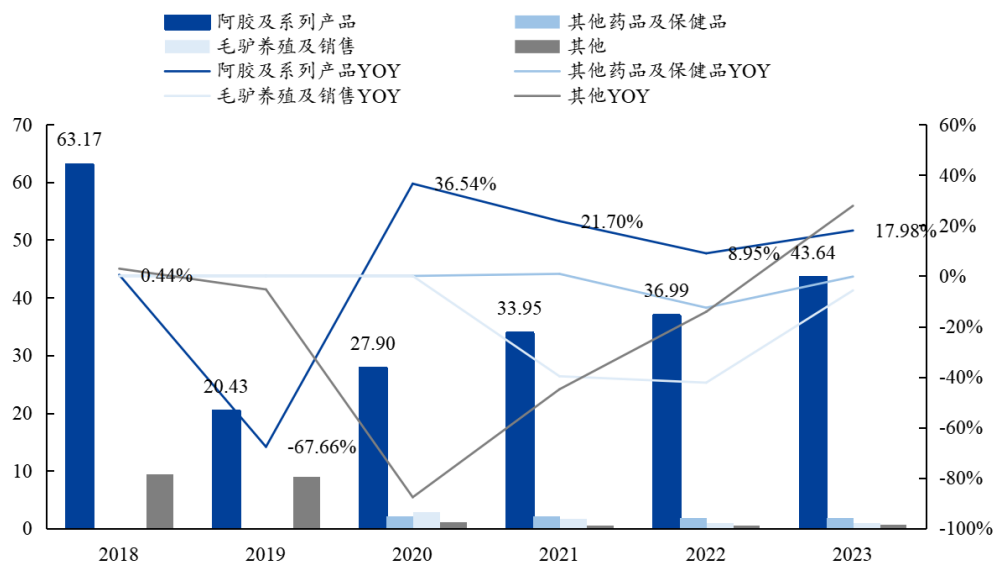
数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 4：东阿阿胶阿胶及系列产品子版块收入占比逐年提高（%）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 5：东阿阿胶各子版块营收（亿元）与增长率（%）

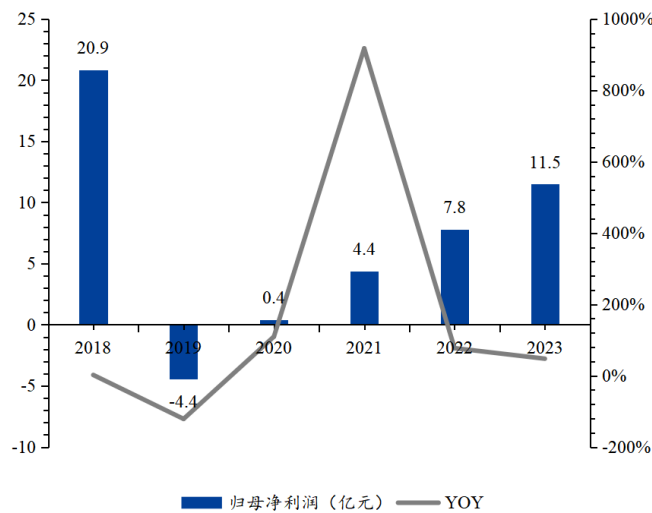


数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.3.2 利润端化繁为简，盈利能力持续增强

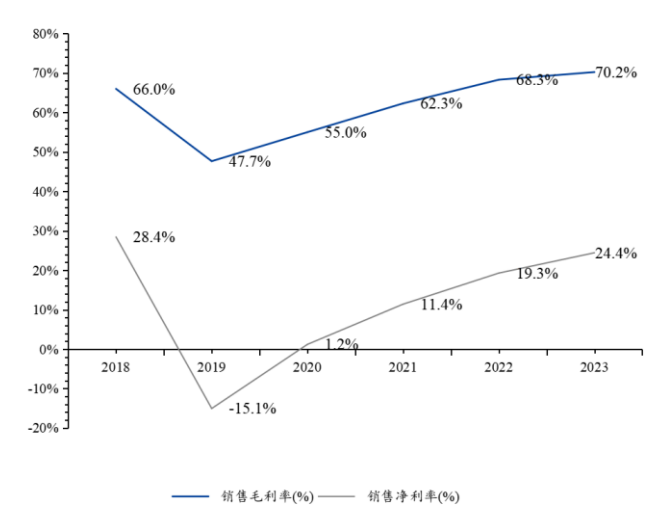
2019 年公司归母净利润亏损 4.44 亿元，同比下降 121.29%。自 2019 年以来，公司归母净利润稳步提高，2020 年扭亏为盈，由 2019 年的-4.44 亿元增长至 2023 年的 11.51 亿元。2023 年公司归母净利润同比增长 47.55%。公司销售毛利率与净利率于 2019 年后触底反弹，持续增长，2023 年二者已分别达到 70.24%和 24.43%。

图表 6：2020 年以来归母净利润逐步修复（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 7：公司销售毛利率与净利率优化 (%)

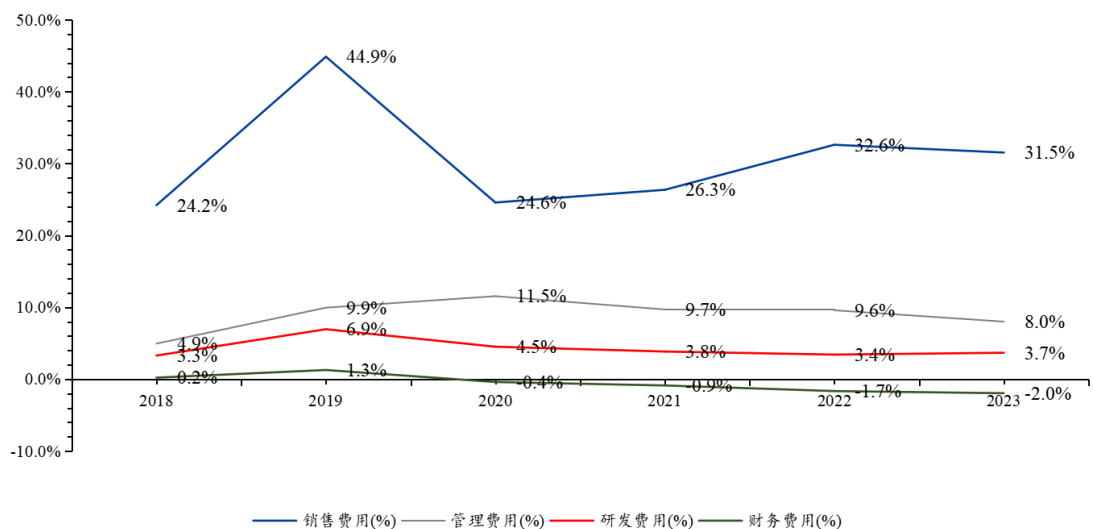


数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.3.3 费用端整体稳定，投入符合公司战略倾向

东阿阿胶三费整体稳定。公司 2023 年销售费用率、管理费用率和财务费用率稳中有降，分别为 31.5%、8%和-2%。研发费用率较 2022 年有所上升达 3.7%。费用变动原因为公司发展策略的调整与运行效率的提高，同时加大循证研究的投入。

