



东阿阿胶 (000423.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

药消双轮乘风起，阿胶砥柱立潮头

投资逻辑

核心业务稳健增长，阿胶块基本盘持续巩固。作为阿胶行业绝对龙头，公司凭借强品牌壁垒与精细化库存管理实现业绩韧性增长。根据公司公告，2024年公司阿胶块实现双位数增长。在消费环境偏弱弱的情况下，逆周期验证品牌统治力。库存改善后，21年以来公司归母净利润自低点起恢复趋势良好，24年公司归母净利润约15.6亿元，同比+35.3%。重视库存管理，叠加终端强控价能力，阿胶块有望延续稳定现金流贡献。

复方阿胶浆：快速增长的气血双补独家产品，院内外渗透率仍有提升空间。公司战略聚焦复方阿胶浆大品种培育，23年启动资源倾斜后成效显著：①零售端：中康数据显示，全国零售终端23年销售额约为20.2亿元（同比+41.3%），24年提升至23.2亿元（同比+14.8%）。②区域结构：参考公司整体营收占比，华东约占50%左右，其他区域仍有拓展空间，便携剂型+明确功效定位+重视市场推广，支撑其扩面发展。③院端开发：当前复方阿胶浆院内收入占比约10%，若新适应症拓展（如癌因性疲乏）顺利，有望打开增量空间。

年轻化与品类创新双突破，构建多元增长引擎。①阿胶糕：24年收入同比+10%以上，主打轻滋补即时消费场景；②阿胶粉：24年收入同比+75%以上，速溶剂型契合都市快节奏养生需求；③男士滋补：23年推出“皇家围场1619”品牌，有望通过药理研究+场景营销切入蓝海市场。

财务健康度突出，分红政策友好。公司现金流充裕且资本结构优异，支撑可持续分红政策：①分红力度：21-24年股利支付率均超96%，24年股息率升至3.85%；②现金储备：截至24年末，公司货币资金+交易性金融资产超85亿元，资产负债率为21.1%，有息负债率仅为1.4%。公司24年首次实施中期分红，充裕在手资金为持续优异的股东回报提供基础。

盈利预测、估值和评级

公司具备阿胶强品牌力护城河，辅以持续的市场投入，业绩有望实现稳健增长。同时，公司现金流健康，分红政策友好。预计公司25-27年营业收入分别为68.96亿元、79.97亿元、92.23亿元，分别同比增长16%、16%、15%；归母净利润为18.4亿元、21.6亿元、25.1亿元，分别同比增长18%、18%、16%，对应EPS分别为2.86元、3.36元、3.90元。我们给予公司25年24xPE，目标价68.57元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

单一品类产品占比较大风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、政策风险、新品放量不及预期风险等

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：60.11 元

目标价 (人民币)：68.57 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,715	5,921	6,896	7,997	9,223
营业收入增长率	16.66%	25.57%	16.48%	15.96%	15.33%
归母净利润(百万元)	1,151	1,557	1,840	2,164	2,510
归母净利润增长率	47.55%	35.29%	18.17%	17.59%	16.01%
摊薄每股收益(元)	1.787	2.418	2.857	3.360	3.898
每股经营性现金流净额	3.03	3.37	2.99	3.65	4.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.74%	15.10%	17.73%	20.70%	23.80%
P/E	27.60	25.94	21.04	17.89	15.42
P/B	2.96	3.92	3.73	3.70	3.67

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、历久弥新，阿胶龙头再启航.....	4
1.1 深耕七十载，打造阿胶知名品牌.....	4
1.2 主动调整走出困境，公司业绩持续增长.....	6
二、药品+消费品双轮驱动，阿胶龙头再露峥嵘.....	7
2.1 阿胶块：品牌力强+库存改善，OTC 滋补大单品有望平稳增长.....	7
2.1.1 补气补血类市场持续扩容，公司阿胶是同类产品绝对龙头.....	7
2.1.2 上游：驴存量减少，驴皮价格预期呈上升趋势.....	10
2.1.3 下游：渠道库存改善，理顺价格生态.....	11
2.2、复方阿胶浆：气血双补品牌已立，医疗渠道亦具拓展空间.....	12
2.3、品牌焕新，产品延伸打造新增长曲线.....	14
2.3.1 桃花姬阿胶糕、阿胶速溶粉持续增长.....	14
2.3.2 “皇家围场 1619”：布局男士滋补，有望成为增长新曲线.....	14
三、盈利预测与投资建议.....	14
3.1 盈利预测.....	14
3.2 投资建议及估值.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司部分重点产品.....	4
图表 2： 第一期限限制性股票激励计划（草案修订稿）中公司业绩考核目标.....	5
图表 3： 公司股利支付率高，股息率升至 24 年的 3.85%.....	5
图表 4： 公司经营活动现金流净额（亿元）状况良好.....	5
图表 5： 24 年公司货币资金+交易性金融资产超 85 亿元.....	6
图表 6： 公司资产负债率及有息负债率均处于较低水平.....	6
图表 7： 2020 年以来公司营收持续增长.....	6
图表 8： 2020 年来公司利润端自低点起恢复趋势良好.....	6
图表 9： 阿胶及系列产品收入占公司营收比例超过 9 成.....	7
图表 10： 2020 年来公司销售费用率总体呈上升趋势.....	7
图表 11： 2020 年来公司毛利率持续提升.....	7
图表 12： 2023 年补气补血类零售终端销售额同比+21.7%.....	8
图表 13： 阿胶、复方阿胶浆位列 2024 年中国零售药店终端补血中成药产品 TOP20 前二.....	8
图表 14： 2024 年中国零售药店终端补血中成药品牌 TOP20 中，公司占据前两席.....	9
图表 15： 阿胶零售终端销售额 2020 年以来保持在 56-65 亿之间.....	9
图表 16： 我国驴数量逐渐减少.....	10
图表 17： 进口未剖层的整张马科动物皮（吨）有所波动.....	10
图表 18： 2018-2021 年驴皮价格（元/kg）有所上升.....	10
图表 19： 2022-2023 年驴皮价格相对平稳.....	10
图表 20： 2010-2018 年公司阿胶块出厂价调价 12 次.....	11



图表 21: 公司近年来库存持续改善.....	11
图表 22: 2023 年以来, 公司复方阿胶浆零售终端销售额 (百万元) 增长显著.....	12
图表 23: 公司收入构成, 华东地区占主要部分.....	13
图表 24: 公司重视市场推广, 力求品牌唤醒、焕新.....	13
图表 25: “桃花姬”阿胶糕、小金条阿胶速溶粉有望引领养生新时尚.....	14
图表 26: 公司收入拆分及预测.....	15
图表 27: 公司费用率预测.....	15
图表 28: 相对估值表.....	15



一、历久弥新，阿胶龙头再启航

1.1 深耕七十余载，打造阿胶知名品牌

东阿阿胶股份有限公司（简称“东阿阿胶”）是阿胶及系列产品生产经营企业，隶属央企华润集团。公司前身为山东东阿阿胶厂，1952年建厂，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）有限公司。公司主要从事阿胶及系列中成药、保健食品和食品的研发、生产和销售，拥有3次驰名商标认定保护记录，产品除国内还销往东南亚、欧美等10多个国家和地区。

历经多年发展，公司成功打造阿胶及系列产品，如OTC第一大单品、滋补养生第一品牌东阿阿胶，传承四百多年的中药独家品种复方阿胶浆，引领滋补健康新潮流的“桃花姬”阿胶糕，引领阿胶养生新时尚的阿胶速溶粉等。此外，公司战略布局男士滋补健康新赛道，推出“皇家围场1619”品牌，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，拓展男士滋补养生新人群。

