



公司研究 | 深度报告 | 东阿阿胶 (000423.SZ)

传承千年工艺，创新驱动现代转型

报告要点

公司已形成“阿胶+年轻化健康消费品”双轮驱动布局，以传统阿胶系列为核心，创新健康消费品为延伸，构建覆盖全产业链的产品矩阵。公司核心产品凭借工艺传承、品质优势及医保政策优化，在滋补健康领域占据领先地位。依托“非遗工艺+现代创新”双轮驱动，公司有望通过核心产品量价齐升、健康消费品年轻化转型及男士滋补赛道突破，实现业绩持续增长。在老龄化与消费升级背景下，“阿胶+”战略深化及全渠道渗透将巩固行业龙头地位。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005
SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

东阿阿胶（000423.SZ）

2025-03-29

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

传承千年工艺，创新驱动现代转型

产品矩阵逐步完善，阿胶系列始终为业绩增长支柱

作为全球最大、最专业的阿胶生产企业，其主要产品包括阿胶及其系列产品：阿胶、阿胶粉、复方阿胶浆等。公司已形成“阿胶+年轻化健康消费品”双轮驱动布局，以传统阿胶系列为核心，创新健康消费品为延伸，构建覆盖全产业链的产品矩阵。公司核心产品凭借工艺传承、品质优势及医保政策优化，在滋补健康领域占据领先地位。依托“非遗工艺+现代创新”双轮驱动，公司有望通过核心产品量价齐升、健康消费品年轻化转型及男士滋补赛道突破，实现业绩持续增长。在老龄化与消费升级背景下，“阿胶+”战略深化及全渠道渗透将巩固行业龙头地位。

聚焦核心品种、医保优势明显，创新+渠道双轮驱动

1) 阿胶块：2018-2024 年东阿阿胶块始终稳居行业市占率榜首，在高端价格带构筑起显著竞争壁垒。尽管其终端零售价较福牌、同仁堂等品牌有明显溢价，但其销售额仍旧亮眼，这一现象级表现背后存在三重核心驱动力：其一，建立覆盖全产业链的品控体系；其二，依托“非遗技艺+现代科研”双轮驱动的品牌战略，在健康意识升级趋势中占据消费者心智高地；其三，自从 2019 年以来公司加强渠道库存去化整理，厂家销售主推线上，线下主要和少数优质渠道商合作。

2) 复方阿胶浆：2017 年医保目录对其施加“限门诊使用+重度贫血检验”双重限制，导致销售渠道收窄。国家医保局“探索建立药品支付标准”政策导向下，2022 年上海、江苏等 20 个省市区将复方阿胶浆纳入试点，2023 版医保目录全面取消适应症限制，院内市场准入障碍消除，有利于进一步提高院内销量。

3) 健康消费品：东阿阿胶还持续丰富产品线，推出了东阿阿胶粉、东阿阿胶糕等系列，同时将阿胶与日常食品相结合，打造如阿胶酸奶杯、奶茶杯等跨界新品。通过“药品+健康消费品”的双轮驱动模式，公司从传统重滋补向轻养生延伸，构建了以“阿胶+”及“+阿胶”为核心的产品集群。

出台股权激励计划，彰显公司长期发展信心

2025 年 1 月 11 日东阿阿胶发布第一限制性股票激励计划（草案修订稿）。1) 激励对象：本激励计划针对 179 名关键员工（包括高管、技术骨干等）授予限制性股票。2) 授予数量：总授予数量为 124.72 万股，占公司总股本的 0.1937%。3) 授予价格：37.22 元/股。4) 考核标准：2023 年净资产收益率不低于 7.80%，且不低于对标企业 50 分位水平或不低于同行业平均水平；以 2023 年为基准，2025-2027 年归母净利润复合增长率均不低于 15%，且不低于同业平均或对标企业 75 分位，且不出现在负增长。2023 年经济增加值改善值（ ΔEVA ）大于 0。

盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 69.88 亿、81.57 亿及 96.01 亿元，归母净利润分别为 18.39 亿、22.00 亿及 26.20 亿元，对应 EPS 分别为 2.86 元、3.42 及 4.07 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、市场竞争风险；
- 2、原材料价格波动风险；
- 3、产品销售不及预期风险；
- 4、渠道拓展风险；
- 5、盈利预测不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	60.48
总股本(万股)	64,398
流通A股/B股(万股)	64,398/0
每股净资产(元)	16.01
近12月最高/最低价(元)	72.91/44.62

注：股价为 2025 年 3 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

传承与创新引领“大健康”时代，迈向全球领先的全产业链发展.....	5
收入持续稳健增长，盈利质量改善.....	6
药食同源文化复兴，高端阿胶消费升级催生结构性红利.....	8
产品矩阵逐步完善，阿胶系列始终为业绩增长支柱.....	10
阿胶块：传承三千年的滋补圣品，铸就阿胶行业品质标杆.....	11
复方阿胶浆：高等级临床证据彰显疗效，医保目录优化激发院内潜力.....	12
健康消费品：产品矩阵创新，助推品牌年轻化.....	13
皇家围场 1619：战略布局男士滋补健康，有望贡献第二增长.....	15
风险提示.....	17