图表 8：东阿阿胶三费稳定，销售费用小幅增加，研发费用略有下降（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.4 库存出清，实现供求关系和量价关系向好

根据公司公告，2010 年至今东阿阿胶块出厂价提价 13 次，复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕各提价三次。其中阿胶块最后一次提价为 2018 年，涨幅最高的 2011 年，阿胶块出厂价上涨约为 60%。对于高端滋补品阿胶，适度提价是公司业绩提升的重要驱动因素。2010 年以来，东阿阿胶营收归母净利润持续上涨，直至 2018 年达到顶峰，这与阿胶系列产品的提价密不可分。

图表 9：2010 年以来公司产品提价 13 次

| 时间 | 产品 | 提价幅度 | 当年收入（亿元） | 当年归母净利润（亿元） |
|---------|-------------|--------------|----------|-------------|
| 2010.01 | 阿胶块 | 出厂价上涨 20% | 24.64 | 5.82 |
| 2010.05 | 阿胶块 | 出厂价上涨 5% | 24.64 | 5.82 |
| 2010.10 | 阿胶块 | 出厂价上涨 10% | 24.64 | 5.82 |
| 2011.01 | 阿胶块 | 出厂价上涨不超过 60% | 27.59 | 8.56 |
| 2012.01 | 阿胶块 | 出厂价上涨 10% | 30.56 | 10.40 |
| 2013.07 | 阿胶块 | 出厂价上涨 25% | 40.16 | 12.03 |
| 2014.01 | 阿胶块 | 出厂价上涨 19% | 40.09 | 13.66 |
| 2014.09 | 阿胶块 | 出厂价上涨 53% | 40.09 | 13.66 |
| 2015.04 | 210g 桃花姬阿胶糕 | 出厂价上涨 25% | 54.50 | 16.25 |
| 2015.11 | 阿胶块 | 出厂价上涨 15% | 54.50 | 16.25 |
| 2015.11 | 复方阿胶浆 | 出厂价上涨 15% | 54.50 | 16.25 |
| 2015.11 | 210g 桃花姬阿胶糕 | 出厂价上涨 15% | 54.50 | 16.25 |
| 2016.11 | 阿胶块 | 出厂价上涨 14% | 63.17 | 18.52 |
| 2016.11 | 复方阿胶浆 | 出厂价上涨 28% | 63.17 | 18.52 |
| 2016.11 | 210g 桃花姬阿胶糕 | 出厂价上涨 25% | 63.17 | 18.52 |
| 2017.11 | 阿胶块 | 出厂价上涨 10% | 73.72 | 20.44 |
| 2017.11 | 复方阿胶浆 | 出厂价上涨 5% | 73.72 | 20.44 |
| 2018.12 | 阿胶块 | 出厂价上涨 6% | 73.38 | 20.85 |

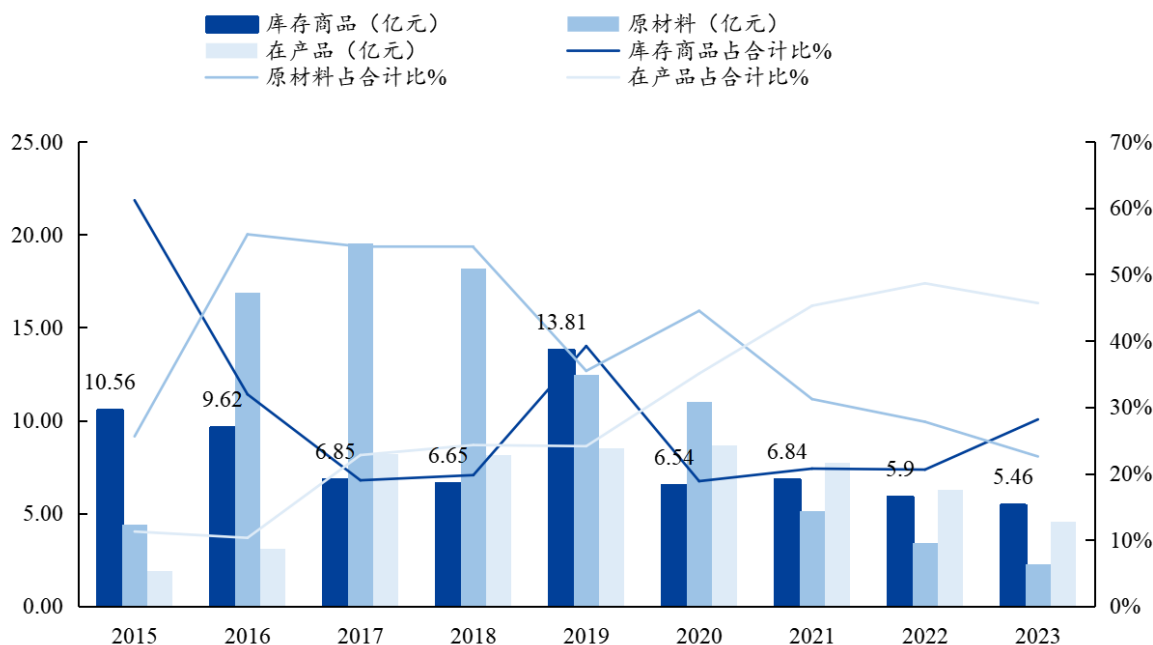
数据来源：公司公告，华福证券研究所

隐患积压终爆发，库存积压与过度提价恶性循环。东阿阿胶的频繁提价以及提价的季节性特征促使经销商集中在四季度前囤货，囤货使得渠道库存积压。经销商往往希望在价格高点销售阿胶，导致流向市场的阿胶量下降。市场上阿胶的供需关系失衡，需求大于供给，使得阿胶迎来新一轮的提价恶性循环。另外，阿胶块保质期为五年甚至更长，这为经销商囤库存带来先天优势。据公司财务数据显示，公司 2019 年的存货为 35.27 亿元，其中库存商品和库存原材料分别为 13.81 和 12.41 亿元，阿胶库存量约为 2768 吨，存货商品创下历史新高。