图表1：公司部分重点产品

类别	产品	功能
阿胶及系列产品	东阿阿胶	补血滋阴、润燥、止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸、心烦不眠、肺燥咳嗽等。
	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。
	“桃花姬”阿胶糕	保健食品
	阿胶速溶粉	保健食品
其他药品及保健品	皇家围场1619	包含健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液等，温补肾阳，固本培元。
	龟甲胶	滋阴，养血。用于阴虚潮热，骨蒸盗汗，腰膝酸软，血虚萎黄。
	骨龙胶囊	散寒止痛，活血祛风，强筋壮骨。用于风湿性关节炎及类风湿性关节炎风寒痹阻，肝肾不足者，症见关节冷痛、屈伸不利、腰膝酸软、下肢无力。
	鹿角胶	温补肝肾，益精养血。用于血虚头晕，腰膝酸冷，虚劳消瘦。

来源：公司公告，公司官网，中国医药信息查询平台，国金证券研究所

管理层背景契合公司产品的发展。程杰先生于2022年初加入公司担任总裁，其曾任华润三九999感冒灵产品经理、澳诺（中国）制药有限公司党支部书记等，999感冒灵、澳诺葡萄糖酸钙锌口服溶液均为各自领域零售端销售额排名前列的产品。程杰先生过往任职经历与公司产品发展相契合，其于24年10月被任命为公司董事长，有望继续助力阿胶系列的品牌建设及销售增长。

组织重塑提升人效。根据公司披露信息，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%。公司通过不断深化组织重塑，全面贯通职位与职级体系，有望持续提升组织整体效能与竞争力。

推出股权激励计划，彰显公司高质量发展信心。2025年1月10日，公司发布《第一期限制性股票激励计划（草案修订稿）》。本次激励计划拟授予不超过124.7209万股限制性股票，占公司股本总额64397.6824万股的0.1937%。首次授予的限制性股票的授予价格为37.22元/股，首次拟授予激励对象179人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、科研骨干人员、高技能人员与业务骨干人员。



公司层面的考核设置 2025-2027 年归母净利润复合增长率不低于 15%，对应年度归母净利润绝对值分别为 15.22 亿元、17.50 亿元、20.13 亿元，复合增长率较修订前有所降低，但考核绝对值有所提高（原草案 2025-2026 年度归母净利润绝对值分别为 13.48 亿元、16.17 亿元）。且考核目标更加多元化，综合考虑多方面因素：比如在各考核年度均需完成当年集团公司下发的产业链相关任务。草案修订稿较修订前要求更高，表现更加积极，有望通过多元化考核指标体系实现更高质量的发展。

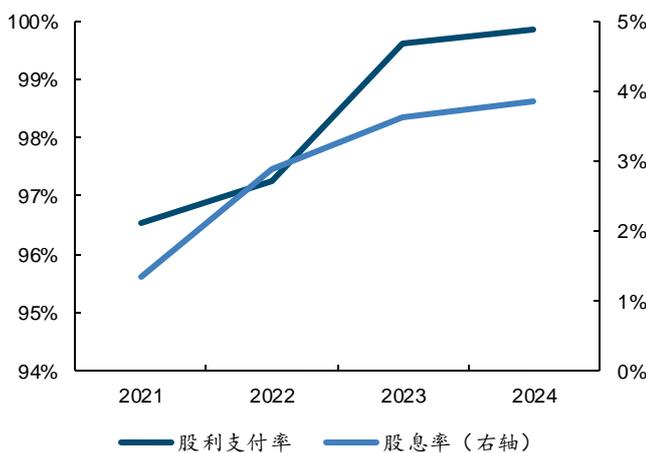
图表2：第一期限制性股票激励计划（草案修订稿）中公司业绩考核目标

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2023年为基准)	其他
第一个解除限售期	2025年	不低于11.5%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平	归母净利润复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且不出现负增长	经济增加值改善值(ΔEVA)大于0；完成集团公司下发的产业链相关任务。
第二个解除限售期	2026年	不低于12.00%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平	归母净利润复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且不出现负增长	经济增加值改善值(ΔEVA)大于0；完成集团公司下发的产业链相关任务。
第三个解除限售期	2027年	不低于12.50%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平	归母净利润复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位水平或不低于同行业平均水平，且不出现负增长	经济增加值改善值(ΔEVA)大于0；完成集团公司下发的产业链相关任务。

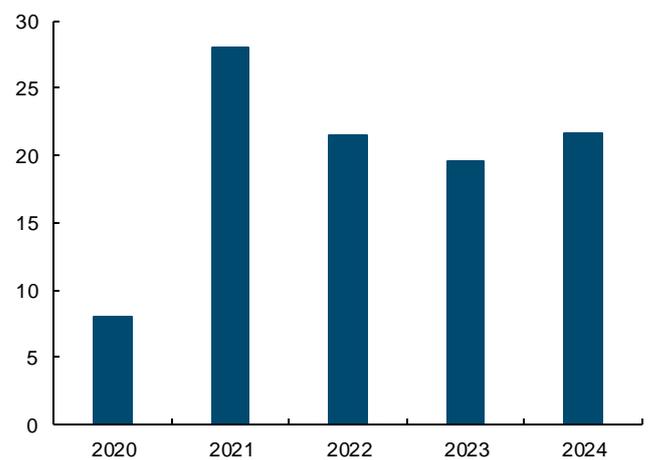
来源：公司公告，国金证券研究所

近年持续高分红，2024 年首次中期分红。2021 年-2024 年，公司每年股利支付率均超过 96%，24 年股息率升至 3.85%。公司于 2024 年首次中期分红，向全体股东每 10 股派约 11.47 元人民币现金（含税）。公司现金流健康，负债率低，截至 24 年末，公司货币资金+交易性金融资产超 85 亿元，资产负债率为 21.1%，有息负债率仅为 1.4%。在良好的财务基础支撑下，公司后续仍有望继续保持优秀的分红政策。

图表3：公司股利支付率高，股息率升至 24 年的 3.85%



图表4：公司经营活动现金流净额（亿元）状况良好

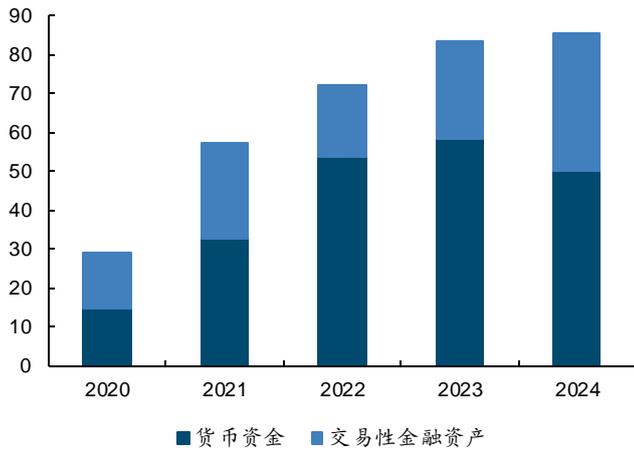


来源：iFinD，国金证券研究所，注：用于计算股息率的股价，取的是当年年末最后一个交易日的收盘价

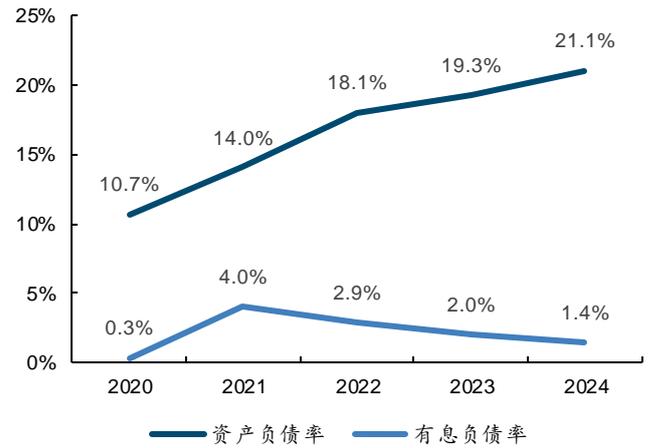
来源：iFinD，国金证券研究所



图表5: 24年公司货币资金+交易性金融资产超85亿元



图表6: 公司资产负债率及有息负债率均处于较低水平



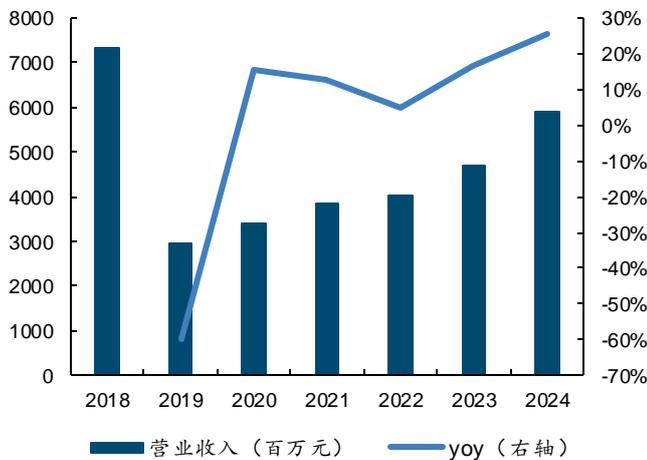
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

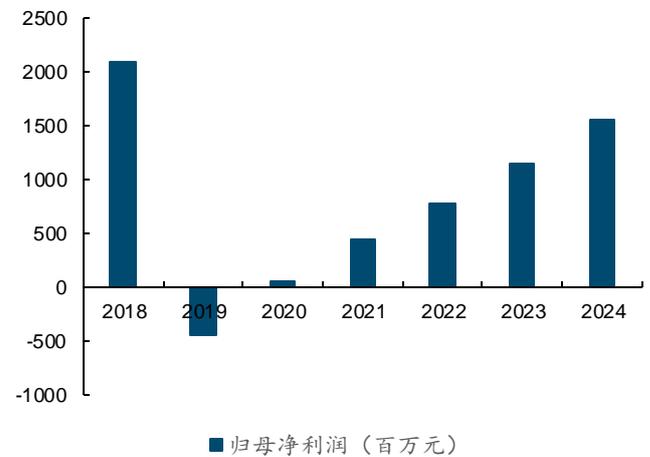
1.2 主动调整走出困境, 公司业绩持续增长

库存改善, 业绩迎来快速增长。由于阿胶系列贡献公司绝大部分收入, 其库存良性程度决定了公司业绩增长的稳定性。2019年后, 公司重视渠道库存管理, 改善此前因库存积压导致的业绩承压情况。2020年以来, 公司逐步走出困境, 24年营业收入约59.2亿元, 同比+25.6%, 21-24年公司营收CAGR为15%; 24年公司归母净利润约15.6亿元, 同比+35.3%, 扣非归母净利润约14.4亿元, 同比+33.2%, 利润端自低点起恢复趋势良好。

图表7: 2020年以来公司营收持续增长



图表8: 2020年来公司利润端自低点起恢复趋势良好

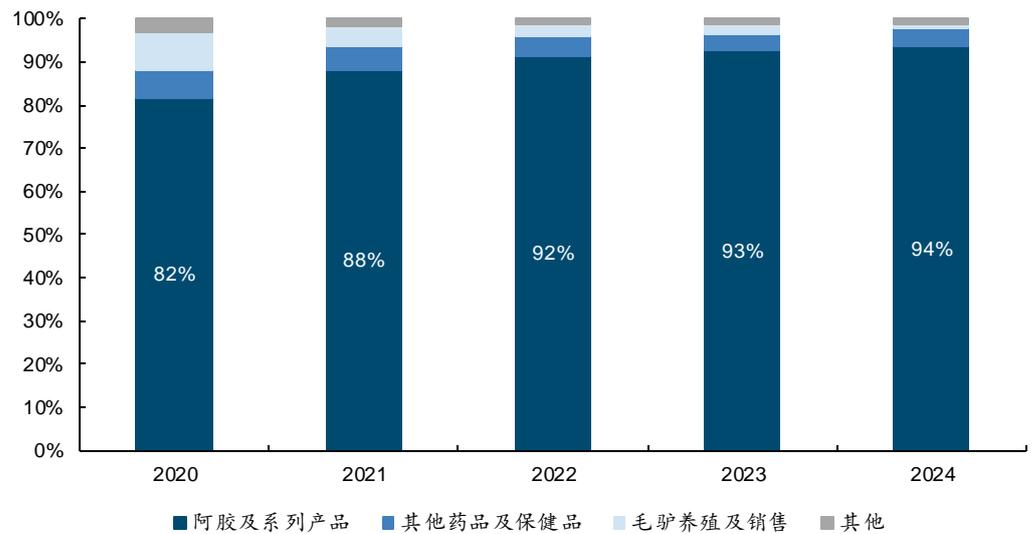


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所



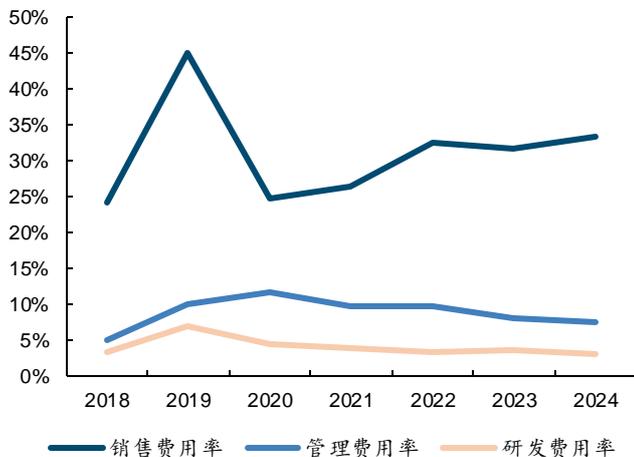
图表9：阿胶及系列产品收入占公司营收比例超过9成



来源：iFinD，国金证券研究所

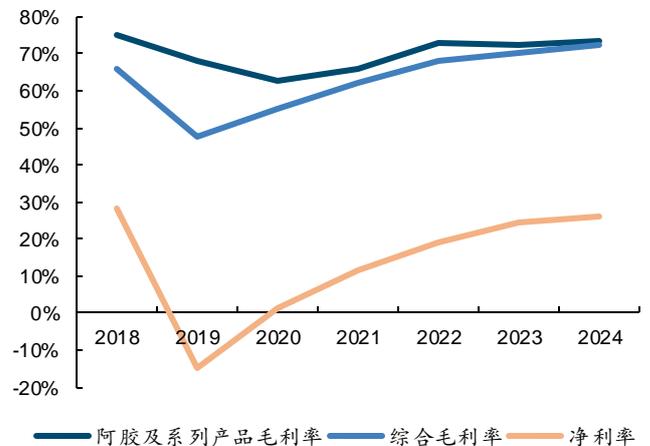
销售费用投入有所加大，毛利率稳步上升。公司销售费用率自2020年的24.6%提升至2024年的33.3%，与公司加大品牌焕新、渠道动销投入销售费用增加有关。管理费用率持续下降，总体人效提升。公司营收中占比最高的阿胶及系列产品毛利率总体呈上升趋势，推动公司总体毛利率稳步上升，2024年公司毛利率为72.4%，净利率为26.3%。

图表10：2020年来公司销售费用率总体呈上升趋势



来源：iFinD，国金证券研究所

图表11：2020年来公司毛利率持续提升



来源：iFinD，国金证券研究所

二、药品+消费品双轮驱动，阿胶龙头再露峥嵘

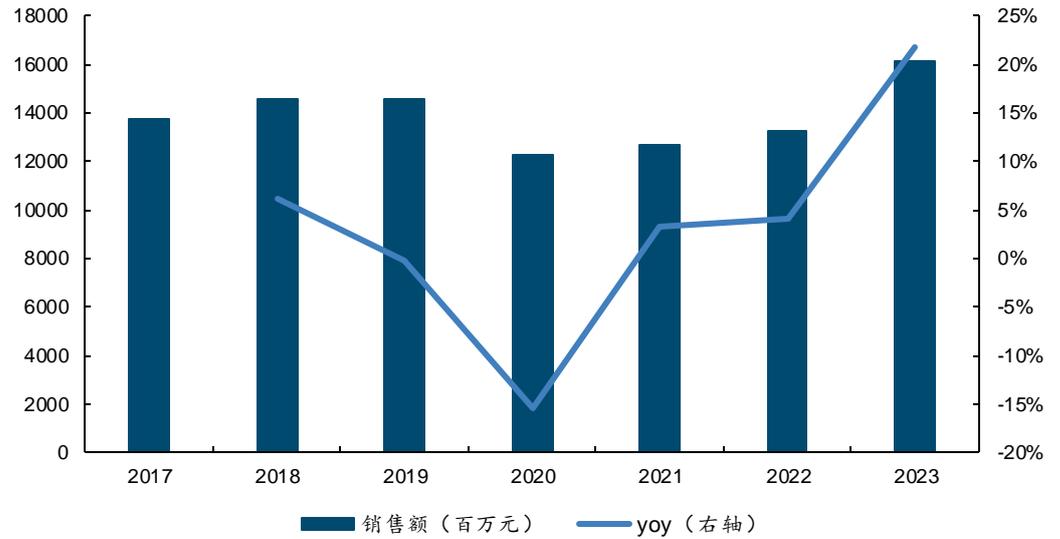
2.1 阿胶块：品牌力强+库存改善，OTC滋补大单品有望平稳增长

2.1.1 补气补血类市场持续扩容，公司阿胶是同类产品绝对龙头

近年来，居民身体康复、滋补保健需求上升，补气补血类产品在零售终端销售额也有明显提高，根据中康开思数据，2023年补气补血类产品在零售终端的销售额突破160亿元，同比增长21.7%。



图表12: 2023年补气补血类零售终端销售额同比+21.7%



来源: 新康界, 中康开思, 国金证券研究所

根据米内网数据, 2024年中国零售药店终端补血中成药产品TOP20中, 阿胶、复方阿胶浆是前二大类产品, 并且与其他品类拉开明显差距。从品牌来看, 公司的阿胶和复方阿胶浆亦是2024年中国零售药店终端补血中成药销售额前二大品牌。

图表13: 阿胶、复方阿胶浆位列2024年中国零售药店终端补血中成药产品TOP20前二

排名	产品名称	销售额 (亿元)	在销企业数
1	阿胶	55+	40
2	复方阿胶浆	17+	1
3	阿胶补血口服液	3+	9
4	归脾丸	2+	44
5	龟甲胶	1+	18
6	益血生胶囊	1+	1
7	生血宝合剂	1+	1
8	归脾丸(浓缩丸)	1+	6
9	阿胶黄芪口服液	*	1
10	益血生片	*	1
11	石榴补血糖浆	*	1
12	归脾片	*	2
13	归脾合剂	*	7
14	阿胶益寿口服液	*	15
15	复方红衣补血口服液	*	1
16	益气维血颗粒	*	1
17	益气维血胶囊	*	1
18	养血饮口服液	*	1
19	健脾生血颗粒	*	1
20	归脾颗粒	*	1

来源: 米内网, 国金证券研究所, 注: 销售额低于1亿元用*表示



图表14：2024年中国零售药店终端补血中成药品牌TOP20中，公司占据前两席

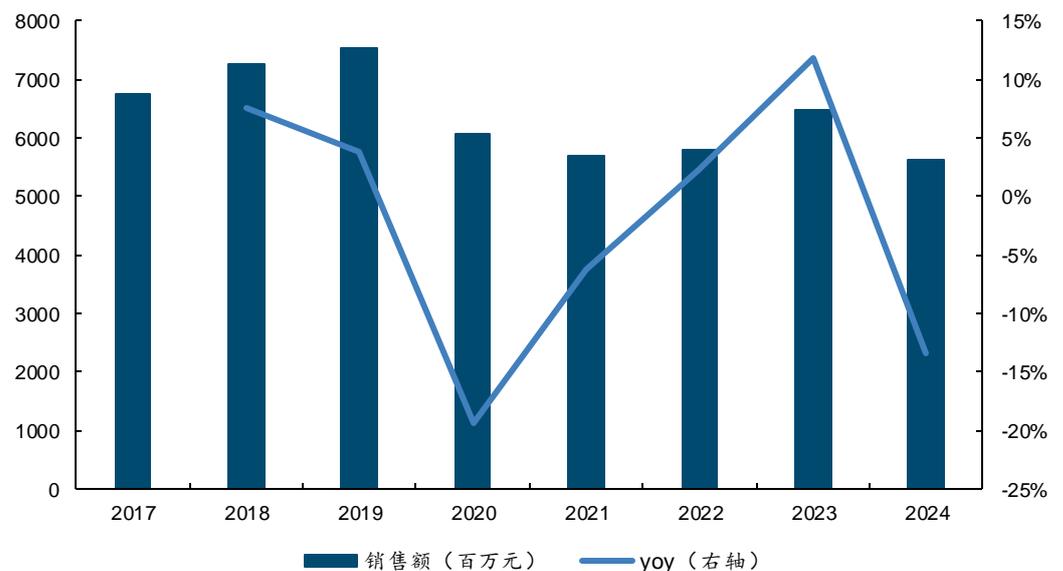
排名	产品名称	企业简称	销售额（亿元）
1	阿胶	东阿阿胶	27+
2	复方阿胶浆	东阿阿胶	17+
3	阿胶	山东福牌阿胶	13+
4	阿胶	山东宏济堂制药集团	7+
5	阿胶补血口服液	山东福牌制药	3+
6	归脾丸	仲景宛西制药	1+
7	阿胶	九芝堂	1+
8	益血生胶囊	吉林三九金复康药业	1+
9	生血宝合剂	清华德人西安幸福制药	1+
10	阿胶	东阿国胶堂阿胶药业	*
11	阿胶	湖南东健药业	*
12	阿胶黄芪口服液	河北君临药业	*
13	益血生片	吉林吉尔吉药业	*
14	石榴补血糖浆	新疆维吾尔药业	*
15	归脾丸(浓缩丸)	九芝堂	*
16	阿胶	山东古阿井阿胶	*
17	阿胶	山东东滕阿胶	*
18	归脾片	太极集团重庆桐君阁药厂	*
19	龟甲胶	湖北老中医制药	*
20	复方红衣补血口服液	翔宇药业	*

来源：米内网，国金证券研究所，注：销售额低于1亿元用*表示

阿胶可以补血滋阴、润燥、止血，用于血虚萎黄、眩晕心悸、心烦不眠、肺燥咳嗽等，是补血类的明星产品。2023年阿胶在全国零售终端销售额约为65亿元，同比+11.8%，创近6年来销售增速新高。2024年，在消费偏弱、零售药店行业整体表现不景气的环境下，阿胶在全国零售终端销售额约为56亿，同比-13%。

公司是阿胶品类的绝对龙头，根据中康数据，2024年公司阿胶块零售终端市占率为67.4%。根据公司公告，2024年公司阿胶块实现双位数增长，逆周期验证品牌统治力。

图表15：阿胶零售终端销售额2020年以来保持在56-65亿之间



来源：第一药店财智，中康开思，中康 CMH，国金证券研究所



2.1.2 上游：驴存量减少，驴皮价格预期呈上升趋势

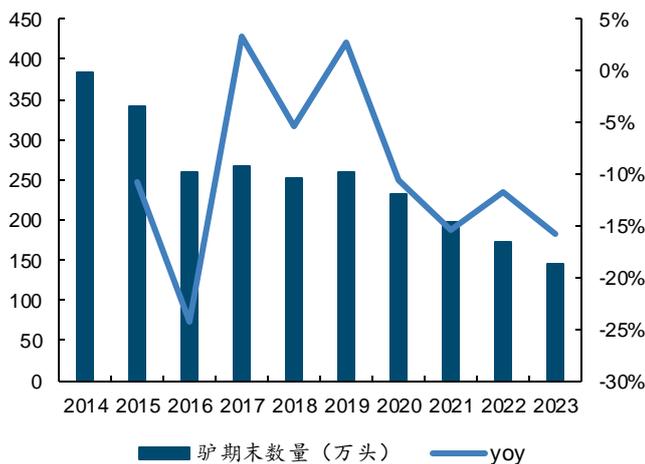
驴皮是阿胶的主要原材料，驴的数量又会影响驴皮供应。

- 国内：由于驴传统役用功能的丧失，导致驴饲养规模逐渐下降，且驴繁育周期较长，因此我国驴存栏量逐渐减少，根据国家统计局公布数据，2023 年我国驴存栏量降至 146 万头。
- 进口：2016 年及以前，国内阿胶生产量增长，驴皮价格提升。2016-2017 年驴皮进口规模大，国内驴皮价格逐渐走低。2018 年以后，国内阿胶生产、销售经过调整逐步恢复良性循环，对驴皮需求增加，而受外部公共卫生环境因素影响，驴皮进口一度处于停滞状态，驴皮库存量减少，驴皮价格有所回升。

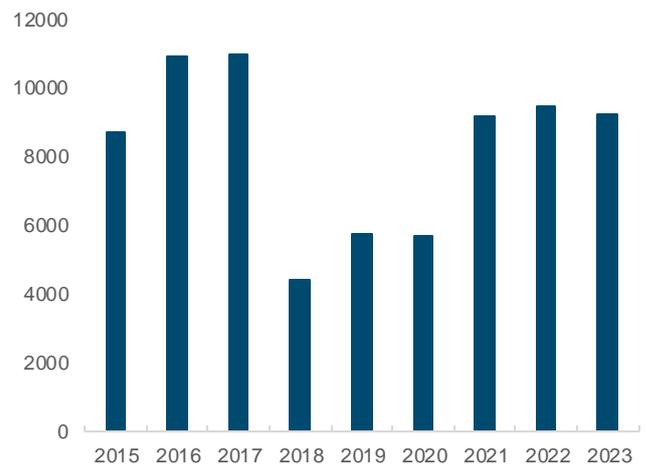
在国内驴存量减少，国外驴皮进口量有所波动的情况下，预计未来随着阿胶行业发展，驴皮价格总体呈上升趋势。

根据公司 2024 年 8 月投资者关系文件，公司驴皮来源中，进口驴皮约占三分之一左右。未来公司将聚焦国内国外两大市场，持续优化驴皮原料供应保障机制，保障驴皮原料供应。

图表16：我国驴数量逐渐减少



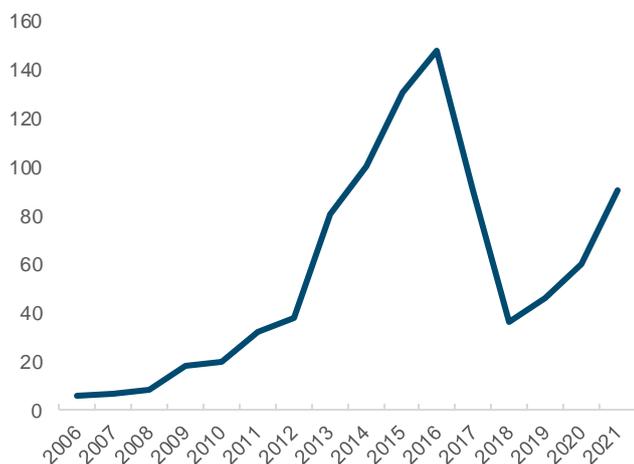
图表17：进口未剖层的整张马科动物皮 (吨) 有所波动



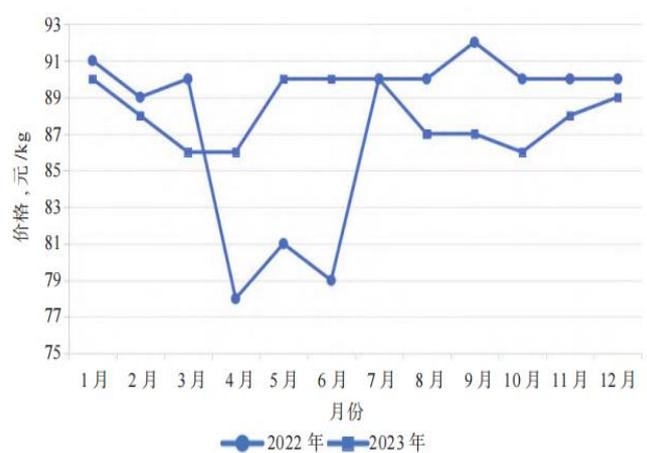
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

图表18：2018-2021 年驴皮价格 (元/kg) 有所上升



图表19：2022-2023 年驴皮价格相对平稳



来源：中国畜牧业协会驴业分会，国金证券研究所

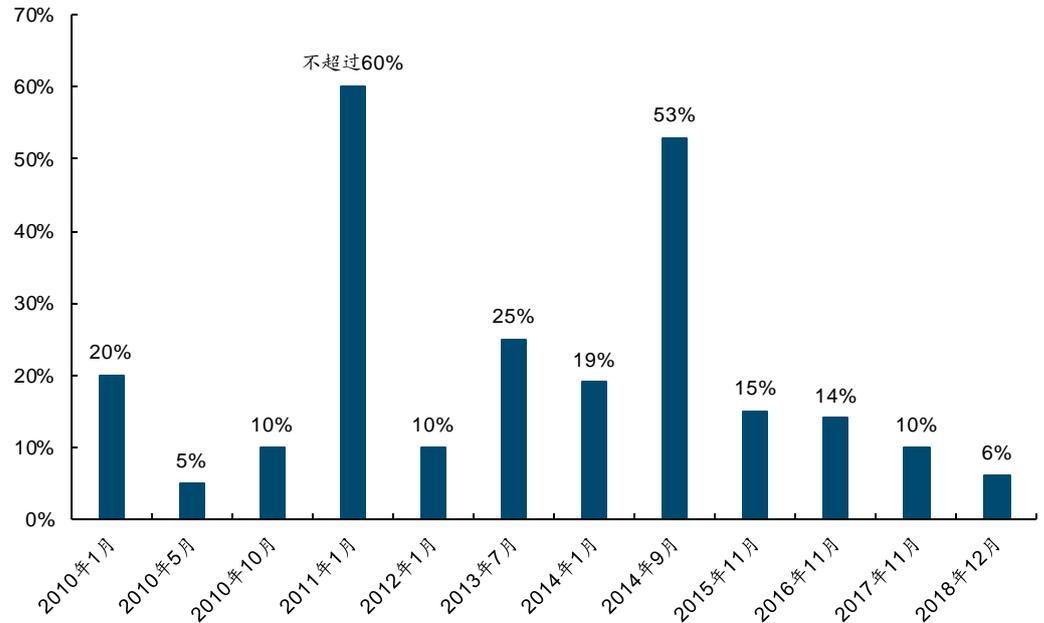
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所



2.1.3 下游：渠道库存改善，理顺价格生态

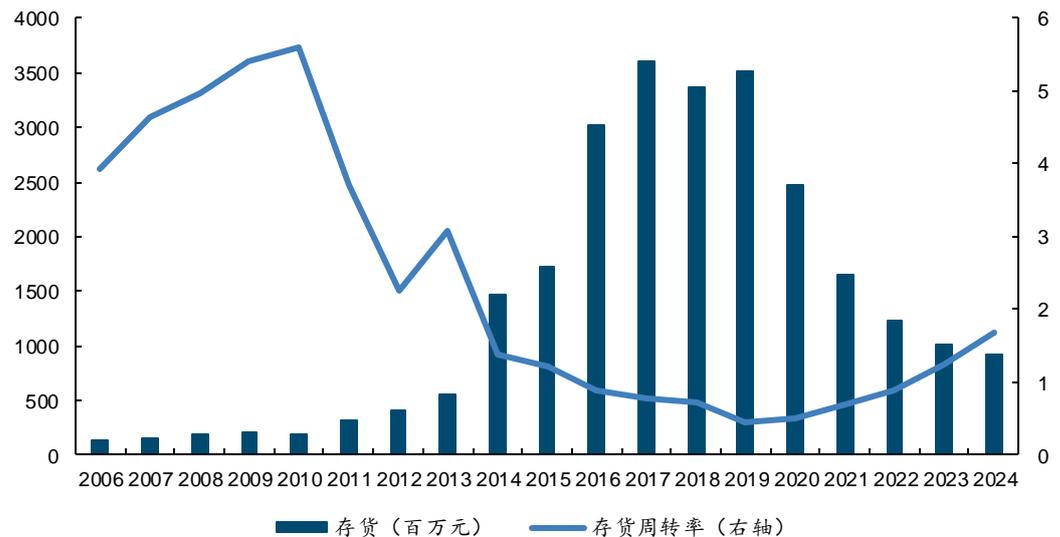
历史上，公司阿胶系列产品经历多次提价，2010-2018年期间，阿胶块出厂价提价12次。基于提价预期，渠道库存逐年攀升，公司存货周转率下降，2019年存货周转率降至0.45。2019年，公司顺应渠道变化，进行降库存的调整。2020年，公司聚焦渠道“去库存、保增长”开展系列营销动作，拉动渠道及终端库存消化，截至当年底库存已明显改善。

图表20：2010-2018年公司阿胶块出厂价提价12次



来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：公司近年来库存持续改善



来源：iFinD，国金证券研究所

2022年3月初，公司启动“生态共赢·春雷行动”生态秩序治理专项行动，辐射全国，覆盖全网，全面治理产品价格乱象。利用二维码和物联网技术，监控产品流通环节，实现生产厂家、经销商、消费者之间的商品信息互联互通，严防窜货现象，有效维护市场秩序，确保产品价格合理公平。



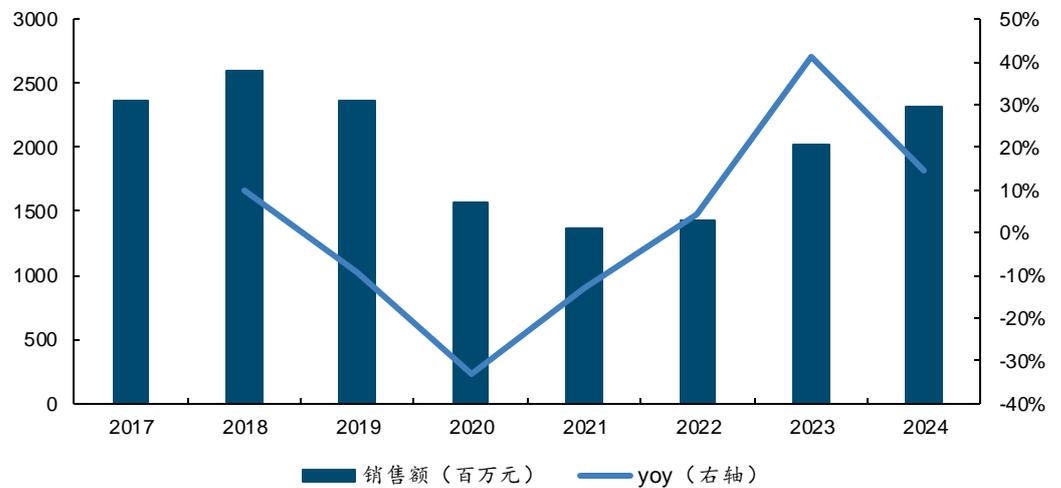
价格生态稳定，重视库存管理，且在弱消费环境中逆势提升市占率，我们认为，公司阿胶的品牌力已经充分彰显，未来阿胶的基本盘有望相对平稳。

2.2、复方阿胶浆：气血双补品牌已立，医疗渠道亦具拓展空间

复方阿胶浆是 OTC 乙类药品，以阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂为原料，可补气养血，用于气血两虚，头晕目眩，心悸失眠，食欲不振及贫血。

复方阿胶浆是公司气血双补的独家品种，立足于自身强大的品牌力，公司 2023 年开始启动复方阿胶浆大品种战略，着力提升产品渗透率，成效显著，根据中康数据，其全国零售终端 23 年销售额约为 20.2 亿元，同比+41.3%，24 年销售额约为 23.2 亿元，同比+14.8%，在 23 年高速增长的基础上进一步放量。且 2017 年国家医保目录中，复方阿胶浆限有重度贫血检验证据，2023 年国家医保目录中已解除该限制，亦有助于复方阿胶浆持续增长。

图表22：2023 年以来，公司复方阿胶浆零售终端销售额（百万元）增长显著



来源：新康界，中康开思，国金证券研究所

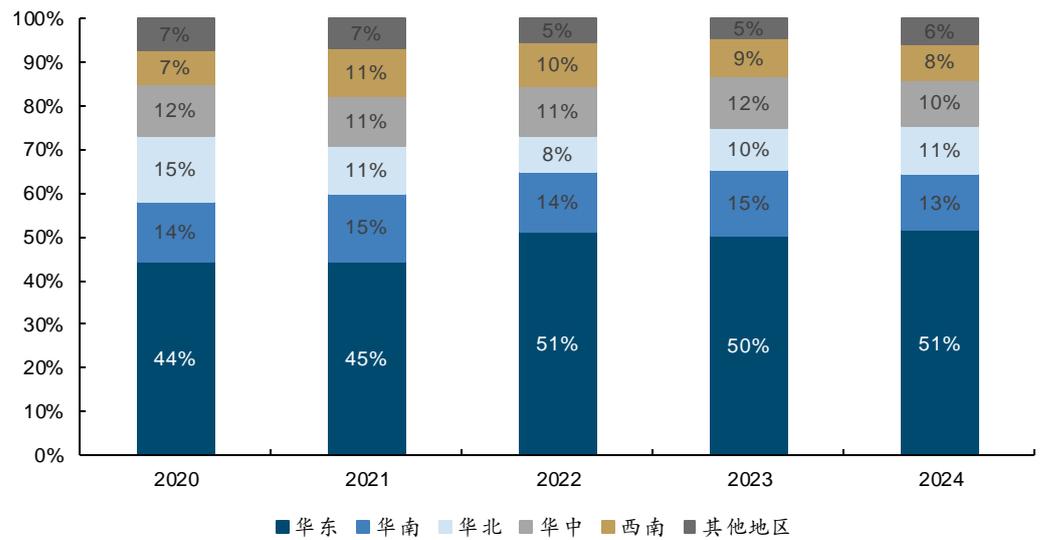
我们认为，复方阿胶浆院外市场仍有放量空间，若适应症拓展顺利，院内市场同样具有开发潜力。

院外：重视市场推广，有望提升空白市场渗透率。

- 从区域分布来看，华东地区贡献公司约一半的营业收入，其他区域仍有待开发。复方阿胶浆是液体，每瓶 20ml，无论是携带还是服用都较为便利，具备大范围推广的基础。



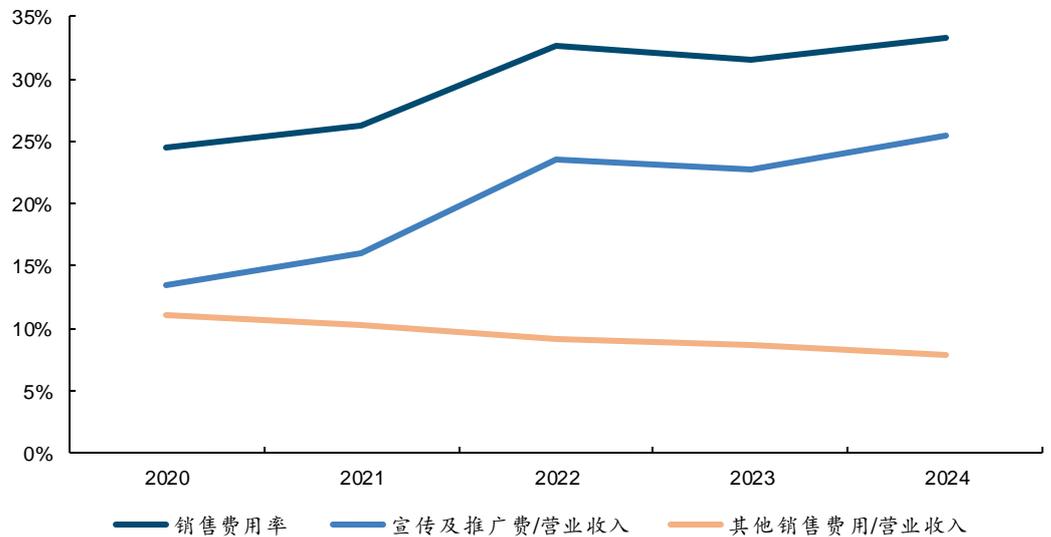
图表23: 公司收入构成, 华东地区占主要部分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从销售费用拆解来看, 公司在困境反转后销售费用率趋势上有所提升, 主要投向是宣传及推广费, 其他销售费用与营收之比是稳步下降的。在体现经营效率提升的同时, 公司注重市场推广的策略是明确的, 从近年来复方阿胶浆等产品的增长来看, 公司品牌唤醒、焕新效果显著。公司现金流良好, 能支撑与产品增长的匹配的品牌投入, 促进产品放量, 形成正向循环。

图表24: 公司重视市场推广, 力求品牌唤醒、焕新



来源: 公司公告, 国金证券研究所

院内: 若新适应症拓展顺利, 医疗渠道亦是未来值得期待的增长点

根据公司公告, 目前公司对复方阿胶浆开展一系列研究项目, 包括妊娠贫血、产后贫血和卵巢储备功能下降等。癌因性疲乏新适应症的二期临床研究项目在 24 年 11 月正式启动。24 年 6 月, 复方阿胶浆治疗癌因性疲乏研究成果获 24 年度 ASCO 年会“特别优异奖”, 在全球 5 个“特别优异奖”中, 复方阿胶浆是唯一的中国中成药; 10 月在 21 届美国整合肿瘤学会 (SIO) 年度会议上, 再次荣获 SIO 最佳研究奖项。根据 24 年 8 月的公司公告, 复方阿胶浆在医院渠道的占比在 10% 以内, 未来还有拓展空间。



2.3、品牌焕新，产品延伸打造新增长曲线

2.3.1 桃花姬阿胶糕、阿胶速溶粉持续增长

“桃花姬”阿胶糕是以核桃仁、黑芝麻以及阿胶为原料的保健食品，作为公司健康消费品领域的核心品牌，以快消品思路打造，通过签约实力派明星代言，配合多媒体+高频次覆盖重点市场，深化动销和终端渗透，以山东市场为圆心向全国扩散，希望实现从区域性品牌到全国性品牌的迈进。

东阿阿胶小金条阿胶速溶粉，是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。

图表25：“桃花姬”阿胶糕、小金条阿胶速溶粉有望引领养生新时尚



来源：公司公告，国金证券研究所

走时尚路线、曝光度持续提升，阿胶糕、阿胶粉亦有望充分受益于公司的市场推广。根据公司公告，24年桃花姬同比增长10%以上；阿胶粉继23年收入过亿元之后，24年同比增长75%以上。未来随着公司在健康消费品端的持续发力，以及自身品牌赋能下，阿胶糕、阿胶粉的收入有望保持良好增长。

2.3.2 “皇家围场 1619”：布局男士滋补，有望成为增长新曲线

“皇家围场 1619”，是公司在男士滋补健康新赛道战略布局的系列产品，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，拓展男士滋补养生新人群。公司已成立“皇家围场 1619”事业部，未来有望通过学术引领，阐明功效，打响男性滋补品牌。

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

- 阿胶及系列产品：阿胶块品牌力强，库存持续改善，收入体量有望保持平稳。复方阿胶浆作为公司气血双补的独家品种，公司对其实行大品种战略，在持续品牌投入下，复方阿胶浆渗透率有望进一步提升。阿胶糕、阿胶粉基数相对较低，尤其是阿胶粉未来有望保持较快增速。因此，预计25-27年公司阿胶及系列产品收入分别为64.63亿元、74.80亿元、85.82亿元，分别同比增长17%、16%、15%。公司通过集中采购等方式，降低原材料采购成本，以及实施精益项目如工艺改进等提质增效，24年毛利率提升约1.2pct。谨慎假设驴皮价格稳中有升，但考虑到高毛利率的复方阿胶浆收入占比有望继续提升，进而有望缓冲驴皮价格影响。预计25-27年阿胶及系列产品毛利率分别为73.0%、72.3%、72.1%。



- 其他药品及保健品：23 年推出“皇家围场 1619”品牌，“皇家围场 1619”是公司重点培育新品牌，亦有望在低基数下实现快速增长。预计 25-27 年公司其他药品及保健品收入分别为 2.92 亿元、3.75 亿元、4.95 亿元，分别同比增长 24%、28%、32%。规模提升下，毛利率有望改善，预计 25-27 年其他药品及保健品毛利率分别为 71.0%、71.5%、72.0%。

图表26：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4715	5921	6896	7997	9223
yoy	17%	26%	16%	16%	15%
毛利率	70.2%	72.4%	72.0%	71.5%	71.4%
阿胶及系列产品	4364	5544	6463	7480	8582
yoy	18%	27%	17%	16%	15%
毛利率	72.4%	73.6%	73.0%	72.3%	72.1%
其他药品及保健品	187	236	292	375	495
yoy	0%	26%	24%	28%	32%
毛利率	-	70.1%	71.0%	71.5%	72.0%
毛驴养殖及销售	97	69	62	56	50
yoy	-6%	-29%	-10%	-10%	-10%
毛利率	-	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	67	72	79	87	96
yoy	28%	7%	10%	10%	10%
毛利率	-	47%	40%	40%	40%

来源：iFinD，国金证券研究所

费用率：

- 销售费用率：近年来除阿胶块之外的其他阿胶系列产品总体处于快速上量期，“皇家围场 1619”等亦需要品牌投入，预期公司销售费用率短期不会出现大幅下降。预计公司 25-27 年销售费用率分别为 32.0%、31.0%、30.5%。
- 管理费用率、研发费用率：预计保持平稳。

图表27：公司费用率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	31.5%	33.3%	32.0%	31.0%	30.5%
管理费用率	8.0%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%
研发费用率	3.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

来源：iFinD，国金证券研究所

综上所述，我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 68.96 亿元、79.97 亿元、92.23 亿元，分别同比增长 16%、16%、15%；毛利率分别为 72.0%、71.5%、71.4%；归母净利润分别为 18.4 亿元、21.6 亿元、25.1 亿元，分别同比增长 18%、18%、16%，对应 EPS 分别为 2.86 元、3.36 元、3.90 元。

3.2 投资建议及估值

公司拥有历史悠久的传统名品，我们选择类似属性的中药企业片仔癀、云南白药、同仁堂作为可比公司。我们认为，公司品牌力强，业绩有望实现稳健增长，现金流健康，分红政策友好。参考可比公司，给予公司 25 年 24xPE，对应市值 442 亿元，对应目标价 68.57 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表28：相对估值表

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E



600436.SH	片仔癀	203.80	4.64	4.93	6.06	6.97	-	52	44	34	29	-
000538.SZ	云南白药	56.35	2.28	2.54	2.80	3.07	-	22	22	20	18	-
600085.SH	同仁堂	36.92	1.22	1.25	1.44	1.66	-	44	29	26	22	-
	平均数							39	32	26	23	-
000423.SZ	东阿阿胶	60.11	1.79	2.42	2.86	3.36	3.90	28	26	21	18	15

来源：wind，国金证券研究所，注：收盘价为 2025 年 3 月 28 日收盘数据，可比公司预测数据为 2025 年 3 月 28 日收盘后 wind 一致预期，其中片仔癀已发业绩快报，EPS 及 PE 为 wind 根据业绩快报更新，另外可比公司 2027 年尚无一致预期，用“-”代替

风险提示

单一品类产品占比较大风险：阿胶及系列产品收入占公司营收 90%以上，若阿胶块、复方阿胶浆等销售不及预期，会对公司总体业绩表现产生重要影响。

市场竞争加剧风险：随着滋补养生观念提升，市场扩容下，可能有更多竞品出现。存量竞品亦可能通过进一步降价等措施争夺市场份额。

原材料价格波动风险：驴存量减少，驴皮价格存在上升可能。复方阿胶浆成分中的红参、熟地黄、党参、山楂等原材料的价格亦有可能波动。

政策风险：24 年以来的价格治理措施、集采提质扩面等，未来仍有可能进一步延续，届时可能对行业继续带来普遍影响。公司复方阿胶浆目前院内收入占比较低，若未来院内收入占比提升，销售体量提高，仍有可能被集采纳入。独家中成药产品近年来集采降价幅度相对平稳，若被集采纳入，仍需关注以价换量情况。

新品放量不及预期风险：公司阿胶糕、阿胶粉面临激烈的健康消费品市场竞争，销售可能不达预期。“皇家围场 1619”尚需培育，成长曲线存在不确定性风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,042	4,715	5,921	6,896	7,997	9,223
增长率		16.7%	25.6%	16.5%	16.0%	15.3%
主营业务成本	-1,281	-1,403	-1,633	-1,933	-2,279	-2,638
%销售收入	31.7%	29.8%	27.6%	28.0%	28.5%	28.6%
毛利	2,761	3,312	4,288	4,963	5,718	6,584
%销售收入	68.3%	70.2%	72.4%	72.0%	71.5%	71.4%
营业税金及附加	-68	-67	-76	-90	-104	-120
%销售收入	1.7%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-1,318	-1,486	-1,973	-2,207	-2,479	-2,813
%销售收入	32.6%	31.5%	33.3%	32.0%	31.0%	30.5%
管理费用	-387	-377	-446	-517	-592	-673
%销售收入	9.6%	8.0%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%
研发费用	-138	-173	-174	-200	-232	-267
%销售收入	3.4%	3.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	850	1,208	1,619	1,949	2,311	2,711
%销售收入	21.0%	25.6%	27.3%	28.3%	28.9%	29.4%
财务费用	67	93	118	125	129	135
%销售收入	-1.7%	-2.0%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.5%
资产减值损失	-54	-17	17	0	0	0
公允价值变动收益	-5	0	8	0	0	0
投资收益	35	44	58	60	60	60
%税前利润	3.9%	3.2%	3.1%	2.8%	2.4%	2.0%
营业利润	915	1,360	1,849	2,165	2,530	2,936
营业利润率	22.6%	28.8%	31.2%	31.4%	31.6%	31.8%
营业外收支	-3	3	7	0	0	0
税前利润	912	1,363	1,856	2,165	2,530	2,936
利润率	22.6%	28.9%	31.3%	31.4%	31.6%	31.8%
所得税	-133	-211	-299	-325	-367	-426
所得税率	14.6%	15.5%	16.1%	15.0%	14.5%	14.5%
净利润	779	1,152	1,557	1,840	2,164	2,510
少数股东损益	-1	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	780	1,151	1,557	1,840	2,164	2,510
净利率	19.3%	24.4%	26.3%	26.7%	27.1%	27.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	779	1,152	1,557	1,840	2,164	2,510
少数股东损益	-1	1	0	0	0	0
非现金支出	225	180	140	133	136	139
非经营收益	-104	-60	-145	-67	-59	-59
营运资金变动	1,245	681	619	20	113	138
经营活动现金净流	2,145	1,953	2,171	1,926	2,354	2,728
资本开支	-46	-47	-97	-120	-120	-120
投资	557	-727	-3,265	0	0	0
其他	78	55	96	60	60	60
投资活动现金净流	590	-718	-3,266	-60	-60	-60
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-438	-779	-1,978	-1,772	-2,094	-2,416
筹资活动现金净流	-438	-779	-1,978	-1,772	-2,094	-2,416
现金净流量	2,297	456	-3,074	94	199	252

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,370	5,826	5,015	5,108	5,307	5,558
应收款项	1,242	1,158	809	946	1,096	1,265
存货	1,239	1,012	926	1,033	1,186	1,337
其他流动资产	1,933	2,541	3,555	3,553	3,555	3,558
流动资产	9,784	10,537	10,305	10,639	11,145	11,718
%总资产	77.5%	79.2%	78.7%	79.3%	80.1%	81.0%
长期投资	195	152	146	146	146	146
固定资产	1,979	1,854	1,822	1,801	1,776	1,749
%总资产	15.7%	13.9%	13.9%	13.4%	12.8%	12.1%
无形资产	346	333	340	349	359	369
非流动资产	2,848	2,769	2,782	2,778	2,762	2,743
%总资产	22.5%	20.8%	21.3%	20.7%	19.9%	19.0%
资产总计	12,631	13,306	13,087	13,417	13,907	14,460
短期借款	24	20	18	18	18	18
应付款项	1,032	1,077	1,318	1,367	1,564	1,770
其他流动负债	1,044	1,310	1,275	1,487	1,710	1,963
流动负债	2,101	2,407	2,611	2,872	3,292	3,751
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	180	159	144	144	143	142
负债	2,281	2,566	2,755	3,016	3,435	3,894
普通股股东权益	10,329	10,719	10,310	10,379	10,450	10,545
其中：股本	654	644	644	644	644	644
未分配利润	8,816	9,209	8,883	8,952	9,022	9,117
少数股东权益	22	22	22	22	22	22
负债股东权益合计	12,631	13,306	13,087	13,417	13,907	14,460

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.193	1.787	2.418	2.857	3.360	3.898
每股净资产	15.793	16.645	16.010	16.117	16.227	16.375
每股经营现金净流	3.280	3.033	3.371	2.991	3.655	4.237
每股股利	1.180	1.780	2.420	2.750	3.250	3.750
回报率						
净资产收益率	7.55%	10.74%	15.10%	17.73%	20.70%	23.80%
总资产收益率	6.18%	8.65%	11.90%	13.71%	15.56%	17.36%
投入资本收益率	7.00%	9.49%	13.12%	15.90%	18.84%	21.90%
增长率						
主营业务收入增长率	5.01%	16.66%	25.57%	16.48%	15.96%	15.33%
EBIT增长率	5.45%	42.18%	33.94%	20.44%	18.58%	17.28%
净利润增长率	77.10%	47.55%	35.29%	18.17%	17.59%	16.01%
总资产增长率	8.63%	5.34%	-1.65%	2.52%	3.65%	3.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.0	17.3	4.4	4.3	4.3	4.3
存货周转天数	410.9	292.8	216.7	195.0	190.0	185.0
应付账款周转天数	70.7	66.8	70.8	70.0	69.0	68.0
固定资产周转天数	178.5	143.2	111.4	91.9	75.8	62.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.63%	-77.43%	-82.42%	-82.77%	-84.11%	-85.74%
EBIT利息保障倍数	-12.6	-13.0	-13.8	-15.6	-17.9	-20.1
资产负债率	18.05%	19.28%	21.05%	22.48%	24.70%	26.93%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	12	13	24	48
增持	0	4	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.28	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究