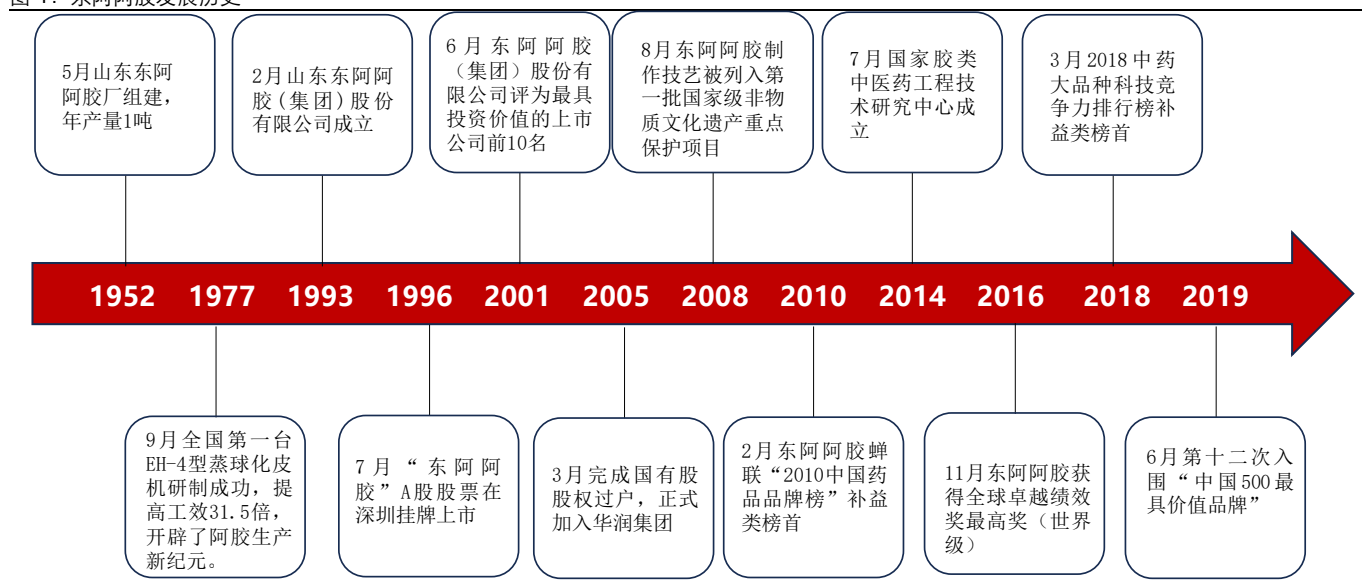
图表目录

图 1：东阿阿胶发展历史.....	5
图 2：公司股权透视图与实际控制人.....	6
图 3：2014-2024 年公司总营收及增速，百万元.....	7
图 4：2014-2024 年归母净利润及增速，百万元.....	7
图 5：2014-2024 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率.....	7
图 6：2014-2024 年公司净利率、毛利率.....	7
图 7：2014-2024 年中国阿胶市场规模，亿元.....	8
图 8：中国老龄人口（65 岁+）变化趋势，亿人.....	8
图 9：2024 年阿胶块在零售药店的竞争格局（销售额）.....	9
图 10：2024 年阿胶块在零售药店的竞争格局（销售量）.....	9
图 11：公司产品矩阵.....	10
图 12：2024Q1-Q3 阿胶系列各产品收入占比.....	11
图 13：2024Q1-Q3 阿胶系列各产品收入增速.....	11
图 14：公司阿胶块.....	12
图 15：复方阿胶浆.....	13
图 16：桃花姬阿胶糕.....	14
图 17：阿胶速溶粉.....	15
图 18：健脑补肾口服液.....	16
图 19：海龙胶口服液.....	16
表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测.....	17

传承与创新引领“大健康”时代，迈向全球领先的全产业链发展

古方淬炼三千载，匠心破局七十年。公司前身为 1952 年创立的山东东阿阿胶厂，经历了多次发展变革，逐步从一个地方性的小厂发展成为中国传统中药行业的领军品牌。公司通过不断提升生产工艺和技术水平，推动了阿胶生产的现代化，特别是 1977 年全国首台 EH-4 型蒸球化皮机的研制成功，大幅提高了生产工效，开启了阿胶生产的新纪元。1993 年，公司由国有企业改组为股份制企业，并于 1996 年在深交所成功上市。2005 年，东阿阿胶成为华润（集团）有限公司成员，进一步拓展了其在国内外市场的影响力。2008 年，东阿阿胶的制作技艺被列入第一批国家级非物质文化遗产重点保护项目，进一步巩固了其在行业中的领先地位。2015 年，公司名称由“山东东阿阿胶股份有限公司”更改为“东阿阿胶股份有限公司”，进一步提升品牌形象。

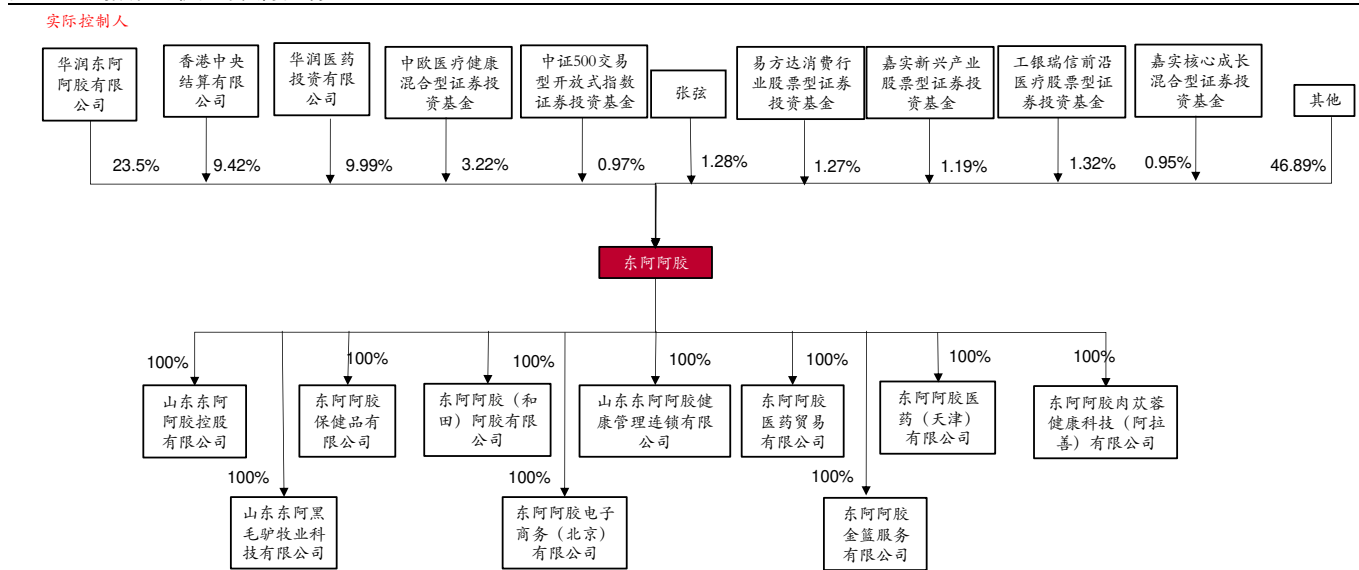
图 1：东阿阿胶发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

国企控股，东阿阿胶开启新篇章。2005 年 3 月，东阿阿胶完成国有股股权过户，华润东阿阿胶有限公司成为公司的控股股东，根据 2024 年报披露，目前控股股东持股占比 23.5%。东阿阿胶控股多家子公司，其中主要包括：东阿阿胶保健品有限公司、东阿阿胶(和田)阿胶有限公司等。公司通过控股和参股多家子公司，构建了一个以阿胶为核心，涵盖研发、生产、销售到健康食品的全产业链布局。

图 2：公司股权透视图与实际控制人



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：截至 2024 年，子公司仅列示全资子公司

核心高管调整，高管团队专业化水平高。2024 年 10 月公司发布人事调整公告，选举总裁程杰为董事长，孙金妮为新任总裁（曾任华润医药运营信息部经理，战略管理部经理、高级经理、副总经理、总经理等职务），东阿阿胶的高管团队具备高学历、丰富的行业经验以及多元化的专业背景，能够在传承传统中医药文化的同时推动企业的现代化转型和创新发展。管理层的稳定性和对品牌历史的深刻理解，为企业在市场竞争中保持优势、拓展新兴市场和提升品牌价值提供了重要支持。

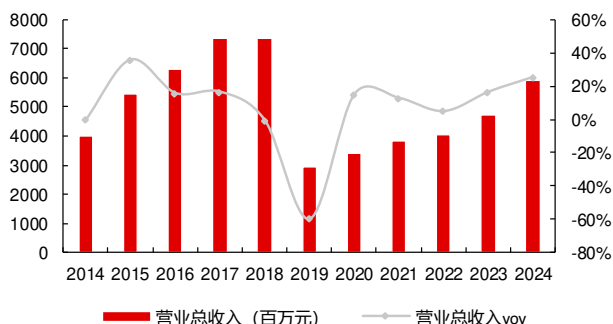
出台股权激励计划，彰显公司长期发展信心。2025 年 1 月 11 日东阿阿胶发布第一期限制性股票激励计划（草案修订稿）。1）激励对象：本激励计划针对 179 名关键员工（包括高管、技术骨干等）授予限制性股票。2）授予数量：总授予数量为 124.72 万股，占公司总股本的 0.1937%。3）授予价格：37.22 元/股。4）考核标准：2023 年净资产收益率不低于 7.80%，且不低于对标企业 50 分位水平或不低于同行业平均水平；以 2023 年为基准，2025-2027 年归母净利润复合增长率均不低于 15%，且不低于同业平均或对标企业 75 分位，且不会出现负增长。2023 年经济增加值改善值（ Δ EVA）大于 0。公司通过设定清晰的授予条件、解除限售条件及回购机制，该计划有效地激励了管理团队与公司的长期发展目标一致，增强了股东、公司和管理层的利益共享与风险共担机制，是推动公司稳健发展的关键举措。

收入持续稳健增长，盈利质量改善

从高速增长到市场调整，逐步开始战略转型。2014-2018 年公司营业收入从 40.1 亿元增长到 73.4 亿元，归母净利润从 13.7 亿元增长到 20.9 亿元，CAGR 分别为 16.32%和 11.16%。2019 年伴随着企业规模的逐渐扩大，受整体宏观环境等因素影响，以及市场对阿胶价值回归的预期逐渐降低，公司下游传统客户主动消减库存，从而导致公司产

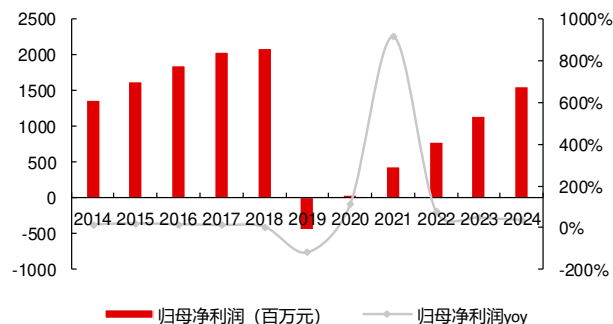
品销售同比下降，使营业收入大幅下降。2021-2024 年公司收入逐渐从 38.5 亿元增长到 59.2 亿元，利润从 4.4 亿元回升到 15.6 亿元，CAGR 分别为 15.44%和 52.34%。

图 3：2014-2024 年公司总营收及增速，百万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2014-2024 年归母净利润及增速，百万元

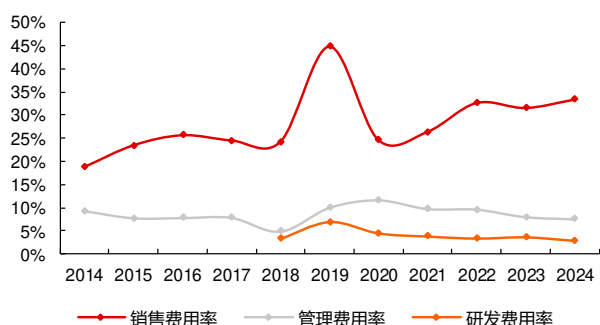


资料来源：Wind，长江证券研究所

销售费用波动上升，战略调整同步推进。公司的销售费用率从 2014 年的 19%增长到 2024 年的 33%，呈现波动上升的趋势。尤其在 2019 年，销售费用率显著攀升，达到 45%，主要在于公司正处于调整期，受宏观环境及市场预期逐渐降低等影响，公司主动压缩渠道库存并控制发货，导致营业收入下降，同时积极优化调整，不断推出“阿胶+”、“+阿胶”系列产品，使销售费用率大幅上升。2020-2024 年销售费率保持在 25%-33%之间，呈现波动上升的趋势。2020-2024 年管理费用率和研发费用率分别保持在 10%和 5%左右，公司在管理和研发上的开支保持合理水平。

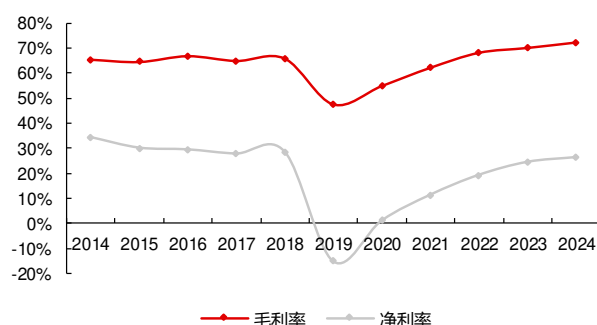
研发投入高企，持续推进“1+3+N”研发创新策略。2024 年研发费用率为 3%，围绕“1+3+N”研发创新策略，积极推进“一中心+三高地+N 联合”产学研用创新平台建设。复方阿胶浆开展癌因性疲乏、妊娠贫血等新适应症研究，研究成果获美国临床肿瘤学会（ASCO）“特别优异奖”，为中成药领域全球唯一获奖项目。阿胶粉通过“即食化+功能化”（如添加益生菌）切入日常保健场景，2024 年 1-9 月营收增速达 150%左右。

图 5：2014-2024 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2014-2024 年公司净利率、毛利率

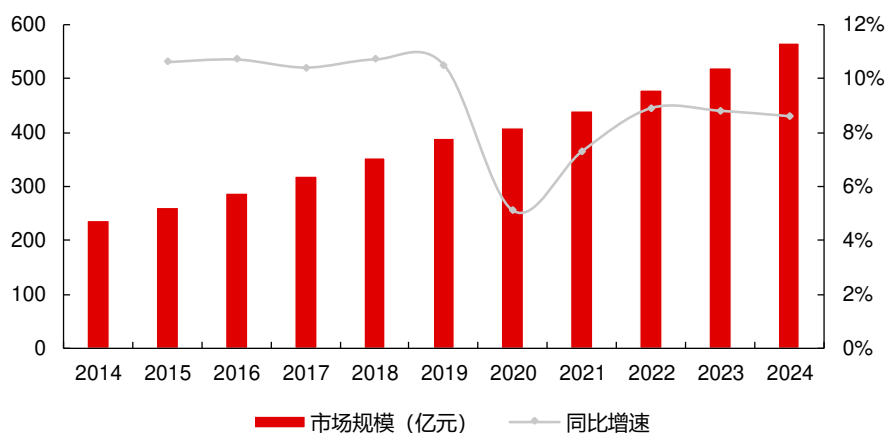


资料来源：Wind，长江证券研究所

药食同源文化复兴，高端阿胶消费升级催生结构性红利

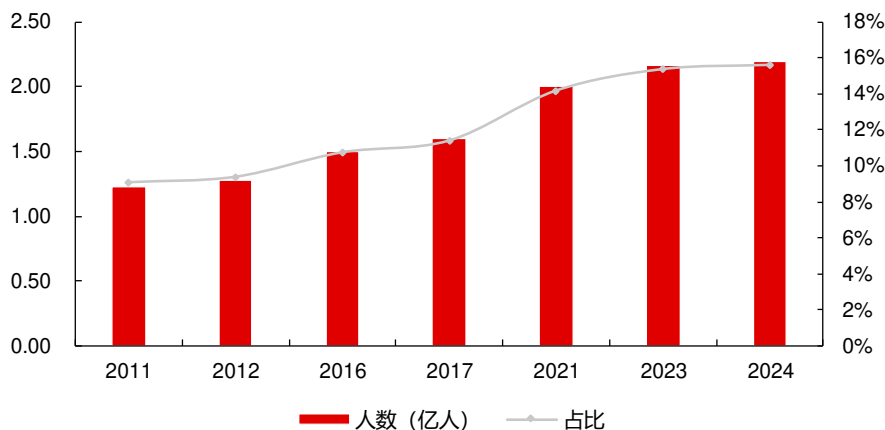
中国老龄化加速，催生国内滋补热潮。2011-2024 年，中国 65 岁以上老龄人口从 1.23 亿人攀升至 2.2 亿人，占总人口比例从 9.1% 增至 15.6%。老龄人群对慢性病管理、气血调理的需求激增，推动阿胶消费渗透率提升。中国阿胶市场规模从 2014 年的 236 亿元增长至 2024 年的 566 亿元，CAGR 达 9.1%。尽管 2018 年后受驴皮资源短缺等因素影响增速略有放缓，但受益于消费升级与老龄化加速，行业长期增长逻辑未改。同时，近些年中医与药食同源文化复兴，推动中国阿胶市场持续发展。

图 7：2014-2024 年中国阿胶市场规模，亿元



资料来源：168 报告网，长江证券研究所

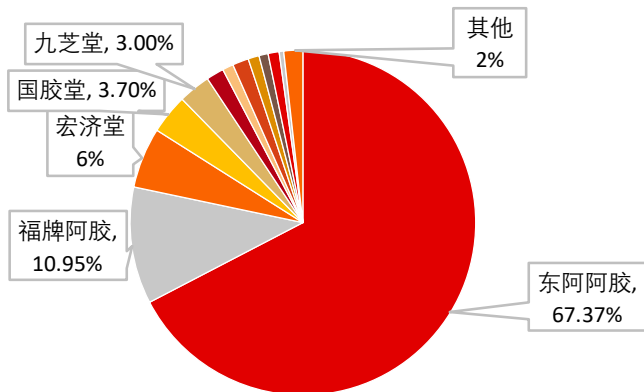
图 8：中国老龄人口（65 岁+）变化趋势，亿人



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

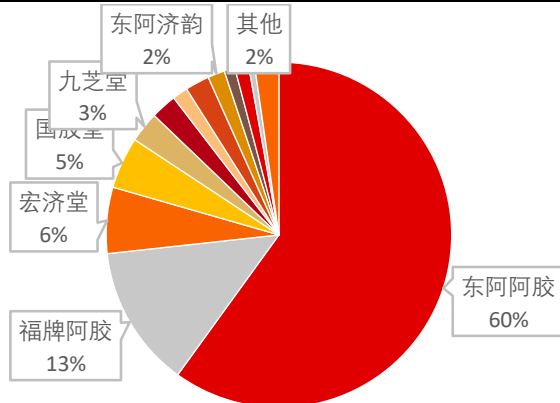
梯队分化明显，分层竞争特征突出。东阿阿胶据主导地位，2024 年零售市场销售额占有率为 67.37%。企业按梯队划分，第一梯队包括东阿阿胶、福牌阿胶（高端市场标杆，单价较宏济堂分别高出 365%/335%）；第二梯队包括宏济堂（中端市场主力，主打性价比）、九芝堂、同仁堂等传统药企（依托品牌历史积淀争夺区域性市场）；长尾市场包括数十家中小厂商（以低价产品填补下沉市场需求，质量参差不齐，整体影响力有限）。

图 9：2024 年阿胶块在零售药店的竞争格局（销售额）



资料来源：中康开思，长江证券研究所

图 10：2024 年阿胶块在零售药店的竞争格局（销售量）



资料来源：中康开思，长江证券研究所

大品种战略破圈，从“滋补国宝”到“轻养生顶流”的双轮跃迁。公司 2023 年以来全面启动独具特色的大品种战略，通过线上直播、跨界联名、小红书种草等方式占领用户心智，提升品类渗透率。同时，升级“好气血 不再虚”IP，强化“滋补国宝”形象，打造“一超多强”（阿胶为核心，多品类协同）品牌格局。系统性推进高质量发展，外延拓展大健康领域机遇，深化“药品+健康消费品”双轮驱动，延伸至日常保养场景，

构建跨赛道需求。打造阿胶年轻化，推出阿胶创意吃法（如阿胶奶茶）、即食化单品，绑定 Z 世代“轻养生”需求。

产品矩阵逐步完善，阿胶系列始终为业绩增长支柱

阿胶系列收入稳步增长，战略布局男士滋补健康新赛道。作为全球最大、最专业的阿胶生产企业，东阿阿胶专注于阿胶及其系列中成药、保健食品与食品的研发、生产和销售。其主要产品包括阿胶及其系列产品：阿胶、阿胶粉、复方阿胶浆等。2023 年 10 月，东阿阿胶与西丰县政府签订战略合作框架协议，标志着东阿阿胶“皇家围场 1619”品牌战略正式启动。其中“皇家围场 1619”主要包括健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液。

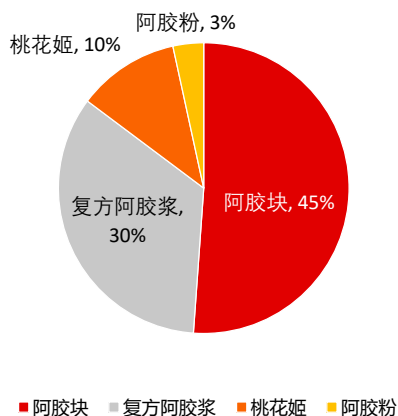
图 11：公司产品矩阵

	产品名称	剂型	适应症/功效	主要成分	用法用量	类别	OTC/处方药	是否独家品种
阿胶及其系列产品系列	阿胶	胶剂	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。根据 2020 年版《中国药典》，其中适应症根据阿胶所属非处方药/处方药/保健品类别不同具备不同的适应症功能，另有处方适应症：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。	驴皮。辅料冰糖、黄酒、豆油	烊化兑服，3-9 克	中药乙类	OTC	否
	阿胶粉	粉状		驴皮。辅料冰糖、黄酒、豆油	每日 2 次，每次 4g，用水冲服	中药乙类	OTC	否
	复方阿胶浆	液制剂	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。	阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂	口服。一次 20ml（1 支），一日 3 次。	中药乙类	OTC	是
	桃花姬阿胶糕	块状	保健食品，提高免疫力。	核桃仁、黑芝麻、阿胶 辅料：黄酒、麦芽糖浆、单晶体冰糖、麦芽糊精	每日 2 次，每次 2 块，沿撕拉口处撕开包装袋即可食用。	保健食品	--	否
“皇家围场 1619”	健脑补肾口服液	液制剂	健脑补肾，益气健脾，安神定志	人参、鹿茸、甘草、杜仲炭、川牛膝、狗鞭、肉桂、桂枝等	口服，一次 10 毫升，一日 2~3 次。	中药乙类	OTC	否
	龟鹿二仙口服液	合剂	温肾益精。用于久病肾虚，腰酸膝软，遗精阳痿。	龟甲、鹿角、党参、枸杞子。	口服，一次 10 毫升，一日 3 次。	--	处方药物	是
	海龙胶口服液	液制剂	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。	海龙、黄明胶、当归、川芎、肉苁蓉、黄芪、白芍、肉桂、枸杞子、陈皮、甘草	口服，一次 40 毫升（2 支），一日 1-2 次。	中成药	OTC	是
其他药品及保健品	养心定悸口服液	液制剂	有养血益气，复脉定悸的功效。用于气虚血少，心悸气短，心律不齐，盗汗失眠，咽干舌燥，大便干结。	地黄、麦冬、红参、阿胶、炙甘草、桂枝、生姜、黑芝麻、大枣	口服，一次 20ml，一日 2 次。	中药甲类	OTC	否
	黄明胶	胶剂	滋阴润燥，养血止血。本品用于体虚便秘。	牛皮。辅料：黄酒、冰糖、豆油。	一次 10 克，一日 1~2 次，用绍酒或水炖化服；入汤剂，打碎以煎好的药汁溶化后服。	中药甲类	OTC	否
	鹿角胶	胶剂	温补肝肾，益精养血。用于阳虚滑精，腰酸膝冷，虚劳羸瘦，崩漏下血，便血尿血，阴疽肿痛	鹿角。辅料：豆油、冰糖、黄酒。	每次 3-6 克（1/2-1 块），以适量开水溶化后服用，或兑入其它药汁中服用。	中药乙类	OTC	否
	贵价胶	胶剂	滋阴，养血。用于阴虚潮热，骨蒸盗汗，腰膝酸软，血虚萎黄	龟甲。辅料：冰糖、黄酒、豆油。	烊化兑服，3~9 克。	中药甲类	OTC	否
	骨龙胶囊	胶囊剂	散寒镇痛，活血祛风，强筋壮骨。用于慢性风湿及类风湿性关节炎。	狗腿骨、穿山龙	口服，一次 4~6 粒，一日 3 次。	中药乙类	处方药物	是

资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

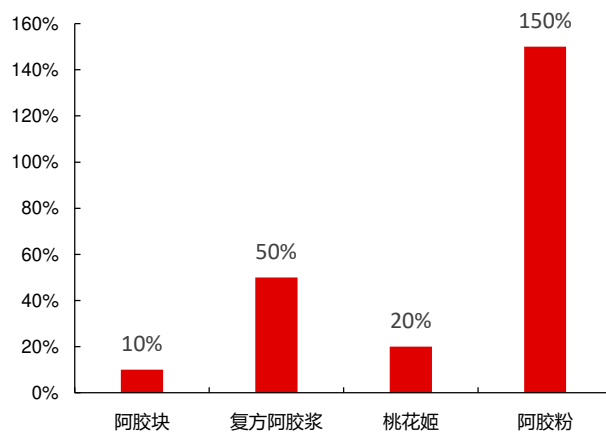
核心业务复苏，新零售模式见成效。2024Q1-Q3 **阿胶块**收入占比 45%，增速约 10%，市场份额超 40%，稳居行业首位；**复方阿胶浆**收入占比 30%+，增速近 50%，补气血口服液类市场份额领先；**桃花姬**收入占比 10%，增速 20%，定位“即食养颜第一品牌”，从区域向全国扩张；**阿胶粉**收入占比 3%，增速 150%，表现出公司阿胶粉新零售打法的成效显著。通过“品牌+数字化”拉新，定位日常滋补场景，拓展年轻消费群体。

图 12：2024Q1-Q3 阿胶系列各产品收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 13：2024Q1-Q3 阿胶系列各产品收入增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

阿胶块：传承三千年的滋补圣品，铸就阿胶行业品质标杆

古法传承，匠心品质。传承近 3000 年的滋补类名贵中药材，《神农本草经》列滋补上品，《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，2015 年起连续十年获得“中国药品品牌榜·价值排行榜”榜首。目前，“东阿阿胶”为 OTC 第一大单品，滋补养生第一品牌。

图 14：公司阿胶块



资料来源：公司官网，长江证券研究所

渠道优化与品牌升级，推动市场份额持续领先。2018-2024 年东阿阿胶块始终稳居行业市占率榜首，在高端价格带构筑起显著竞争壁垒。尽管其终端零售价较福牌、同仁堂等品牌有明显溢价，但其销售额仍旧亮眼，这一现象级表现背后存在三重核心驱动力：其一，建立覆盖全产业链的品控体系；其二，依托“非遗技艺+现代科研”双轮驱动的品牌战略，在健康意识升级趋势中占据消费者心智高地；其三，自从 2019 年以来公司加强渠道库存去化整理，厂家销售主推线上，线下主要和少数优质渠道商合作。

复方阿胶浆：高等级临床证据彰显疗效，医保目录优化激发院内潜力

复方阿胶浆源自明代《景岳全书》经典名方“两仪膏”，以阿胶为核心配伍红参、熟地黄、党参、山楂，形成“补而不滞”的组方特色。阿胶滋阴补血，红参大补元气，熟地黄益精填髓，党参健脾益气，山楂消食化积，五药协同实现气血双补功效。临床定位明确聚焦气血两虚相关症状，涵盖头晕目眩、心悸失眠、食欲不振及贫血等适应症。

图 15：复方阿胶浆



资料来源：公司官网，长江证券研究所

中药治疗恶性肿瘤新证据，循证医学构建临床价值。目前国内具有多篇医学文献为复方阿胶浆多种临床功效提供依据。其中 2025 年中国药物警戒杂志发表的《中成药在恶性肿瘤辅助治疗中预防骨髓抑制发生的网状 Meta 分析》中提到复方阿胶浆药在恶性肿瘤辅助治疗的过程中，能够降低白细胞减少发生率。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》中提到复方阿胶浆用于癌因性疲乏(cancer-related fatigue,CRF)气血两虚证具有良好的临床疗效及安全性。多方研究为中药介入肿瘤支持治疗提供高等级证据。

医保目录调整，医院渠道助力增长。2017 年医保目录对其施加“限门诊使用+重度贫血检验”双重限制，导致销售渠道收窄。国家医保局“探索建立药品支付标准”政策导向下，2022 年上海、江苏等 20 个省市将复方阿胶浆纳入试点，2023 版医保目录全面取消适应症限制，院内市场准入障碍消除，有利于进一步提高院内销量。

健康消费品：产品矩阵创新，助推品牌年轻化

桃花姬阿胶糕：传统与现代融合的健康零食。桃花姬阿胶糕自推出以来，便以融合传统经典配方和现代工艺打造健康零食形象。为实现品牌年轻化，公司积极进行跨界合作与场景创新。近期与知名饮品品牌联名推出奶茶，并在上海举办“桃颜气色夸夸会”快闪活动，通过创意环节和文化体验，吸引新生代消费者，深化品牌在年轻群体中的认同感。

图 16：桃花姬阿胶糕



桃花姬

资料来源：公司官网，长江证券研究所

阿胶速溶粉：消费增速新亮点。2020 年推出的阿胶速溶粉采用国家级胶类中药工程技术研究中心研发的低温真空连续干燥专利技术，实现了胶液直接制粉。单袋独立包装设计满足了即冲即饮的便捷需求，提升了产品水溶性与人体吸收效率。该产品面向注重生活便捷及现代养生需求的消费者，开创了阿胶养生的全新时尚，拓宽了传统滋补品的消费场景，同时在 2024 年前三季度，营收增速达到了 150%左右。

图 17：阿胶速溶粉



资料来源：公司官网，长江证券研究所

持续更新产品线，打造年轻化阿胶消费圈。除了核心产品外，东阿阿胶还持续丰富产品线，推出了东阿阿胶粉、东阿阿胶糕等系列，同时将阿胶与日常食品相结合，打造如阿胶酸奶杯、奶茶杯等跨界新品。通过“药品+健康消费品”的双轮驱动模式，公司从传统重滋补向轻养生延伸，构建了以“阿胶+”及“+阿胶”为核心的产品集群。此举不仅满足了多元化消费需求，也有效助推品牌由传统老龄市场向年轻群体的转型，提升了市场竞争力和品牌影响力。

皇家围场 1619：战略布局男士滋补健康，有望贡献第二增长

2023 年 6 月 16 日于深圳举行的“皇家围场”品牌发布会上，公司正式亮相一系列专为男性设计的健康产品，涵盖**健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液和海龙胶口服液**等核心品种。这些产品均获得独家批文，针对健忘失眠、头晕耳鸣、腰膝酸软等症状，采用温补肾阳、固本培元的原理，满足现代男性在养生保健方面的需求，为产品系列赋予了明确的功能定位。

2023 年 10 月公司与辽宁省西丰县政府达成战略合作，并在辽宁西丰成立了梅花鹿产业研究院。依托本地优质鹿茸、鹿血等资源，打造“皇家围场”平台，旨在整合区域资源优势，提升产品研发及生产能力。2024 年 4 月，公司又在大连推动鹿产业创新研究院的成立，与当地科技机构及政府部门签署合作协议，构建政、产、学、研多方协同的

创新体系。这一举措不仅助推鹿产品的高质量发展，更为男性滋补产品提供了坚实的产业链支撑。

依托“皇家围场”品牌和不断完善的产品矩阵，公司未来将围绕健脑、补肾、温补肾阳、温肾益精等功能，打造一整套“男性滋补健康”产品组合，并通过线上线下多渠道推广，力争在养生领域开拓出全新的男性消费群体。

图 18：健脑补肾口服液



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 19：海龙胶口服液



资料来源：公司官网，长江证券研究所

风险提示

- 1、**市场竞争风险。**随着消费者对滋补保健需求的不断提升，行业规模持续扩大，吸引了越来越多的企业进入这一领域，市场竞争日趋激烈。产品同质化、低价促销以及不断涌现的新产品可能对公司产品的市场份额和盈利水平产生不利影响。
- 2、**原材料价格波动风险。**公司产品主要依赖于驴皮及部分中药材作为原料，尽管已构建国内与海外双重供应渠道，但受气候变化、政策调控及国际贸易环境等多重因素影响，原材料供应量和价格波动风险依然存在。这可能导致生产成本上升，进而压缩盈利空间。
- 3、**产品销售不及预期风险。**公司业绩在较大程度上依赖于阿胶及其系列产品的销售表现。若市场需求低迷、推广策略未达预期或竞争态势加剧，产品销售未能实现预期增长，将可能对公司收入及业绩带来较大波动。
- 4、**渠道拓展风险。**为了适应市场变化，公司不断加大营销投入，积极拓展线上和线下销售渠道。但若新渠道建设进程不及预期，或终端市场反应不佳，可能导致库存积压和销售网络拓展受阻，从而对业绩产生负面影响。
- 5、**盈利预测不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。如果复方阿胶浆、阿胶糕、阿胶粉放量不及预期，可能影响公司未来业绩增速。

如若公司复方阿胶浆、阿胶糕、阿胶粉放量不及预期，则公司营收与利润可能会受到影响。悲观情况下，我们预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 68.12 亿元、77.16 亿元，归母净利润分别为 17.94 亿元、20.84 亿元。

表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测

	基准情形下			悲观情形下		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入/亿元	59.21	69.88	81.57	59.21	68.12	77.16
营业收入同比增速	26%	18%	17%	26%	15%	13%
归母净利润/亿元	15.57	18.39	22.00	15.57	17.94	20.84
归母净利润同比增速	35%	18%	20%	35%	15%	16%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5921	6988	8157	9601	货币资金	5015	3733	3517	3190
营业成本	1633	1957	2274	2666	交易性金融资产	3519	3654	4035	4416
毛利	4288	5031	5883	6934	应收账款	79	402	368	433
%营业收入	72%	72%	72%	72%	存货	926	1715	1925	2257
营业税金及附加	76	108	122	144	预付账款	15	17	20	23
%营业收入	1%	2%	2%	2%	其他流动资产	750	1581	1872	2200
销售费用	1973	2166	2488	2880	流动资产合计	10305	11101	11736	12518
%营业收入	33%	31%	31%	30%	长期股权投资	73	73	73	73
管理费用	446	489	571	672	投资性房地产	61	61	61	61
%营业收入	8%	7%	7%	7%	固定资产合计	1792	1707	1605	1500
研发费用	174	210	245	288	无形资产	310	261	250	238
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	1	1	1	1
财务费用	-118	0	0	0	递延所得税资产	312	312	312	312
%营业收入	-2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	233	215	197	195
加: 资产减值损失	7	-2	2	2	资产总计	13087	13732	14235	14897
信用减值损失	9	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0	应付款项	359	371	434	509
投资收益	58	65	79	79	预收账款	1	1	1	2
营业利润	1849	2163	2588	3081	应付职工薪酬	362	402	469	550
%营业收入	31%	31%	32%	32%	应交税费	179	243	264	311
营业外收支	7	0	0	0	其他流动负债	1710	2237	2586	3042
利润总额	1856	2163	2588	3081	流动负债合计	2611	3254	3754	4413
%营业收入	31%	31%	32%	32%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	299	324	388	462	应付债券	0	0	0	0
净利润	1557	1838	2200	2619	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1557	1839	2200	2620	其他非流动负债	144	144	144	144
少数股东损益	0	-1	-1	-1	负债合计	2755	3398	3898	4557
EPS (元)	2.42	2.86	3.42	4.07	归属于母公司所有者权益	10310	10313	10317	10321
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	22	21	20	20
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	10332	10334	10337	10340
经营活动现金流净额	2171	628	2304	2611	负债及股东权益	13087	13732	14235	14897
取得投资收益收回现金	65	65	79	79	基本指标				
长期股权投资	1	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-97	-9	-25	-24	每股收益	2.42	2.86	3.42	4.07
其他	-3235	-130	-377	-377	每股经营现金流	3.37	0.98	3.58	4.05
投资活动现金流净额	-3266	-74	-323	-322	市盈率	25.92	21.18	17.70	14.87
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.92	3.78	3.78	3.77
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	19.41	15.15	12.88	11.06
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	11.8%	13.7%	15.7%	18.0%
筹资成本	-1883	-1836	-2197	-2616	净资产收益率	15.1%	17.8%	21.3%	25.4%
其他	-96	0	0	0	净利率	26.3%	26.3%	27.0%	27.3%
筹资活动现金流净额	-1978	-1836	-2197	-2616	资产负债率	21.1%	24.7%	27.4%	30.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-3074	-1282	-216	-327	总资产周转率	0.45	0.52	0.58	0.66

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。