历经短期阵痛，供需体系重塑。2019 年公司开始清理渠道库存，稳定价格体系。

通过重塑渠道信心，提升品牌势能，加大终端销售力度控制发货，拉动终端纯销至2023年公司产品库存清至合理范围。

图表 10：东阿阿胶库存已逐步清理至合理范围



数据来源：iFinD，华福证券研究所

2 公司布局阿胶系列全产业，价值链延长

阿胶产业链上游为养驴行业，中游为阿胶相关制造业，下游为销售部门。其中驴皮部分来自于国内相关养殖行业，而另一部分则源自进口。国内阿胶产品可细分为药品与食品。

图表 11：阿胶行业上下游产业链完备



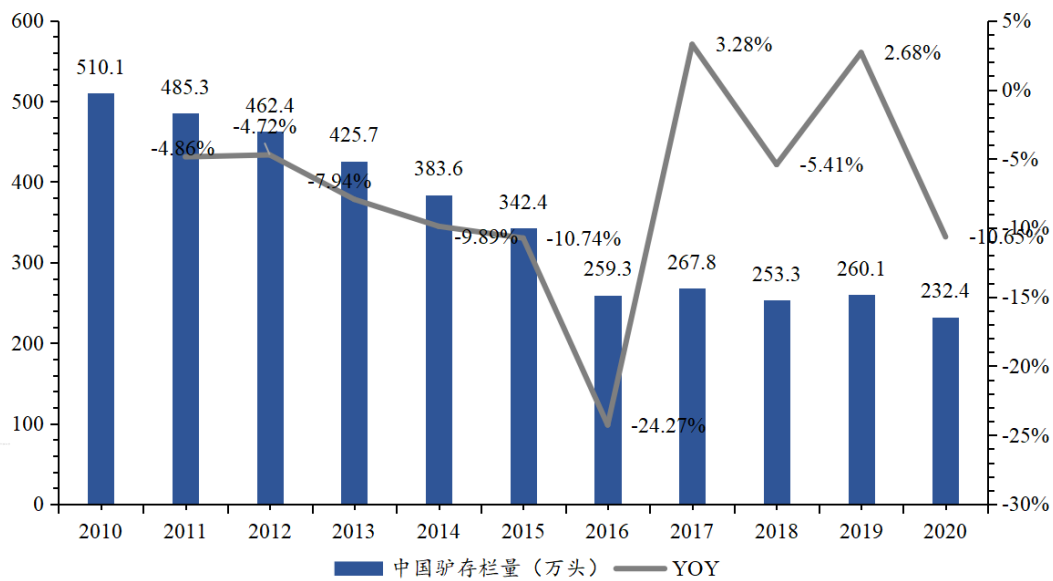
数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

2.1 上游：驴皮本土供应短缺，进口需求巨大

驴皮是生产阿胶的主要原材料，占其原料比例的 98%以上。每生产 1 吨阿胶需要 2 吨驴皮，而每只驴只能产出 1 张驴皮，重量为 3-4 公斤。近年来，从传统役用价值看，我国农业机械化逐渐普及导致毛驴存栏量锐减；从经济价值看，由于毛驴养殖难度大、投资回报周期长、农户缺乏养殖积极性促使毛驴存栏量下降。

根据国家统计局公布的数据显示，近年来我国驴期末存栏量快速下降，2016-2019 年，我国驴存栏量维持在 260 万头左右，2020 年由于部分规模场停产或转产，造成母驴流失严重，驴存栏数量随之下降至 232.4 万头，较 2019 年减少了 27.7 万头。

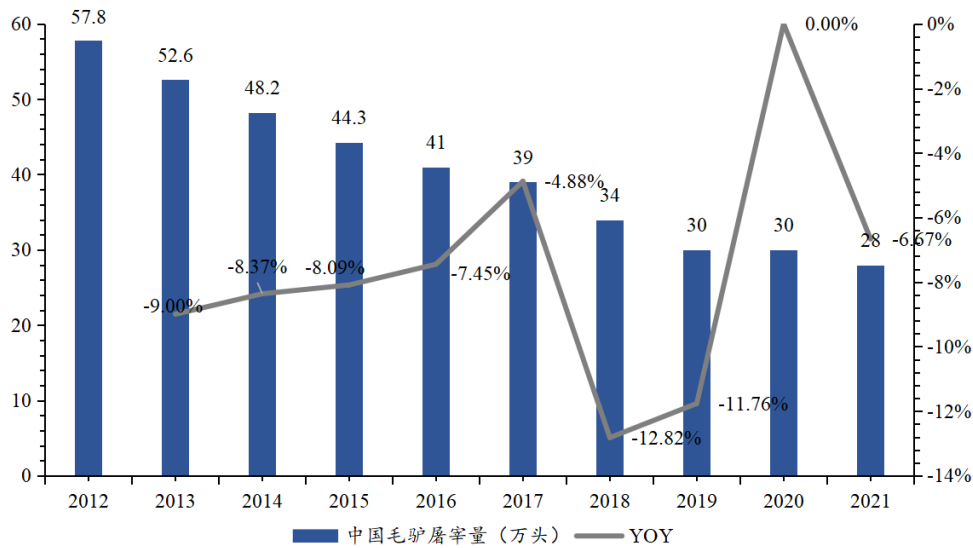
图表 12：中国驴存栏量快速下降（万头）



数据来源：国家统计局，智研咨询，华福证券研究所

近年来，毛驴屠宰量随着驴存栏量的下降而减少，而可作为阿胶原材料的驴皮仅占其中的一部分，驴皮供应较为紧张。2021 年中国毛驴屠宰量仅为 28 万头，较 2012 年减少了 29.8 万头，平均每年下降 7%。

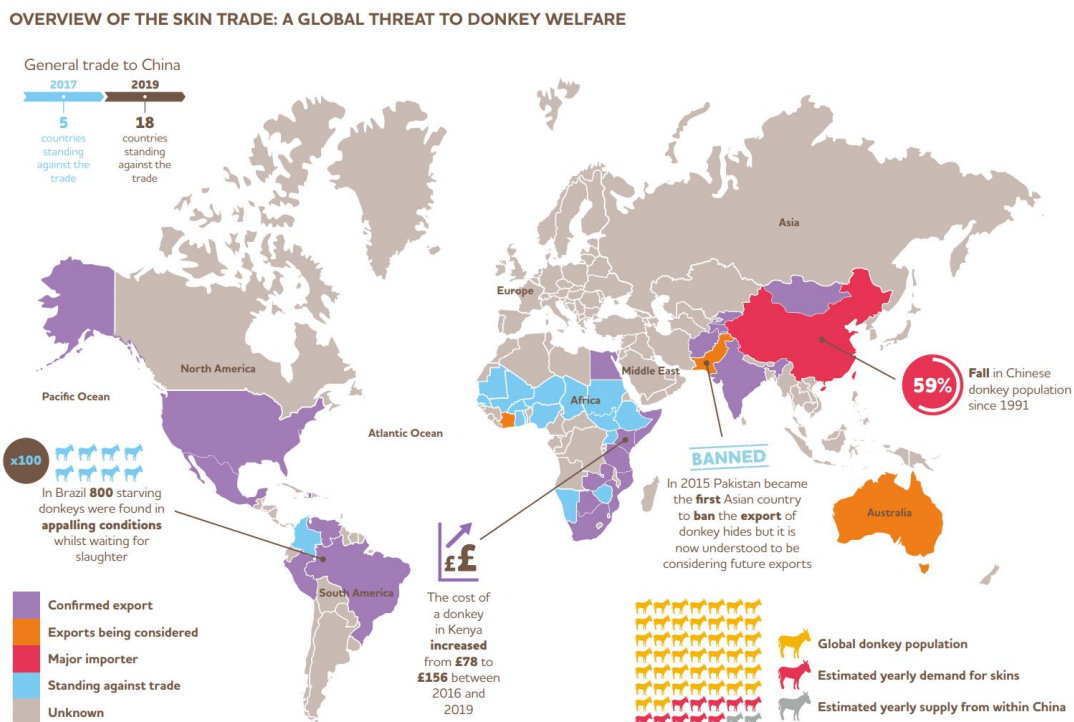
图表 13: 中国驴屠宰量伴随存栏量下降而减少 (万头)



数据来源: 中国畜牧业协会驴业分会, 智研咨询, 华福证券研究所

受中国阿胶行业生产需求的影响, 加之中国本土养殖驴总数的下滑, 中国成为全球驴皮的主要进口国。联合国粮农组织 (FAO) 2021 年 2 月统计显示, 全球驴存栏量约 5058 万头, 比 2011 年增加近 1000 万头。近 10 年间各大洲驴存栏量消长变化明显, 非洲地区全球存栏占比由 26.9% 增加到 61%, 而原存栏量较多的亚洲地区全球存栏占比由 49.4% 下将到 26%, 中国驴皮形成贸易逆差。

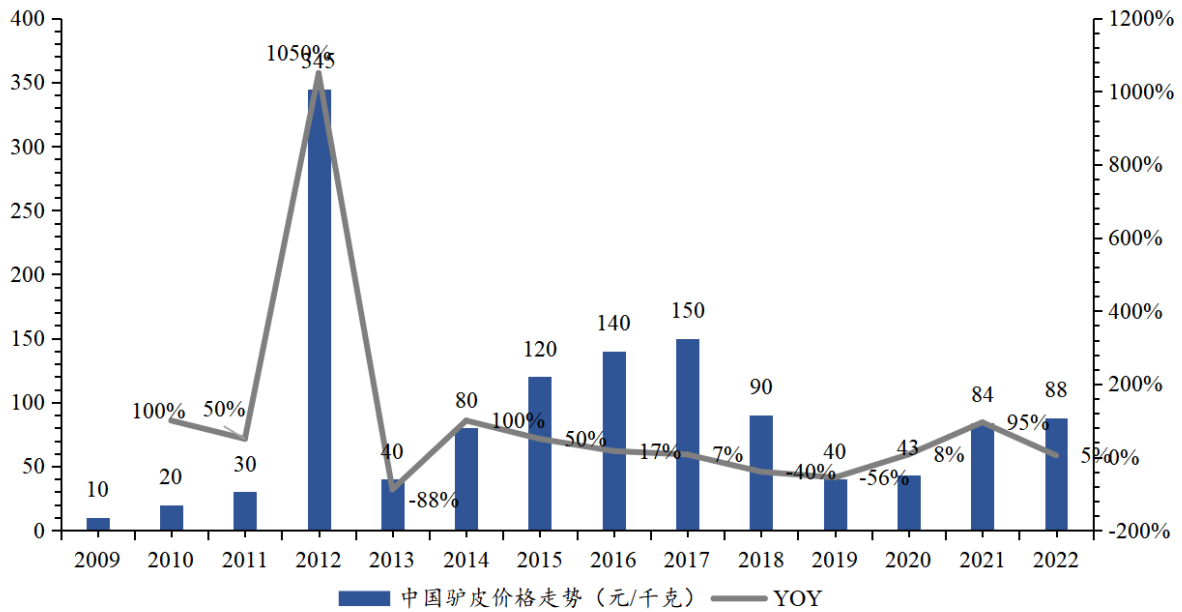
图表 14: 2019 年全球驴皮贸易概况, 中国是全球驴皮主要进口国



数据来源: The Donkey Sanctuary, 华福证券研究所

驴皮价格总体有波动起伏，2012 和 2017 年处于两个波峰端，2017 年后阿胶价格开始下降，2019 年和 2020 年驴皮价格低位徘徊。通过几年调整，阿胶生产、销售逐步恢复良性循环，驴皮、阿胶库存进入合理水平，阿胶生产企业对驴皮的需求增加。2021 年后，驴皮价格始终稳定维持在 90 元左右。

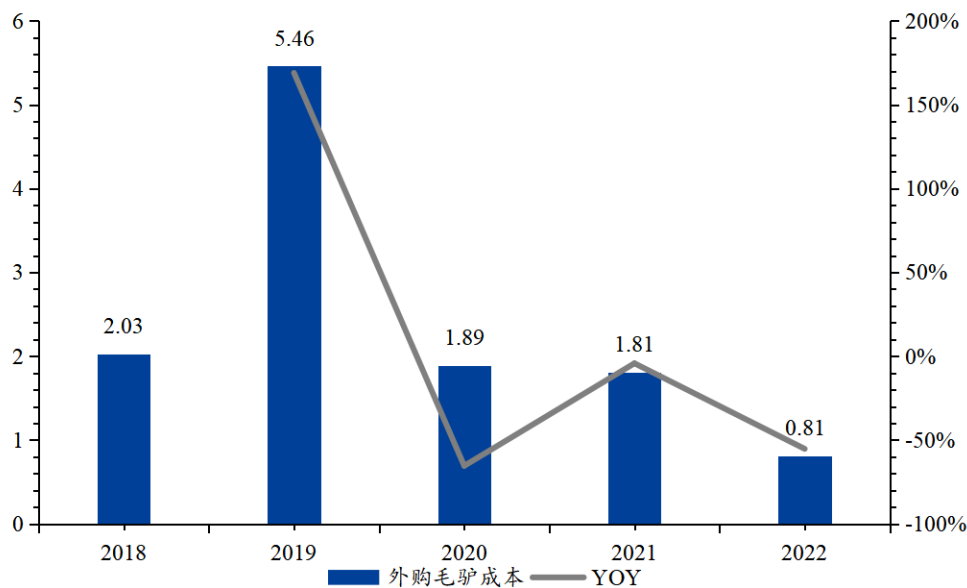
图表 15：中国驴皮价格走势近年趋于稳定（元/千克）



数据来源：华经产业研究院，中国畜牧业协会驴业分会，华福证券研究所

公司驴皮来源和供应稳定，国内外驴皮采购占比基本持平。1.公司产品开发与营销战略从纯阿胶逐步向“阿胶+”和“+阿胶”拓展，弱化了公司对阿胶原材需求量的紧迫性，降低阿胶产品中驴皮使用量的占比。2.驴皮海外进口放开对公司有更多的选择，主要进口来源为欧洲和南美等，提升海外采购量占比来确保原料的供应。3.公司拥有毛驴养殖业务，驴皮储备丰富。

图表 16: 公司外购毛驴成本呈下降趋势 (亿元)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

2.2 中游: 立足阿胶滋补大单品, 外延健康消费品

米内网数据显示, 近年补气补血类中成药在中国零售药店终端的市场规模稳步攀升, 2022 年超过 120 亿元, 城市实体药店是主要销售渠道, 网上药店则快速扩容。城市实体药店补气补血类中成药 2022 年 11 个产品销售额超过 1 亿元, 阿胶以超 50 亿元的销售规模稳居第一, 益安宁丸和复方阿胶浆分别位居第二、三位。

| 排名 | 产品名称 | 销售额 | 国家医保 | 国家基药 | OTC |
|----|----------|-----|------|------|-----|
| 1 | 阿胶 | 51+ | 否 | 否 | 乙类 |
| 2 | 益安宁丸 | 7+ | 否 | 否 | 甲类 |
| 3 | 复方阿胶浆 | 7+ | 乙类 | 否 | 乙类 |
| 4 | 黄芪精 | 5+ | 否 | 否 | 乙类 |
| 5 | 气血康口服液 | <5 | 否 | 否 | 甲类 |
| 6 | 阿胶补血口服液 | <5 | 否否 | 否 | 乙类 |
| 7 | 归脾丸 | <5 | 甲类 | 是 | 乙类 |
| 8 | 黄芪颗粒 | <5 | 乙类 | 否 | 乙类 |
| 9 | 益气养血口服液 | <5 | 否 | 否 | 甲类 |
| 10 | 生脉饮(党参方) | <5 | 乙类 | 是 | 乙类 |
| 11 | 玉屏风颗粒 | <5 | 甲类 | 是 | 甲类 |
| 12 | 当归补血口服液 | <5 | 乙类 | 否 | 甲类 |
| 13 | 生脉饮 | <5 | 甲类 | 是 | 乙类 |
| 14 | 归脾片 | <5 | 乙类 | 否 | 乙类 |
| 15 | 生血宝合剂 | <5 | 甲类 | 是 | 否 |
| 16 | 丹溪玉屏风颗粒 | <5 | 否 | 否 | 甲类 |
| 17 | 龟甲胶 | <5 | 否 | 否 | 甲类 |
| 18 | 补中益气丸 | <5 | 甲类 | 是 | 乙类 |

| | | | | | |
|----|--------|----|----|---|----|
| 19 | 当归补血丸 | <5 | 乙类 | 否 | 甲类 |
| 20 | 石榴补血糖浆 | <5 | 乙类 | 否 | 甲类 |

数据来源：米内网，华福证券研究所

根据智研咨询统计数据，2021 年我国阿胶行业市场规模约 427 亿元，同比 2020 年的 362 亿元增长了 17.96%，预计 2023 年我国阿胶行业市场规模有望达到 585 亿元左右。其中，阿胶食品市场占阿胶市场规模的比重持续增加，预计 2023 年我国阿胶食品市场规模有望达到 440 亿元，占阿胶规模的比重有望扩大至 88% 左右。

2.2.1 东阿阿胶块：滋补国宝，库存出清

阿胶为马科驴属动物驴的皮，经漂泡去毛后熬制而成的胶块。现代医学研究发现，阿胶含有丰富的蛋白质和矿物质，水解后可产生人类需要的多种氨基酸：赖氨酸、甘氨酸、谷氨酸等。药典上记载阿胶“味甘性平，归肺、肝、肾经。补血滋阴，润燥，止血。”适用于血虚萎黄，肌萎无力，虚风内动，眩晕心悸，心烦不眠，肺燥咳嗽，劳嗽咯血，吐血尿血，便血崩漏，妊娠胎漏。

图表 17：东阿阿胶块



数据来源：官方旗舰店，华福证券研究所

阿胶作为滋补类名贵中药材拥有 3000 年的历史，被《神农本草经》列为滋补上品，《本草纲目》称其为补血圣药。1980、1985、1990 年三次荣获国家质量金奖，1991 年荣获长城国际金奖，2015 年荣获全国质量奖。目前，东阿阿胶是 OTC 第一大单品，滋补养生第一品牌。

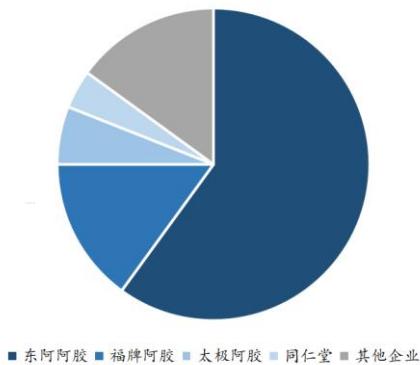
总体来看，阿胶行业生产企业较多，东阿阿胶目前是行业的绝对龙头，且市场占有率呈上升趋势。根据前瞻产业研究院，2021 年东阿阿胶占据超过 60% 市场份额，

其次为福牌阿胶，市场份额占比超过 15%。东阿阿胶和福牌阿胶二者面向的市场人群不同，福牌阿胶由于价格较低市场下沉，东阿阿胶则聚焦高端阿胶市场。太极集团、同仁堂、九芝堂等厂商进入阿胶市场，并凭借性价比进行差异化竞争，以求在市场竞争中站稳脚跟。太极阿胶和同仁堂阿胶合计占据 10%左右份额，剩余市场份额被众多企业瓜分。

根据药通网数据，截至 2023 年 10 月 20 日亳州药市东阿阿胶价格为 2800 元/kg，福牌阿胶价格为 1100 元/kg。在线上零售端，东阿阿胶单价最高，价格为 999 元/250g；福牌阿胶、太极阿胶、同仁堂阿胶的价格分别为 550 元/250g、260 元/250g 和 499 元/250g。

渠道端，阿胶块渠道优化精简，零售端更侧重药店销售，基层动销顺畅。

图表 18：2021 年东阿阿胶在阿胶竞争格局占据绝对优势



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 19：阿胶品牌和价格（元）

| 阿胶品牌 | 线上零售价格（元） |
|------------|-----------|
| 东阿阿胶250g | 999 |
| 福牌阿胶250g | 550 |
| 同仁堂阿胶250g | 499 |
| 太极阿胶250g | 260 |
| 佛慈制药阿胶250g | 241.4 |
| 九芝堂阿胶375g | 429 |

数据来源：天猫官方旗舰店，华福证券研究所

2.2.2 复方阿胶浆：开拓适应症，丰富终端销售渠道

复方阿胶浆主要有效成分包括阿胶、红参、熟地黄、党参和山楂，阿胶性味甘、平，有滋阴补血、安胎的功效。复方阿胶浆功能主治补气养血，用于气血两虚、头晕目眩、心悸失眠、食欲不振及贫血。复方阿胶浆历史悠久，源于明代气血双补第一方《景岳全书》“两仪膏”，传承四百年，为中药独家品种。

图表 21：东阿阿胶桃花姬阿胶糕



数据来源：天猫官方旗舰店，华福证券研究所

营销策略:1.销售渠道拓展：目前桃花姬阿胶糕在山东和北京区域销售收入较高，目前桃花姬作为一个区域性品牌，公司用快消品的思路去打造，实现从区域性品牌到全国性品牌迈进。桃花姬全面布局线上营销渠道、线下商超以及包括医药公司和京东、淘宝等网络销售平台的经销商。

2.全国性品牌运作：在“药品+健康消费品”的双轮驱动模式下，以药品为基石，拓展健康消费品的增量。赋能桃花姬品牌突破发展，将桃花姬深入年轻人语境和消费场景，持续深化品牌价值认同。”

3.多元化营销模式：2023年初与奈雪的茶进行合作，推出联名款奶茶。4月6日官宣明星代言人任嘉伦。桃花姬2023年度合作伙伴大会中，在上海打造“桃颜气色夸夸会”线下快闪店，桃花诗集、体感游戏创意环节，旨在吸引年轻人消费群体。

公司不断向“阿胶+”和“+阿胶”不断延伸，通过品牌唤醒和品牌焕新打造阿胶+和+阿胶产品集群。健康小金条阿胶粉是东阿阿胶于2020年4月发布的全新产品，该产品水溶性更好，更易为人体吸收，不仅增强免疫力的保健功能，还为传统阿胶带来即冲即饮、随时滋补的便捷属性。“阿胶珠”中药饮片是东阿阿胶携手华润三九于2020年8月推出的新品，阿胶珠是道地药材东阿阿胶的升级版，既可单味入药，又可多味配伍使用，服用方便，疗效确切，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、劳嗽咯血、吐血尿血、便血崩漏、妊娠胎漏等。公司除研发出东阿阿胶粉、花简龄、东阿阿胶凝膏、阿胶珠等阿胶类矩阵产品外，还将阿胶与日常

食品结合，推出东阿阿胶酸奶杯、东阿阿胶葛根粉饮、东阿阿胶奶茶杯等跨界新品，助力产品矩阵完善。

图表 22：东阿阿胶粉小金条



数据来源：天猫官方旗舰店，华福证券研究所

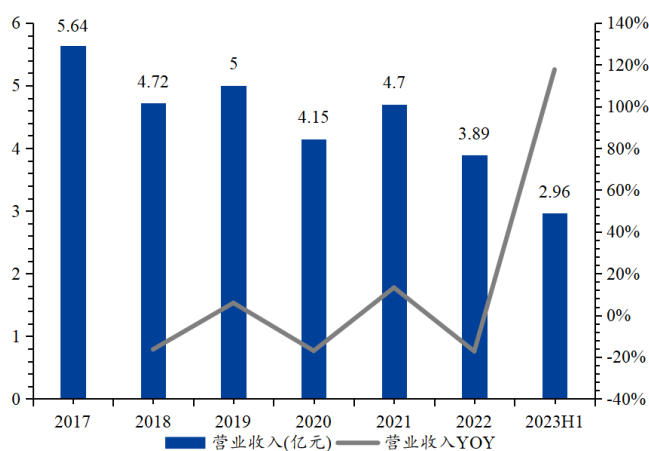
图表 23：东阿阿胶珠



数据来源：公司官网，华福证券研究所

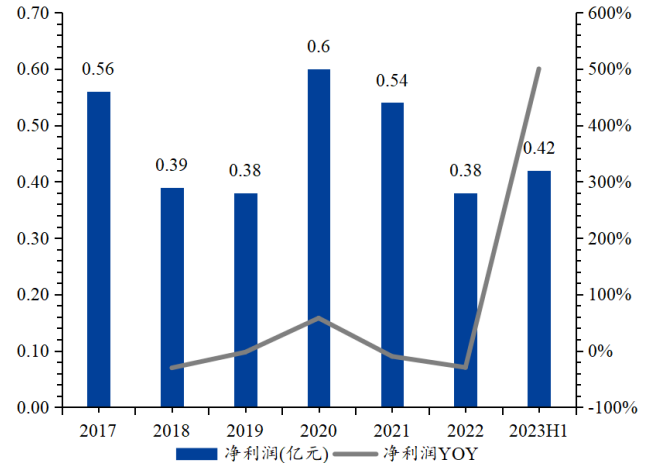
东阿阿胶保健品有限公司负责以桃花姬为代表的东阿阿胶保健品的生产和销售。由于公司对保健产品营销策略和渠道的调整，营业收入和净利波动较大。2022 年保健品子公司营业收入和净利润分别为 3.89 亿元和 0.38 亿元，相较于 2021 年下降 17.23% 和 29.63%。未来随着公司渠道建设完备以及营销策略的优化，公司保健品子公司有望成为东阿阿胶的第二增长曲线。2023 年上半年保健品子公司营业收入和净利润分别为 2.96 亿元和 0.42 亿元，较去年同期实现 117.65% 和 500% 的增长。

图表 24：东阿阿胶保健品有限公司营业收入波动(亿元)



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 25：东阿阿胶保健品有限公司净利润尚存提升空间(亿元)



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2.2.4 男性滋补健康产品：长期销售增长点

男性健康问题普遍存在值得重视，男科保健有望成为新的蓝海市场。根据 Frost &

Sullivan 预测，中国男性健康和保健市场规模预计到 2025 年有望达到 996 亿人民币。目前已上市的滋补补肾中成药包括“肾阴虚”产品和“温补肾阳”产品等，其中肾阴虚包括以仲井、同仁堂、九芝堂等为代表的六味地黄丸，“温补肾阳”的产品包括汇仁肾宝、补肾益寿胶囊等。

东阿阿胶在男科领域布局健脑补肾口服液、健脑补肾丸、海龙胶口服液、龟鹿二仙口服液等产品。健脑补肾口服液/丸可以起到健脑补肾，益气健脾，安神定志作用，用于健忘失眠，头晕目眩，耳鸣心悸，腰膝酸软，神经衰弱。海龙胶口服液，温补肾阳，用于肾阳不足所致的腰酸足软，精神萎靡，面色无华。清朝著名医药学家赵学敏《本草纲目拾遗》中记载：“海龙其性温，味甘，暖水藏，壮阳道，消痰块，入药功力尤倍。”龟鹿二仙口服液，温肾益精，用于久病肾虚，腰膝酸软，遗精阳痿。组方源自《医便》中经典名方龟鹿二仙胶，具有 400 余年应用历史。公司以海龙胶口服液和龟鹿二仙口服液为依托，科学布局男科领域。

图表 26：海龙胶口服液



数据来源：天猫官方旗舰店，华福证券研究所

图表 27：龟鹿二仙口服液



数据来源：天猫官方旗舰店，华福证券研究所

品牌推广：2023 年 6 月 16 日，东阿阿胶在深圳举行“皇家围场”品牌发布会，公司皇家围场主要是鹿茸、鹿血类产品，将作为重点进行推广。公司未来将构建以精品中药顶流产品为核心，健脑、补肾+温补肾阳+温肾益精为护翼的“男性滋补健康”系列产品组合矩阵。2023 年 10 月 19 日，举办滋补健康论坛暨东阿阿胶“皇家围场 1619”品牌战略发布会，达成战略合作，共同推动鹿产业高质量发展。

研发支持：公司积极开展健脑补肾口服液/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，拓展新人群，积极开展适应症拓展研究。

图表 28：公司男科产品的的学术支持

| 产品 | 首次公示时间 | 临床试验 |
|-----------|----------|--|
| 龟鹿二仙口服液 | 20180110 | 龟鹿二仙口服液治疗遗精（肾阳虚证）的II期临床试验：以五子衍宗口服液和安慰剂为对照，初步评价龟鹿二仙口服液治疗遗精（肾阳虚证）的有效性与安全性 |
| 龟鹿二仙口服液 | 20180109 | 龟鹿二仙口服液治疗心理性勃起功能障碍（肾阳虚证）II期临床试验：以五子衍宗口服液和安慰剂为对照，初步评价龟鹿二仙口服液治疗心理性勃起功能障碍（肾阳虚证）的有效性与安全性 |
| 健脑补肾口服液/丸 | / | 健脑补肾丸、健脑补肾口服液对认知功能障碍的疗效研究 |

数据来源：CDE，公司公告，华福证券研究所

2.3 下游：从区域到全国，线上线下渠道双轮驱动

东阿阿胶立足山东，布局全国。公司现拥有旗舰店及直营店共计 33 家，主要从事医药类、保健类产品营销和体验式服务。以 3200 个阿胶经典验方以及中医专家资源为依托，以东阿阿胶直营店及全国各大药房、医院、医馆为平台，为消费者提供个性化的健康解决方案。

启动春雷行动，重塑“营”与“销”协同作战新模式，重新构建核心驱动器——市场与品牌作为营销中枢。同时，区分不同客户和产品属性，对销售组织进行重塑，成立药品中心、健康消费品中心以及新零售中心，触达 B 端和 C 端，设立了不同团队承载双轮驱动业务模式，最终在市场与品牌部这样的一个有机的营销中心引领下，实现相互结合，相互赋能。

渠道端提高线上业务占比。对于线上业务，公司成立了新零售中心，未来不断提升线上业务占比。首先，除了传统电商渠道，公司将更多布局兴趣电商，新产品会选择线上渠道做测试，围绕 C 端进行更多产品以及品牌推广测试。在做到精准投放后，转化率会保持高位，这就是东阿阿胶的护城河和品牌势能。其次，品牌焕新将通过更多的核心技术与年轻人所在的渠道沟通。公司线下的工业旅游成为了网红打卡地，可以把它链接到线上，变成数字化的传播基地。公司将不断提升线上市场份额以及业务比例，同时也将持续强化线上专业业务人员的组织能力提升。

3 股权激励彰显公司发展信心

2024 年 1 月 2 日，东阿阿胶公布一项股权激励计划《东阿阿胶股份有限公司第一期限制性股票激励计划（草案）》，以 24.98 元的价格拟向激励对象授予不超过 151 万股限制性股票，占公司股本总额 64,398 万股的 0.23%。激励对象为公司董事、高管、中层管理人员以及核心骨干，公司设立了严格的业绩考核条件，对公司盈利能力做出明确要求。

公司的业绩考核目标为：2024/2025/2026 年的净资产收益率不低于 10.00%/10.50%/11.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；以 2022 年基准，2024/2025/2026 年的归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2024/2025/2026 年的营业利润率不低于 23.00%/23.50%/24.00%。

图表 29：公司股权激励目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|----------|--|
| 第一个解除限售期 | 1、2024 年净资产收益率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2、以 2022 年基准，2024 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；3、2024 年营业利润率不低于 23.00%。 |
| 第二个解除限售期 | 1、2025 年净资产收益率不低于 10.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2、以 2022 年基准，2025 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 5 分位值水平；3、2025 年营业利润率不低于 23.50% |
| 第三个解除限售期 | 1、2026 年净资产收益率不低于 11.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2、以 2022 年基准，2026 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；3、2026 年营业利润率不低于 24.00% |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

变量一：阿胶及系列产品：

1. 阿胶块：公司立足阿胶块“滋补国宝”品牌定位，提升品牌势能；聚焦核心资源，渠道精简瘦身，渠道实施白名单，提升客户粘性；构建合理有序的供需与量价关系，促进终端纯销持续增量。

2. 复方阿胶浆：复方阿胶浆积极进行高水平循证证据打造，拓展新适应症。从院内端看，复方阿胶浆立足医保支付政策放宽，积极开拓院内市场；零售端精准营销，填补终端市场空白。

3. 桃花姬阿胶糕与小金条阿胶粉：桃花姬阿胶糕未来有望走出区域性品牌，公司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。阿胶粉是公司向“阿胶+”和“+阿胶”不断延伸的成果，走向年轻消费者。

总体看，我们预计公司 2024-2026 年阿胶及系列产品收入增速分别为 17.37%/17.73%/17.13%；预计毛利率稳中有升，2024-2026 年公司阿胶系列产品毛利率分别为 72.50%/72.60%/72.70%。

变量二：其他药品及保健品：公司保健品以男科滋补健康产品为主，目前仍处于早期市场开拓阶段，预计营收加速增长。我们预计公司 2024-2026 年其他药品及保健品收入增速分别为 20.00%/21.00%/22.00%。

变量三：费用率：2023 年以来，公司立足品牌优势，完善营销体系，线上线下双重渠道销售发力。复方阿胶浆有望在医疗市场实现突破并在终端药店及电商端开展系统品牌运作；以桃花姬阿胶糕为代表的健康消费品加大营销力度，打造公司第二增长曲线。我们假设 2024-2026 年公司销售费用率在 2023 年高基数前提下，保持高水平略有下降为 31.00%/30.90%/30.80%。公司发展策略重心向研发端倾斜，着力提升研发创新能力。我们假设 2024-2026 年研发费用为 3.70%/3.75%/3.80%。其余费用率较为稳定，管理费用率为 7.98%/7.95%/7.92%，财务费用率为 -2.86%/-2.93%/-3.07%。

图表 30：东阿阿胶盈利预测

| | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | | 4,041.82 | 4,715.27 | 5,522.67 | 6,494.30 | 7,608.94 |
| yoy | | 5.01% | 16.66% | 17.12% | 17.59% | 17.16% |
| 毛利率 | | 68.30% | 70.24% | 70.42% | 70.55% | 70.64% |
| 按业务划分 | | | | | | |
| 阿胶及系列产品 | 收入 | 3698.91 | 4364.15 | 5122.27 | 6030.48 | 7063.64 |
| | yoy | 8.95% | 17.98% | 17.37% | 17.73% | 17.13% |
| | 毛利率 | 73.16% | 72.37% | 72.50% | 72.60% | 72.70% |
| 其他药品及保健品 | 收入 | 187.24 | 186.77 | 224.12 | 271.19 | 330.85 |
| | yoy | -12.57% | -0.25% | 20.00% | 21.00% | 22.00% |
| 毛驴养殖及销售 | 收入 | 103.14 | 97.27 | 92.41 | 87.79 | 83.40 |
| | yoy | -42.26% | -5.69% | -5.00% | -5.00% | -5.00% |
| 其他 | 收入 | 52.52 | 67.10 | 83.88 | 104.84 | 131.05 |
| | yoy | -14.18% | 27.76% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测

4.2 估值与投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 55.23/64.94/76.09 亿元，收入增速为 17%/18%/17%。2024/2025/2026 年归母净利润分别为 13.90/16.73/19.68 亿元，增速为 21%/20%/18%。我们选取与东阿阿胶同样历史悠久、布局中成药 OTC 的品牌中药公司作为可比公司，包括：云南白药、片仔癀、同仁堂、广誉远、马应龙等。

东阿阿胶以药品和健康消费品双轮驱动为引领，通过创新发展稳固滋补第一品牌的龙头地位。通过夯实阿胶块品类龙头地位，复方阿胶浆的 OTC 补气补血的品类领导地位，桃花姬阿胶糕的第一品牌地位，成为消费者最信赖的滋补行业的引领者。我们采用调整后可比公司平均 PE 估值方法，给予公司 2024 年 35PE，市值为 486.63 亿，目标价格为 75.56 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 31：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|------------------|------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600436.SH | 片仔癀 | 1,372.9 | 29.9 | 35.4 | 42.3 | 45.9 | 38.7 | 32.5 |
| 600085.SH | 同仁堂 | 572.9 | 18.1 | 19.7 | 22.9 | 31.7 | 29.1 | 25.1 |
| 000538.SZ | 云南白药 | 1,007.5 | 46.2 | 46.8 | 51.3 | 21.8 | 21.5 | 19.6 |
| 600993.SH | 马应龙 | 110.7 | 5.2 | 5.8 | 6.8 | 21.3 | 19.2 | 16.2 |
| 600771.SH | 广誉远 | 117.1 | 1.1 | 1.5 | 2.1 | 107.4 | 77.5 | 56.8 |
| 可比公司平均值 (调整后) | | | | | | 33.1 | 29.8 | 25.7 |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 435.5 | 13.9 | 16.7 | 19.7 | 31.3 | 26.0 | 22.1 |

数据来源：iFinD，华福证券研究所(注：可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期，数据截止 2024/04/18;调整后平均 PE:去掉一个最高值、去掉一个最低值)

5 风险提示

产品价格波动风险：公司将构建合理有序的供需关系，完善价格体系治理作为长期增长目标。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。

阿胶系列产品市场竞争风险：公司阿胶系列产品在国内处于第一品牌的龙头地位，但仍存在较多竞争企业。若公司竞争者存在低价竞争等营销手段或持续推出新产品等，阿胶系列产品存在市场竞争风险。

渠道开拓不及预期风险：公司持续加大营销投入进行新兴渠道拓展，若销售渠道拓展不及预期将影响公司产品的终端动销以及库存管控。

原材料驴皮等价格波动风险：公司驴皮原料来源国内和海外供给，疫后随着海外原料进口的放开，价格波动较大。中药材的价格将直接影响公司产品的成本并表现在价格端，对公司的业绩有较大影响。



分析师声明

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。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|--|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn