

东阿阿胶 (000423.SZ)

“药品+健康消费品”双轮驱动，滋补品牌焕新生

2024 年 12 月 13 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

巢舒然（联系人）

yuruyi@kysec.cn

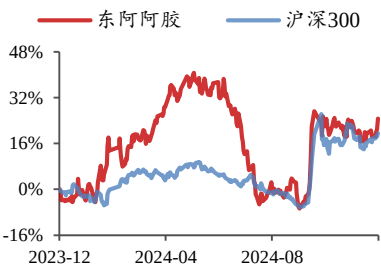
chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123110015

日期	2024/12/12
当前股价(元)	60.48
一年最高最低(元)	72.91/44.62
总市值(亿元)	389.48
流通市值(亿元)	389.48
总股本(亿股)	6.44
流通股本(亿股)	6.44
近 3 个月换手率(%)	74.09

股价走势图



数据来源：聚源

● 质量为基坚定创新，滋补养生第一品牌

公司前身山东东阿阿胶厂于 1952 年建厂，1993 年成立山东东阿阿胶（集团）股份有限公司，1996 年在深交所挂牌上市，随后 2005 年加入华润（集团）有限公司。公司主要从事阿胶及系列中成药、保健食品的研发、生产和销售，主要产品有阿胶系列及“皇家围场 1619”。我们看好公司“药品+健康消费品”双轮驱动的增长模式，品牌优势有望赋能营销助力长期发展，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 14.23/17.19/20.87 亿元，EPS 为 2.21/2.67/3.24 元，当前股价对应 PE 为 27.4/22.7/18.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 聚焦阿胶产业，“药品+健康消费品”双轮驱动发展

公司以阿胶及系列产品为发展基石，（1）**阿胶块**：2010-2018 年间由于国内驴皮资源日趋紧张，原料收购价格不断上涨，公司对于阿胶块等核心产品多次进行提价。伴随驴皮进口渠道的开放，国内驴皮价格回归理性，公司 2019 年起积极推动去库存举措，截至 2024H1 公司原材料、在产品和库存商品均已回归健康水平，同时全产业链和“国内+国外”双渠道布局有利于保障驴皮原材料供应，助力经营业绩稳健提升，巩固阿胶市场领先地位。（2）**复方阿胶浆**：是具备医保双跨资质的独家产品，2023 年医保取消支付限制，伴随着在肿瘤科、妇产科等科室的临床研究的持续进行，学术成果在 HCP 端/C 端的转化得以强化，院内销售体量有望得到进一步提高，未来学术和零售端有望相互协同赋能。（3）**健康消费品**：以“桃花姬”阿胶糕和阿胶速溶粉为主，从重滋补到轻养生延展，打造特色“阿胶+”和“+阿胶”系列产品，多元化消费场景，助力品牌年轻化。

● 开拓男性滋补新赛道，打造第二成长曲线

公司以“皇家围场 1619”布局男性滋补品新赛道，旗下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，同时注重政产学研”高效协同，产业链创新融合，激活鹿产业发展新质生产力，打造第二成长曲线。

● 风险提示：市场竞争加剧、原材料价格波动、产品销售不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,042	4,715	5,627	6,693	7,876
YOY(%)	5.0	16.7	19.3	19.0	17.7
归母净利润(百万元)	780	1,151	1,423	1,719	2,087
YOY(%)	77.1	47.5	23.7	20.8	21.4
毛利率(%)	68.3	70.2	71.1	71.4	71.6
净利率(%)	19.3	24.4	25.3	25.7	26.5
ROE(%)	7.5	10.7	12.8	14.2	15.5
EPS(摊薄/元)	1.21	1.79	2.21	2.67	3.24
P/E(倍)	49.9	33.8	27.4	22.7	18.7
P/B(倍)	3.8	3.6	3.5	3.2	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、东阿阿胶：质量为基坚定创新，滋补养生第一品牌.....	4
1.1、股权结构稳定，组织结构优化	4
1.2、重视股东收益，激励计划促发展	6
1.3、经营业绩稳健提升，盈利能力持续优化.....	7
2、聚焦阿胶产业，“药品+健康消费品”双轮驱动发展	9
2.1、阿胶及系列产品：全产业链布局，话语权渐提升.....	9
2.1.1、阿胶块：库存水平健康，市场份额领先.....	11
2.1.2、复方阿胶浆：深化大品种战略，学术引领赋能.....	14
2.1.3、健康消费品：丰富阿胶产品矩阵，多元化消费场景.....	15
2.2、皇家围场 1619：开拓男性滋补新赛道，打造第二成长曲线.....	16
3、盈利预测与投资建议	17
3.1、关键假设	17
3.2、盈利预测与估值	18
4、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

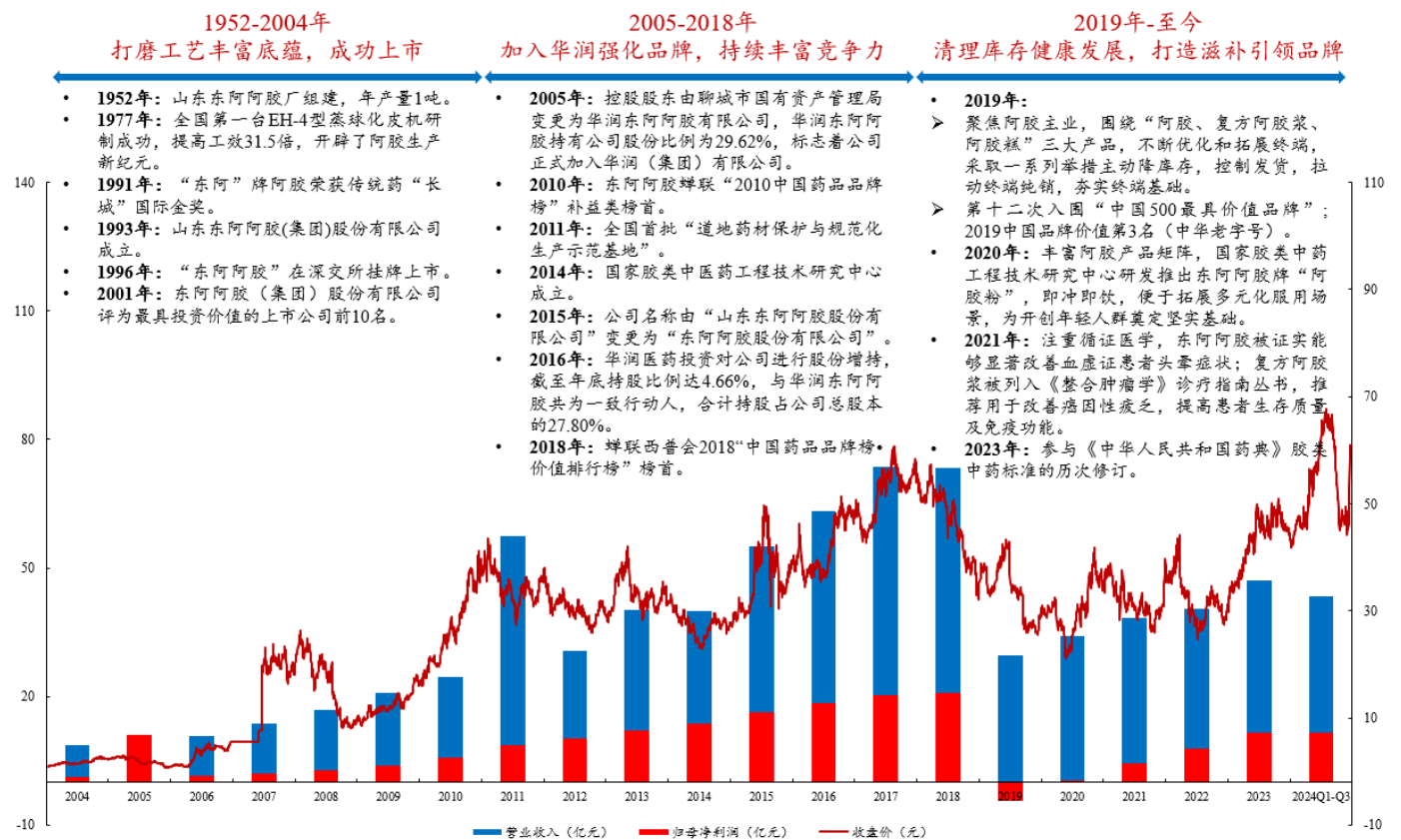
图 1：阿胶产品丰富且品牌影响力持续扩大，力争成为大众最信赖的滋补健康引领者	4
图 2：截至 2024Q3，华润东阿阿胶有限公司持股 23.50%	5
图 3：2022 年公司大幅优化精简人员配置（单位：人）	5
图 4：2019-2023 年公司人均创收、人均创利稳步提升	5
图 5：2020-2023 年公司现金分红比例稳定维持较高水平	6
图 6：2019-2023 年公司股息率持续提升	6
图 7：2019-2023 年公司营业收入稳健增长	7
图 8：2019-2023 年公司归母净利润稳步提升	7
图 9：2019-2023 年公司存货周转天数逐渐缩短	7
图 10：2019-2023 年公司应收账款周转天数逐渐缩短	7
图 11：2020-2023 年阿胶及系列产品营业收入稳健增长.....	8
图 12：2020-2023 年阿胶及系列产品毛利率逐步提升	8
图 13：2019-2023 年公司毛利率持续增长	8
图 14：2020-2023 年公司销售费用率略有提升	8
图 15：2020 年以来补血用中药市场规模持续扩大.....	10
图 16：2023 年公司占阿胶类补血中药市场规模的 49%	10
图 17：2023 年公司医药工业库存已降至健康水平.....	11
图 18：2023 年公司阿胶块市场份额领先（单位：亿元）	11
图 19：国内驴期末存栏量基本呈逐年下滑态势.....	12
图 20：2018-2023 年海外马科动物皮进口量波动较大	12
图 21：2018 年国内驴皮价格大幅下降	13
图 22：近年来公司原材料等存货逐渐下降（单位：亿元）	13
图 23：2023 年复方阿胶浆销售额突破 15 亿元.....	15
图 24：2024 年初再与奈雪合作“阿胶奶茶”创新营销.....	16
图 25：公司持续丰富“+阿胶”系列产品，多元消费场景	16

表 1：推出第一期限制性股票激励计划，有助于激发员工热情，赋能快速发展	6
表 2：公司阿胶类产品丰富多样，涉及药品、滋补品等多个领域	9
表 3：2023 年阿胶类产品在中国公立医疗机构终端补血中成药市场地位有待提升	10
表 4：公司的阿胶块产品相对市场上其他产品价格较高	12
表 5：2010-2018 年间公司多次上调阿胶及系列产品的出厂价	13
表 6：复方阿胶浆医学循证持续补充，临床应用待挖掘	14
表 7：复方阿胶浆日服用金额不到 30 元	14
表 8：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	17
表 9：对比可比公司，公司估值合理	18

1、东阿阿胶：质量为基坚定创新，滋补养生第一品牌

夯质量，塑品牌，争做大众最信赖的滋补健康引领者。公司前身山东东阿阿胶厂于1952年建厂，1993年成立山东东阿阿胶（集团）股份有限公司，1996年在深交所挂牌上市，随后2005年加入华润（集团）有限公司。公司主要从事阿胶及系列中成药、保健食品的研发、生产和销售，主要产品有阿胶系列及“皇家围场1619”，其中阿胶系列产品涵盖阿胶块、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕以及阿胶速溶粉；“皇家围场1619”则战略布局男士滋补健康新赛道，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。此外，公司曾牵头制定《阿胶糕》行业标准，填补行业标准空白；参与《中华人民共和国药典》胶类中药标准的历次修订，彰显公司作为阿胶行业标准制定引领者、滋补健康引领者的地位。

图1：阿胶产品丰富且品牌影响力持续扩大，力争成为大众最信赖的滋补健康引领者

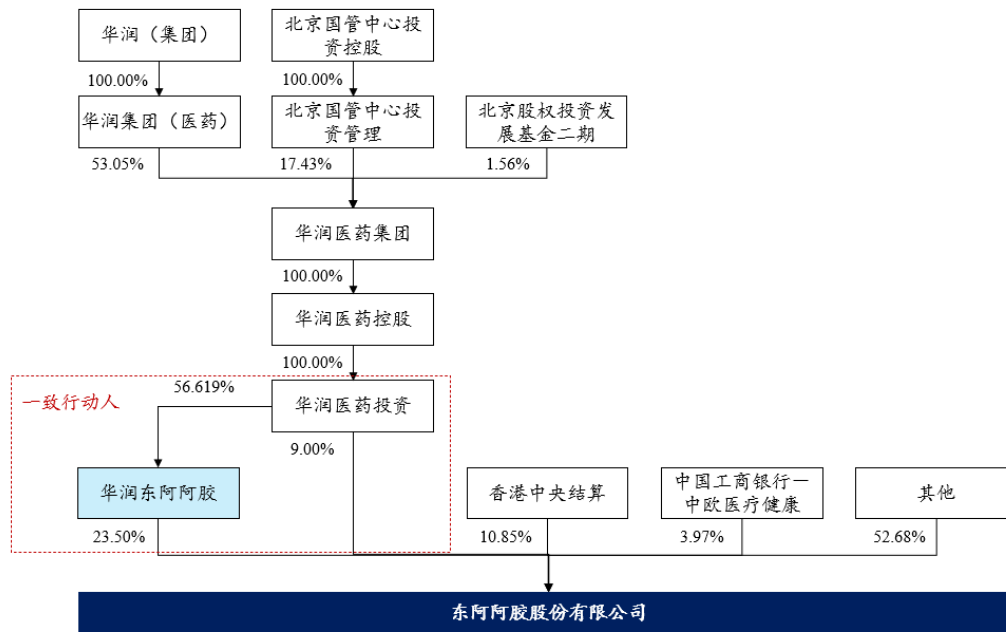


资料来源：公司官网、公司公告、Wind、开源证券研究所（左轴为财务数据，右轴为收盘价）

1.1、股权结构稳定，组织结构优化

股权结构稳定，央企背景助力高质量发展。截至2024Q3，国有法人股股东华润东阿阿胶有限公司为公司第一大股东，持股23.50%；与华润医药投资有限公司为一致行动人，共持有公司总股本的32.50%，实控人为国务院国资委。我们认为，央企背景有助于公司集中资源，保障生产质量的同时进一步提升企业发展速度、扩展品牌影响力，同时华润系领导的加入赋能公司管理进一步优化。

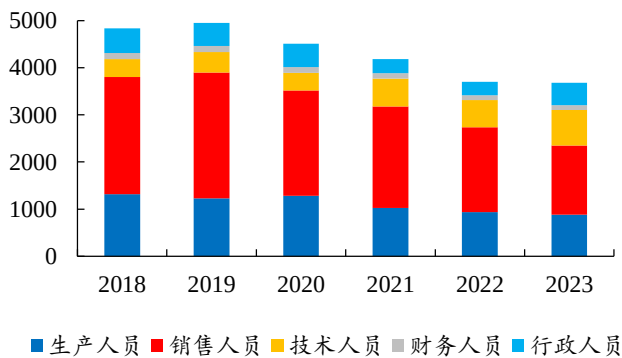
图2：截至 2024Q3，华润东阿阿胶有限公司持股 23.50%



资料来源：公司公告、天眼查、开源证券研究所

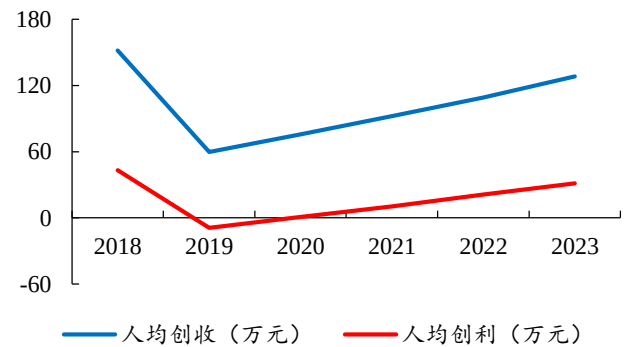
组织调整大跨步，优化精简人员配置。据公司公开交流披露，2022 年是公司七十年以来最大范围的组织调整，整合压缩组织 39 个，优化精简人员超过 700 人，干部队伍整体变动率达到 60%以上，实现全年劳动生产率提升 43%，收入分配改革覆盖率达到 51%。通过绩效考核以及薪酬改革，激发队伍活力、全面提升组织效能，具体来看 2019-2023 年公司人均创收从 59.75 万元逐年提升至 128.20 万元，人均创利从-8.96 万元提升至 31.29 万元。

图3：2022 年公司大幅优化精简人员配置（单位：人）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2019-2023 年公司人均创收、人均创利稳步提升

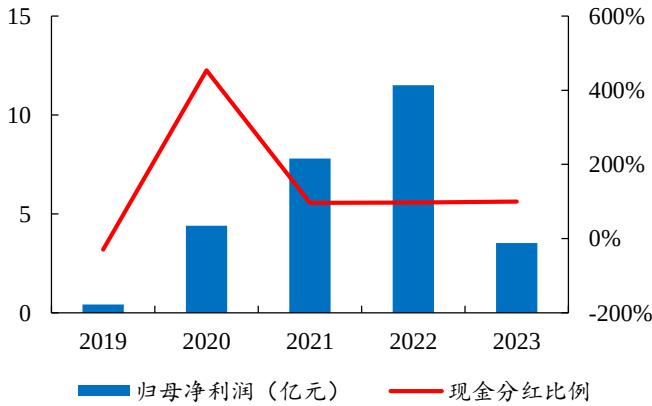


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、重视股东收益，激励计划促发展

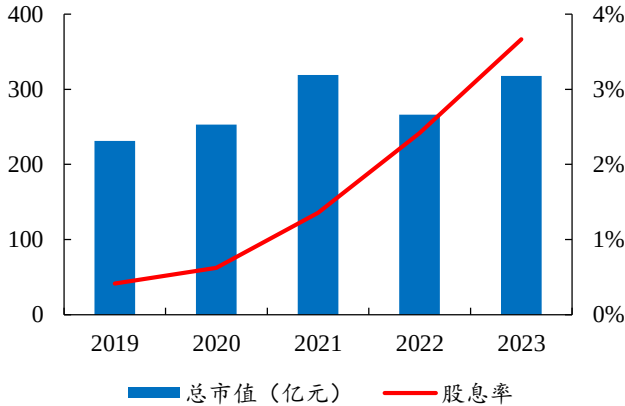
现金分红比例与股息率稳中有升，持续回馈股东。自上市以来，公司共计分红 25 次（截至 2023 财年），平均分红比例高达 64.38%，累计分红总额 77.32 亿元人民币。其中，2020 年达到史上最高分红比例 453.25%，随后恢复平稳增长，2021-2023 年现金分红比例由 96.52% 增至 99.60%，且 2023 年分红额度首次突破 10 亿元，共计 11.46 亿元；2024H1 公司启动历史首次中期分红，分红比例为 99.77%。与此同时，2019 年以来公司股息率持续增长，2019-2023 年由 0.42% 增至 3.66%。

图5：2020-2023 年公司现金分红比例稳定维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019-2023 年公司股息率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

推出第一期限限制性股票激励计划，提升凝聚力促发展。2024 年 1 月公司推出激励计划草案，拟授予共计 185 名激励对象，不超过 151.2332 万股限制性股票，占公司股本总额 64,397.6824 万股的 0.2348%。其中首次授予 134.2717 万股，占本次授予权益总额的 88.7845%。我们认为此次激励计划的推出，有助于帮助管理层平衡短期目标与长期目标，兼顾公司长期利益和近期利益，促进公司稳定发展，同时充分调动公司核心管理团队以及业务骨干的主动性和创造性，实现股东、公司和激励对象各方利益的一致，努力为股东带来更为持久、丰厚的回报。

表1：推出第一期限限制性股票激励计划，有助于激发员工热情，赋能快速发展

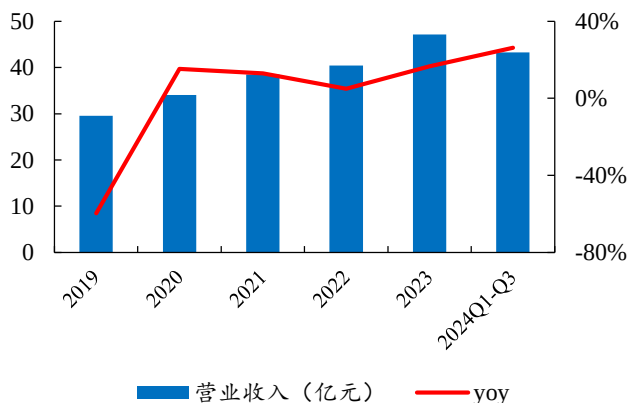
解除禁售期	考核年度	公司业绩考核目标	可解除禁售比例
第一期	2024 年	1、2024 年净资产收益率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2、以 2022 年基准，2024 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；3、2024 年营业利润率不低于 23.00%。	33%
第二期	2025 年	1、2025 年净资产收益率不低于 10.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2、以 2022 年基准，2025 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；3、2024 年营业利润率不低于 23.50%。	33%
第三期	2026 年	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、2024 年营业利润率不低于 24.00%。	34%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、经营业绩稳健提升，盈利能力持续优化

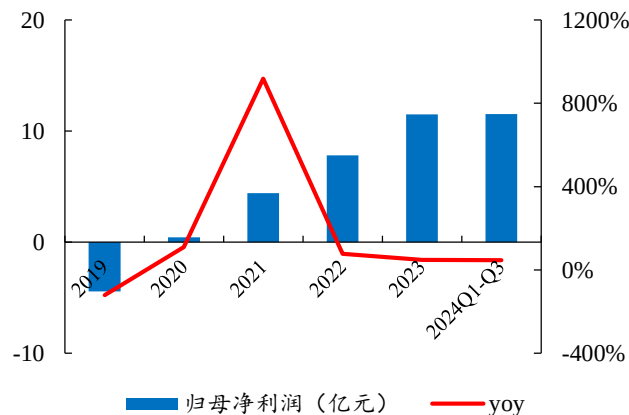
持续高质量发展，推动营收利润稳步增长。2019-2023 年，公司营业收入由 29.59 亿元增至 47.15 亿元，CAGR 为 12.35%；归母净利润由-4.44 亿元增至 11.51 亿元，主要得益于 2019 年公司积极调整营销策略，探索并实践新营销模式；同时主动降库存，控制发货，拉动终端纯销，夯实终端基础，2019-2023 年公司存货周转天数、应收帐转周转天数持续缩短，促使近几年公司经营业绩稳健提升。2024Q1-Q3 公司实现营业收入 43.29 亿元，同比增长 26.28%；归母净利润 11.52 亿元，同比增长 47.00%。

图7：2019-2023 年公司营业收入稳健增长



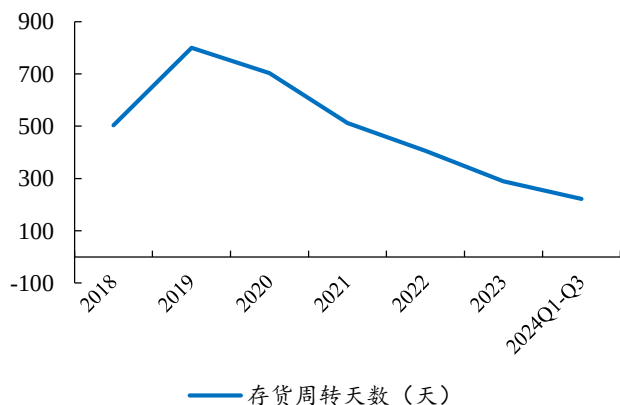
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019-2023 年公司归母净利润稳步提升



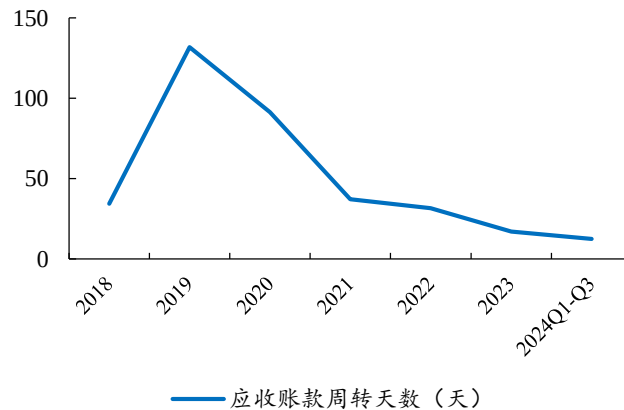
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019-2023 年公司存货周转天数逐渐缩短



数据来源：Wind、开源证券研究所

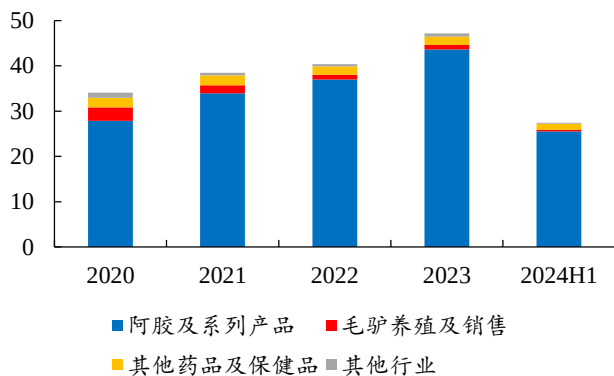
图10：2019-2023 年公司应收账款周转天数逐渐缩短



数据来源：Wind、开源证券研究所

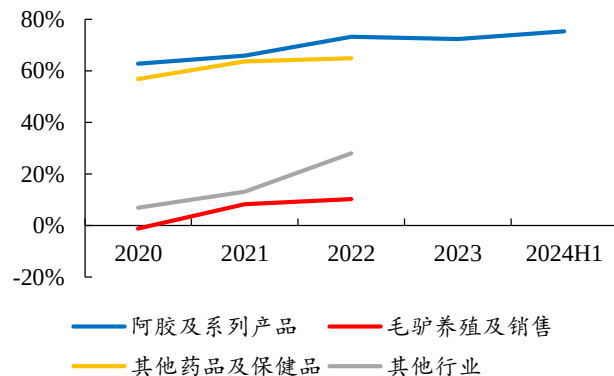
分产品类别来看，阿胶及系列产品为重点创收产品。2020-2023 年，阿胶及系列产品营收由 27.90 亿元增至 43.64 亿元，占营业收入的比重由 81.82% 提升至 92.55%；而除阿胶以外的其他业务营收体量均呈现一定的收缩态势，其中毛驴养殖及销售营收由 2.96 亿元降至 0.97 亿元，其他药品及保健品营收由 2.12 亿元降至 1.87 亿元，其他行业营收由 1.11 亿元降至 0.67 亿元。与此同时，2020-2023 年公司阿胶及系列产品毛利率逐年提升，由 62.74% 提升至 72.37%。

图11：2020-2023 年阿胶及系列产品营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

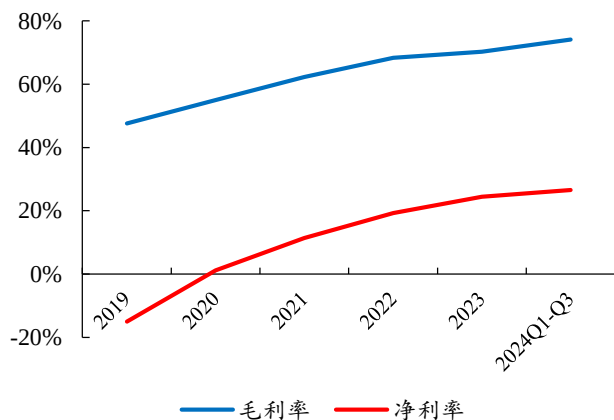
图12：2020-2023 年阿胶及系列产品毛利率逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

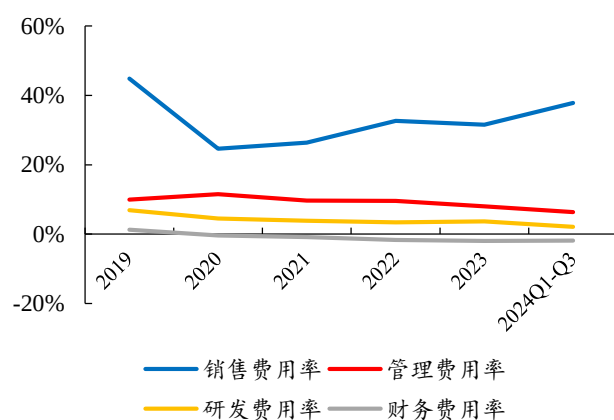
盈利能力快速提升，控费能力相对稳定。盈利能力方面，2019-2023 年公司毛利率由 47.65%增至 70.24%，净利率由-15.05%增至 24.43%，盈利能力整体呈现快速改善、提升的良好趋势。**费用管控方面**，2020-2023 年公司销售费用率呈上升趋势，由 24.57%增至 31.52%，主要原因是公司加大新媒体、品牌营销等方向的费用投入，直至 2023 年销售费用率变化相对趋稳；管理费用率由 11.54%降至 8.00%，我们认为主要受益于公司组织重塑背景下带来的提质增效成果的显现。2024Q1-Q3 公司的销售费用率为 37.77%，管理费用率为 6.37%，研发费用率为 2.07%，财务费用率为-1.83%。

图13：2019-2023 年公司毛利率持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020-2023 年公司销售费用率略有提升

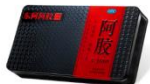


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、聚焦阿胶产业，“药品+健康消费品”双轮驱动发展

以阿胶产业为发展基石，同步丰富多维产品矩阵。公司以阿胶及系列产品为基石，现已布局阿胶块、阿胶浆、阿胶糕和阿胶速溶粉四大核心产品；同时布局第二成长曲线，以“皇家围场 1619”创新切入男性健康滋补赛道，力争将东阿阿胶打造成为大众最信赖的滋补健康引领者。

表2：公司阿胶类产品丰富多样，涉及药品、滋补品等多个领域

分类	产品名称	主要功效	产品类别	纳入国家医保目录
阿胶及系列产品	东阿阿胶块	 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。	药品	否
	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。	药品	是
	桃花姬阿胶糕	 滋阴养血、润燥、美容养颜、增强免疫力。	保健食品	/
	阿胶速溶粉	 补血、滋阴、润肺、止血的功效，可以改善面色萎黄、眩晕心悸、心烦不眠、肺燥咳嗽、便血、尿血、崩漏等症。	保健食品	否
皇家围场1619	健脑补肾口服液	 用于健忘失眠，头晕目眩，耳鸣心悸，腰膝酸软，神经衰弱。	药品	否
	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。	药品	否
	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。	药品	否

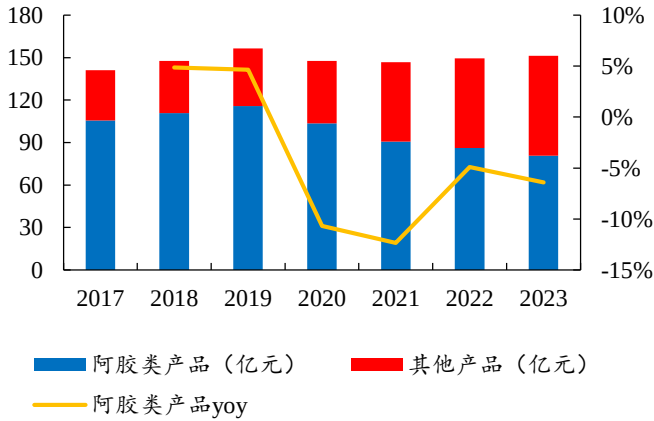
资料来源：公司官网、药品通、《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》、开源证券研究所

2.1、阿胶及系列产品：全产业链布局，话语权渐提升

阿胶是一味具有悠久历史的名贵药材，由马科动物驴的皮经煎煮熬制而成的固体胶，味甘、性平，归肺、肝、肾、心经，具有补血、止血，滋肺心肝肾的功效。

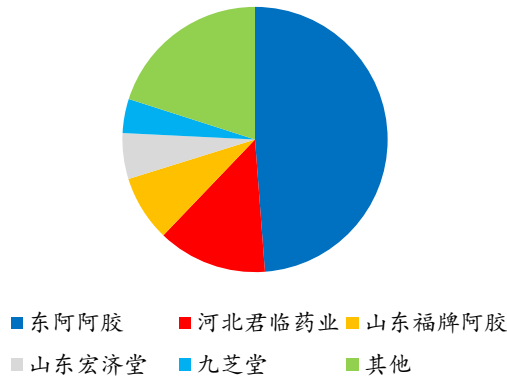
补血中药市场规模增长，阿胶用药市场潜力待开发。据 PDB 数据统计，2020-2023 年我国补血用中药的市场规模整体呈现稳健增长的发展态势，由 147.64 亿元增至 151.25 亿元。其中，阿胶类产品的销售额则由 103.48 亿元降至 80.72 亿元，我们认为市场规模整体下降在一定程度上受经济疲软和疫情影响。具体来看，2017 年以来东阿阿胶在阿胶类产品中市场销售规模均位列第一，2023 年市占率约为 49%。同时，米内网统计显示，阿胶类产品作为补血中成药在实体药店终端销售相比医院渠道更具相对优势，我们认为随着市场经济的好转和对阿胶“药品+保健”属性的不断挖掘，阿胶“院内+院外”市场潜力仍有进一步的提升空间。

图15：2020 年以来补血用中药市场规模持续扩大



数据来源：PDB、开源证券研究所（注：此处统计的阿胶类产品不含保健食品属性产品）

图16：2023 年公司占阿胶类补血中药市场规模的 49%



数据来源：PDB、开源证券研究所

表3：2023 年阿胶类产品在中国公立医疗机构终端补血中成药市场地位有待提升

排名	公立医疗机构终端			重点省份实体药店		
	产品名称	销售额 (亿元)	在销企业数 (家)	产品名称	销售额 (亿元)	在销企业数 (家)
1	生血宝合剂	11+	1	阿胶	66+	20+
2	归脾合剂	5+	6	复方阿胶浆	12+	1
3	生血宁片	2+	1	阿胶补血口服液	4+	9
4	生血宝颗粒	2+	1	归脾丸	1+	20+
5	益气维血胶囊	2+	1	龟甲胶	<1	10-20
6	益气维血片	2+	1	归脾片	<1	3
7	健脾生血片	1+	1	石榴补血糖浆	<1	1
8	健脾生血颗粒	1+	1	生血宝合剂	<1	1
9	益血生胶囊	1+	1	阿胶黄芪口服液	<1	1
10	归脾胶囊	1+	1	复方红衣补血口服液	<1	1
11	复方阿胶浆	1+	1	归脾丸(浓缩丸)	<1	10-20
12	石榴补血糖浆	<1	1	益血生胶囊	<1	1
13	再造生血胶囊	<1	1	阿胶益寿口服液	<1	20+
14	维血宁颗粒	<1	2	益气维血颗粒	<1	1
15	归脾丸	<1	20+	益血生片	<1	1
16	益气维血颗粒	<1	1	益气维血胶囊	<1	1
17	归芪补血口服液	<1	1	归脾颗粒	<1	1
18	复方红衣补血口服液	<1	1	养血饮口服液	<1	1
19	养血饮口服液	<1	1	生血宁片	<1	1
20	归脾丸(浓缩丸)	<1	6	归脾合剂	<1	9

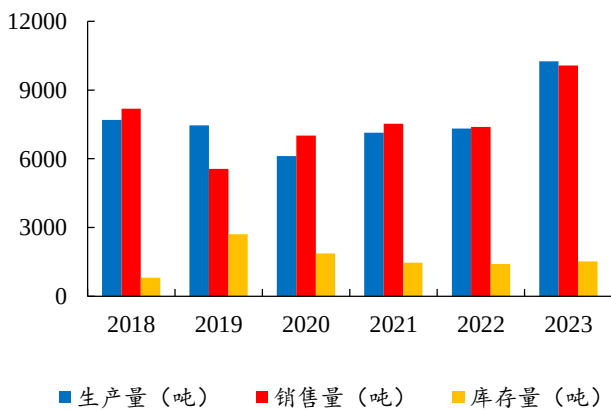
数据来源：米内网、国家药品监督管理局、开源证券研究所

阿胶全产业链布局，引领行业发展。公司积极优化完善原料保障机制，通过示范养殖与技术引领、轻资产运营，驱动国内国外两个市场，确保原料安全可持续；打造独有的“一中心”“三高地”研发创新平台，公司致力于将科技部认定的行业内唯一的“国家胶类中药工程技术研究中心”打造为胶类全产业链原创技术策源地，解决制约阿胶等胶类行业发展的卡脖子关键共性问题，并通过“胶类中药研发创新高地”“健康消费品研发创新高地”“滋补中药研发高地”布局加深自身竞争优势，扩大滋补中药国际影响力。

2.1.1、阿胶块：库存水平健康，市场份额领先

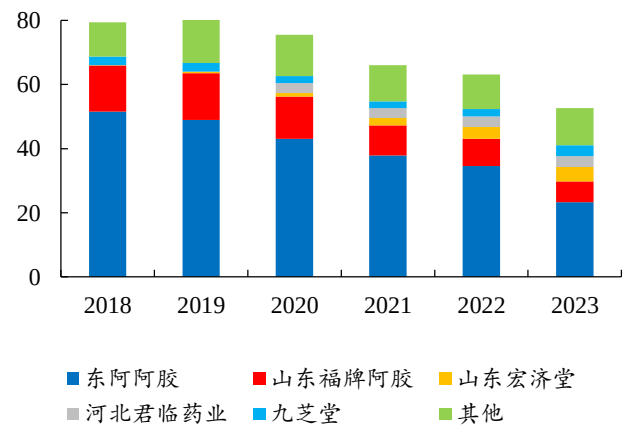
库存恢复至健康水平，阿胶块市场份额持续领先。公司医药工业板块以阿胶及系列产品为主，自从2019年以来公司坚定渠道库存去化整理、加强终端纯销，整体库存在2019-2023年由较高值2711吨降至1515吨，同时受益于销售推广力度的提升，2023年销售量增长也十分亮眼，同比增长36.35%。并且据PDB统计，阿胶块作为公司的核心产品，2018-2023年市场份额均位列第一，同时对比市面上部分阿胶块的价格，东阿阿胶品牌产品属于第一梯队，在相对较高单价的情况下公司仍能维持其领先的市场地位，侧面反映公司在控制发货、库存去化的同时，持续践行的严格质量把控、品牌口碑塑造以及创新营销均在一定程度上提供助力。此外，我们观察到阿胶块整体市场规模呈现一定的下降趋势，除去疫情带来的外部需求波动等因素影响，我们认为制约市场规模提升的另一主要因素系驴皮原材料的国内外供应量受到饲养繁育周期较长、单胎产量低、海外供应存在管制风险等因素影响而相对受限。

图17：2023年公司医药工业库存已降至健康水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2023年公司阿胶块市场份额领先（单位：亿元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

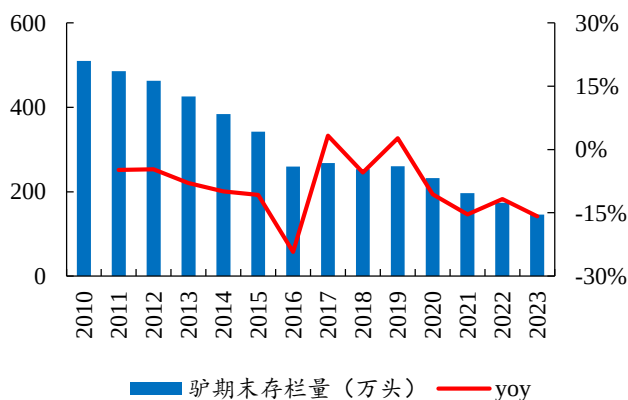
表4：公司的阿胶块产品相对市场上其他产品价格较高

价格梯队	企业名称	阿胶块品规	零售价格（元）
> 800 元	东阿阿胶	250g（红标）	999
		250g（金标）	1380
500-800 元	九芝堂	250g	1280
	太极集团甘肃天水羲皇阿胶	250g	799
	山东福牌阿胶	250g	690
	北京同仁堂	250g	590
<500 元	佛慈制药	250g	299
	河北君临药业	250g	276
	山东宏济堂	250g	258

资料来源：公司官网、京东大药房、官方旗舰店、开源证券研究所

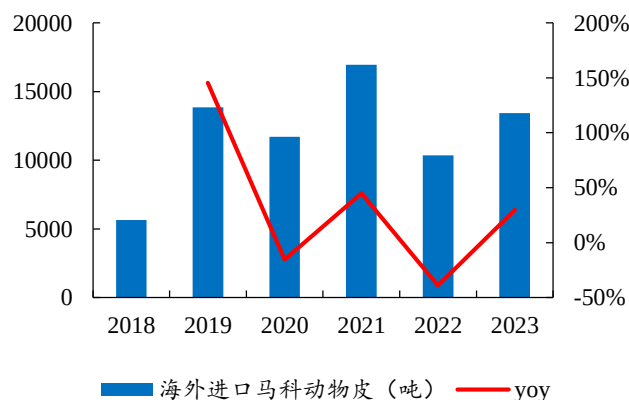
全产业链布局有利于保障原材料供应，阿胶价格维稳未来市场看“量增”。2010年起，国内毛驴期末存栏量基本呈现逐年下降态势，驴皮资源日趋紧张，导致原料收购价格不断上涨，因此2010-2018年间公司对于阿胶块等核心产品多次进行提价。随后2018年我国驴皮进口逐渐合法化，并下调生驴皮的税率，由于进口驴皮价格较低，导致进口规模增大，进而促使国内驴皮价格的大幅下降，尽管2020-2022年受疫情影响进口数量存在较大波动，但整体仍为国内阿胶产品企业开辟了原材料新来源。由于驴皮相对耐保存，公司2019年前曾积累大量原材料，伴随驴皮进口渠道的开放，国内驴皮价格回归理性，公司2019年起积极推动去库存举措，截至2024H1公司原材料、在产品 and 库存商品均已回归健康水平，利好未来销售成长。同时，据公司2024H1公开业绩说明会交流记录显示，公司将持续聚焦“国内+国外”两大市场来保障驴皮供应，目前进口驴皮占比约为三分之一左右。我们认为，伴随核心原材料价格趋稳，未来阿胶及系列产品的价格在一定时间内有望维持相对稳定，因此市场规模的增长将主要来源于“量增”逻辑，公司的创新营销、组织优化、提质增效等举措将有助于进一步加强自身竞争力，助力经营业绩稳健提升。

图19：国内驴期末存栏量基本呈逐年下滑态势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图20：2018-2023年海外马科动物皮进口量波动较大



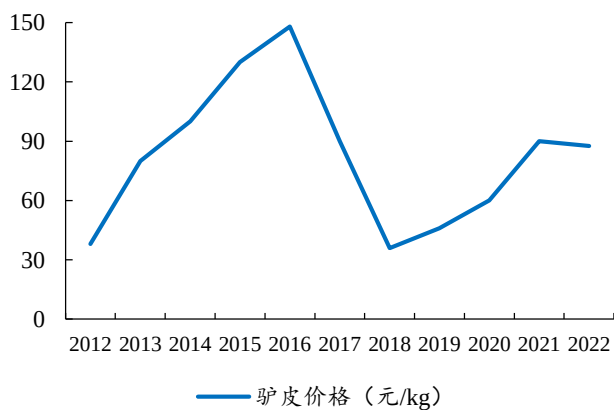
数据来源：海关总署、开源证券研究所

表5：2010-2018 年间公司多次上调阿胶及系列产品的出厂价

公告时间	产品	提价幅度	提价科目
2010.01.29	阿胶块	20%	出厂价
2010.05.25	阿胶块	5%	出厂价
2010.10.11	阿胶块	10%	出厂价
2011.01.05	阿胶块	不超过 60%	出厂价
2012.01.04	阿胶块	10%	出厂价
2012.01.04	复方阿胶浆	不超过 30%	零售价
2012.01.19	阿胶块	10%	零售指导价
2013.07.13	阿胶块	25%	出厂价（零售价做相应调整）
2014.01.15	阿胶块	19%	出厂价（零售价做相应调整）
2014.08.15	复方阿胶浆	不超过 53%	零售价（出厂价做相应调整）
2014.09.13	阿胶块	53%	出厂价（零售价做相应调整）
2015.04.09	210g 桃花姬阿胶糕	25%	出厂价（零售价做相应调整）
2015.11.17	阿胶块	15%	出厂价（零售价做相应调整）
2015.11.17	复方阿胶浆	15%	出厂价（零售价做相应调整）
2015.11.17	210g 桃花姬阿胶糕	15%	出厂价（零售价做相应调整）
2016.11.17	阿胶块	14%	出厂价（零售价做相应调整）
2016.11.17	复方阿胶浆	28%	出厂价（零售价做相应调整）
2016.11.17	210g 桃花姬阿胶糕	25%	出厂价（零售价做相应调整）
2017.11.20	阿胶块	10%	出厂价（零售价做相应调整）
2017.11.20	复方阿胶浆	5%	出厂价（零售价做相应调整）
2018.12.21	阿胶块	6%	出厂价

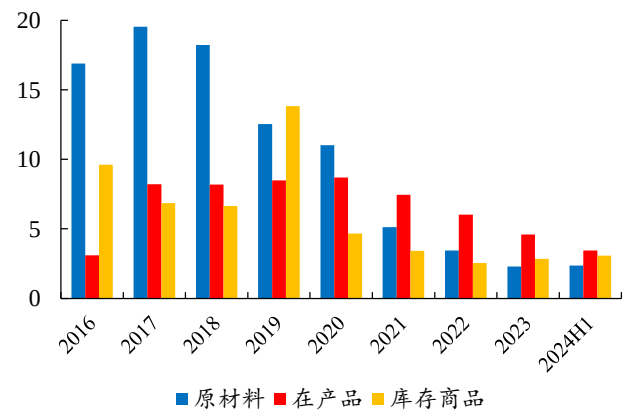
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2018 年国内驴皮价格大幅下降



数据来源：中国畜牧业协会驴业分会、开源证券研究所

图22：近年来公司原材料等存货逐渐下降 (单位：亿元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、复方阿胶浆：深化大品种战略，学术引领赋能

复方阿胶浆复方阿胶浆起源于《景岳全书》卷五十一之两仪膏，两仪膏中熟地甘温，滋补肾阴，养血益精；人参甘微苦温，大补元气，因此两仪膏具气血双补之效。在此基础上又加阿胶味甘性平，补血止血，滋阴润燥；党参益气补中，补脾益肺，生津养血；山楂健胃消食，行气散瘀，五药共用，共奏补益气血阴阳之效。

发展药品属性，挖掘临床应用。复方阿胶浆是国家首批中药保护品种，具备 OTC 乙类和处方药双跨资质，目前已有多篇文献为复方阿胶浆的多种临床功效和应用给予医学证据支持。其中，2024 年中国中药杂志发布的《复方阿胶浆治疗癌因性疲乏气血两虚证临床应用专家共识》中提及以乏力为主要表现的癌因性疲乏对癌症患者造成了较大困扰，而气血两虚证正是的癌因性疲乏主要证候类型，建议癌症患者适当使用复方阿胶浆，可降低患者疲乏等级，改善临床症状，纠正贫血，提高生活质量。此外，复方阿胶浆在 2022 年医保目录中曾被限制用于“限有重度贫血检验证据”的患者，而 2023 年医保目录则解除了此项限制，我们认为这在一定程度上受益于医学循证的持续补充。据公司披露，截至 2024H1 复方阿胶浆在医院渠道的销售占比约为 10%，伴随着在肿瘤科、妇产科等科室的临床研究的持续进行，学术成果在 HCP 端/C 端的转化得以强化，院内销售体量有望得到进一步提高，学术端和零售端有望相互协同赋能。目前每瓶装 20ml（无蔗糖）/(24 支/盒)规格的复方阿胶浆挂网价为 182.4 元，单价为 9.12 元/支，单疗程一般推荐使用 96 支（32 天用量），因此单疗程治疗费用约为 875.52 元。

表6：复方阿胶浆医学循证持续补充，临床应用待挖掘

时间	文献名称	主要内容/结论
2018 年 2 月	《复方阿胶浆对血液系统的作用机制及临床应用》	复方阿胶浆在补血补气（治疗贫血、化疗性贫血、产后性贫血等）、经期保健、备孕保胎和升白细胞数量等方面都有一定的临床效果和临床应用。
2021 年 1 月	《复方阿胶浆在恶性肿瘤辅助治疗方面的研究进展》	复方阿胶浆具有气血双补的功效，对癌性贫血、化疗引起的白细胞减少具有显著的改善作用，对化疗所致的骨髓抑制具有保护作用，与化疗药联合使用可发挥减毒增效作用。
2024 年 4 月	《基于网络药理学探讨复方阿胶浆干预癌因性疲乏的作用机制研究》	现代临床研究表明，复方阿胶浆可以改善恶性肿瘤患者贫血，改善骨髓抑制，升白细胞，干预 CRF（癌因性疲乏）。
2024 年 6 月	《复方阿胶浆治疗癌因性疲乏气血两虚证临床应用专家共识》	复方阿胶浆用于癌因性疲乏气血两虚证具有良好的临床疗效及安全性。

资料来源：《药学研究》、《上海中医药大学学报》、《中国中药杂志》、《现代中西医结合杂志》、开源证券研究所

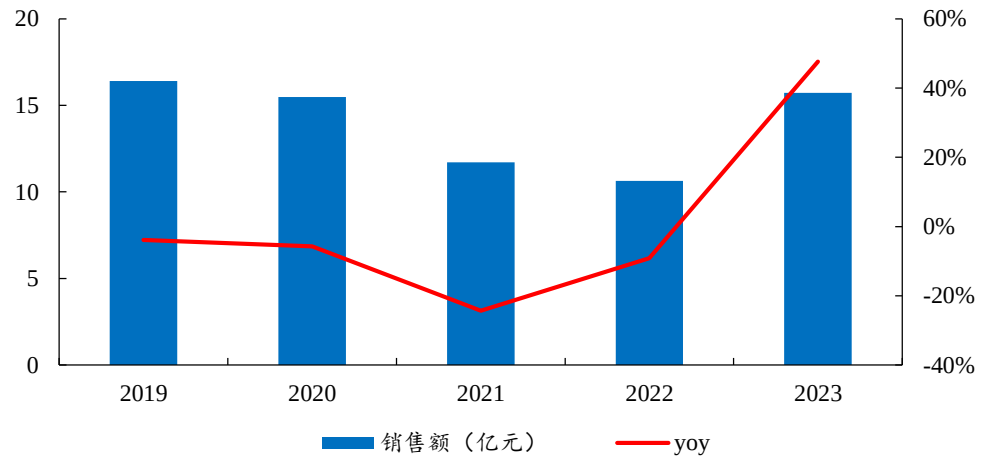
表7：复方阿胶浆日服用金额不到 30 元

规格	价格（元）	单价（元）	用法用量	日服用金额（元）	单疗程治疗费用（元）
20ml（无蔗糖） /(24 支/盒)	182.4	9.12	20ml/次，3 次/ 天	27.36	875.52

资料来源：Insight、开源证券研究所

多维品牌塑造，销售快速增长，实现“品牌+动销”双轮驱动发展。品牌塑造方面，公司近年来立足有序营销，系统开展中心城市品牌共建、精准数字化拉新，深化品牌独特性打造，同时复方阿胶浆治疗癌因性疲乏研究成果成功斩获 2024 ASCO 年会“特别优异奖”也进一步强化了学术赋能品牌的作用。受益于品牌影响力的提升，2023 年复方阿胶浆销售额突破 15 亿元，同比增长超 40%，实现快速增长。

图23：2023 年复方阿胶浆销售额突破 15 亿元



数据来源：PDB、开源证券研究所

2.1.3、健康消费品：丰富阿胶产品矩阵，多元化消费场景

拓展“阿胶+”和“+阿胶”产品集群，滋补便捷年轻化。在业务重塑机制的引领下，公司布局“药品+健康消费品”，从重滋补到轻养生延展，由“纯阿胶”向“阿胶+”再到“+阿胶”不断延伸，由此公司陆续推出多款产品，助力品牌年轻化。

(1) “桃花姬”阿胶糕是公司 2008 年推出的健康零食品牌，产品包装采用中国风设计，展现东方美学独特魅力，引领滋补健康新潮流。目前桃花姬是一个区域性品牌，公司现以快消品的思路对其打造，努力实现从区域性品牌到全国性品牌的迈进。为此，公司积极进行跨界转型，响应新生代消费需求，持续创新消费场景。如 2023 年初与奈雪的茶进行合作，推出联名款奶茶；在上海打造“桃颜气色夸夸会”线下快闪店，设置桃花诗集、体感游戏创意环节，吸引了大量年轻人现场打卡、深度参与。公司的多种举措助力桃花姬品牌更加深入年轻人语境和消费场景，持续深化价值认同。

(2) 阿胶速溶粉是公司 2020 年推出的创新产品，来自国家胶类中药工程技术研究中心，采用低温真空连续干燥独家专利技术，胶液直接成粉，单袋独立包装，方便即冲即饮，多元化服用场景，引领阿胶养生新时尚。

此外，公司也着重发展滋补品领域，推出“燕真卿”即食燕窝、东阿阿胶蓝帽子枣等，不断丰富和创新公司产品矩阵，打造特色“阿胶+”和“+阿胶”系列产品。

图24：2024年初再与奈雪合作“阿胶奶茶”创新营销



资料来源：东阿阿胶官方微信公众号

图25：公司持续丰富“+阿胶”系列产品，多元消费场景



资料来源：官方商城、东阿阿胶官方微信公众号

2.2、皇家围场 1619：开拓男性滋补新赛道，打造第二成长曲线

布局男性滋补品新赛道，拓展养生新人群。2023年6月16日，“皇家围场”品牌发布会在深圳召开，旗下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，拓展男士滋补养生新人群。同年10月，公司与辽宁省西丰县政府签订战略合作框架协议，并举行了辽宁西丰梅花鹿产业研究院举行了揭牌仪式，未来将以“皇家围场”为平台，以梅花鹿等资源为支点，助力公司进一步做强男性滋补产业。2024年4月，鹿产业创新研究院成立揭牌仪式在辽宁大连举行，公司与大连化物所、大连市科技局签署《鹿产业创新研究院合作协议》，未来有望打造“政产学研”高效协同、产业链创新链相融合的产业高质量发展“新引擎”，激活鹿产业发展新质生产力，赋能男性滋补第二成长曲线。

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

随着公司阿胶及系列产品、其他药品和保健品等核心产品的持续推广，有望带来销售额的稳健提升，我们假设：

(1) 阿胶及系列产品：以阿胶块、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕和阿胶速溶粉为主。基于行业规模、原材料供应、产品优势等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司阿胶及系列产品收入增速分别为 21.51%/20.05%/18.31%，毛利率分别为 73.00%/73.00%/73.00%。

(2) 其他药品和保健品：以皇家围场 1619 系列产品为主。基于品牌优势、产业布局等方面分析，我们预计 2024-2026 年其他药品和保健品收入增速分别为 -5.00%/3.00%/5.00%，毛利率分别为 66.00%/66.00%/66.00%。

(3) 毛驴养殖及销售：我们预计 2024-2026 年公司毛驴养殖及销售收入增速分别为 -20.00%/-5.00%/5.00%，毛利率分别为 8.00%/8.00%/8.00%。

(4) 其他：我们预计 2024-2026 年公司其他收入增速分别为 2.00%/3.00%/5.00%，毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

表8：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

东阿阿胶 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,715	5,627	6,693	7,876
yoy	16.7%	19.3%	19.0%	17.7%
毛利率 (%)	70.2%	71.1%	71.4%	71.6%
归属母公司股东的净利润	1,151	1,423	1,719	2,087
yoy	47.5%	23.7%	20.8%	21.4%
主营业务收入拆分				
1. 阿胶及系列产品				
收入	4364.15	5303.00	6366.25	7532.21
yoy	17.98%	21.51%	20.05%	18.31%
毛利率 (%)	72.37%	73.00%	73.00%	73.00%
业务收入比例 (%)	92.55%	94.25%	95.11%	95.64%
2. 其他药品和保健品				
收入	186.77	177.43	182.75	191.89
yoy	-0.25%	-5.00%	3.00%	5.00%
毛利率 (%)	65.00%	66.00%	66.00%	66.00%
业务收入比例 (%)	3.96%	3.15%	2.73%	2.44%
3. 毛驴养殖及销售				
收入	97.24	77.79	73.90	77.60
yoy	-5.72%	-20.00%	-5.00%	5.00%
毛利率 (%)	-	8.00%	8.00%	8.00%
业务收入比例 (%)	2.06%	1.38%	1.10%	0.99%
4. 其他				
收入	67.10	68.44	70.50	74.02

东阿阿胶 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy	27.76%	2.00%	3.00%	5.00%
毛利率 (%)	-	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例 (%)	1.42%	1.22%	1.05%	0.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.23/17.19/20.87 亿元，同比增长 23.7%/20.8%/21.4%，EPS 为 2.21/2.67/3.24 元，当前股价对应 PE 为 27.4/22.7/18.7 倍。基于公司中药属性及优势业务领域方向，选取片仔癀、同仁堂及云南白药作为可比公司。我们认为公司未来阿胶及系列产品、皇家围场 1619 系列产品成长空间大，品牌优势有望赋能营销助力长期发展，与可比公司的平均估值相比，东阿阿胶估值合理，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：对比可比公司，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600436.SH	片仔癀	226.40	4.64	5.27	6.08	6.99	48.8	42.9	37.2	32.4
600085.SH	同仁堂	41.65	1.22	1.27	1.47	1.70	34.2	32.7	28.4	24.5
000538.SZ	云南白药	59.04	2.28	2.55	2.81	3.08	25.9	23.2	21.0	19.2
	平均值		2.71	3.03	3.45	3.92	36.3	32.9	28.9	25.3
000423.SZ	东阿阿胶	60.48	1.79	2.21	2.67	3.24	33.8	27.4	22.7	18.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.12.12，东阿阿胶为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

4、风险提示

市场竞争加剧风险：随着消费者滋补保健意识不断提高，行业规模逐渐扩大，吸引更多竞争者涌入，行业竞争可能日益加剧，因此公司面临市场竞争加剧风险。

原材料价格波动风险：驴皮是阿胶产品的主要原材料，公司先已布局“国内+海外”双原材料渠道，但由于驴皮产量可能受到较多因素影响，也因此面临原材料价格波动风险。

产品销售不及预期风险：公司业绩较大程度取决于营收占比较高的阿胶及系列产品，因此若销售不及预期可能会对公司业绩带来较大波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9784	10537	12543	13696	16125
现金	5370	5826	6952	8269	9730
应收票据及应收账款	551	439	742	662	991
其他应收款	42	75	65	101	94
预付账款	10	11	14	15	20
存货	1239	1012	1595	1473	2116
其他流动资产	2572	3175	3175	3175	3175
非流动资产	2848	2769	3079	3393	3698
长期投资	114	74	20	-36	-94
固定资产	1977	1850	2253	2674	3093
无形资产	332	323	285	242	193
其他非流动资产	425	523	520	513	506
资产总计	12631	13306	15622	17090	19823
流动负债	2101	2407	4470	4858	6256
短期借款	0	0	1794	2039	3092
应付票据及应付账款	238	275	319	380	438
其他流动负债	1863	2132	2356	2438	2726
非流动负债	180	159	159	159	159
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	180	159	159	159	159
负债合计	2281	2566	4629	5017	6415
少数股东权益	22	22	0	-8	-18
股本	654	644	644	644	644
资本公积	742	402	402	402	402
留存收益	9283	9675	8424	8056	7489
归属母公司股东权益	10329	10719	10993	12080	13426
负债和股东权益	12631	13306	15622	17090	19823

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2145	1953	878	2139	1642
净利润	779	1152	1402	1711	2077
折旧摊销	150	143	135	165	197
财务费用	-67	-93	-24	5	36
投资损失	-35	-44	-40	-46	-41
营运资金变动	1245	681	-699	207	-678
其他经营现金流	73	113	104	96	51
投资活动现金流	590	-718	-401	-429	-457
资本支出	46	54	499	535	561
长期投资	557	-727	54	56	59
其他投资现金流	78	63	44	50	46
筹资活动现金流	-438	-779	-1145	-638	-778
短期借款	0	0	1794	245	1053
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-10	0	0	0
资本公积增加	0	-340	0	0	0
其他筹资现金流	-438	-429	-2940	-883	-1830
现金净增加额	2297	456	-668	1073	408

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4042	4715	5627	6693	7876
营业成本	1281	1403	1625	1912	2237
营业税金及附加	68	67	81	101	119
营业费用	1318	1486	1688	1954	2260
管理费用	387	377	383	448	520
研发费用	138	173	197	234	276
财务费用	-67	-93	-24	5	36
资产减值损失	-78	-30	0	0	0
其他收益	19	21	33	25	24
公允价值变动收益	-5	0	-0	-0	-1
投资净收益	35	44	40	46	41
资产处置收益	3	11	4	5	6
营业利润	915	1360	1646	2012	2442
营业外收入	6	11	12	10	10
营业外支出	9	9	8	8	9
利润总额	912	1363	1649	2013	2443
所得税	133	211	247	302	366
净利润	779	1152	1402	1711	2077
少数股东损益	-1	1	-21	-8	-10
归属母公司净利润	780	1151	1423	1719	2087
EBITDA	901	1331	1650	2069	2529
EPS(元)	1.21	1.79	2.21	2.67	3.24

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	5.0	16.7	19.3	19.0	17.7
营业利润(%)	60.9	48.7	21.0	22.3	21.4
归属于母公司净利润(%)	77.1	47.5	23.7	20.8	21.4
获利能力					
毛利率(%)	68.3	70.2	71.1	71.4	71.6
净利率(%)	19.3	24.4	25.3	25.7	26.5
ROE(%)	7.5	10.7	12.8	14.2	15.5
ROIC(%)	6.1	9.2	10.0	11.4	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	18.1	19.3	29.6	29.4	32.4
净负债比率(%)	-50.4	-52.9	-45.8	-50.6	-48.6
流动比率	4.7	4.4	2.8	2.8	2.6
速动比率	4.1	3.9	2.4	2.5	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	11.4	21.1	21.1	21.1	21.1
应付账款周转率	5.2	5.5	5.5	5.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.79	2.21	2.67	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	3.33	3.03	1.36	3.32	2.55
每股净资产(最新摊薄)	16.04	16.65	17.07	18.76	20.85
估值比率					
P/E	49.9	33.8	27.4	22.7	18.7
P/B	3.8	3.6	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	35.4	23.1	19.0	14.7	11.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn