

东阿阿胶(000423)

滋补类中药龙头：药品+健康消费品双轮驱动

投资要点：

➤ 滋补类中药龙头

公司为滋补类中药龙头，核心产品为阿胶及系列产品，2023Q1-3 公司在阿胶行业市占率达 65.3%，相比 2022 年提升 4.5pct。2005 年加入华润集团，2022 年具备丰富 OTC 营销经验的华润系高管上任，提出“价值、业务、组织、精神”四个重塑，业绩呈现边际改善，根据公司 2023 年业绩预告，预计 2023 年归母净利润为 11-11.6 亿元，同比增长 41-49%。品牌优势为公司核心竞争力之一，2022 年公司品牌价值在健康产业排行榜位列第一。

➤ 滋补类中药市场有望持续扩容

2022 年我国补血补气类中成药零售市场规模为 146 亿元，同比增速达 6%，2023Q1-3 为 123 亿元，同比增速达 24%，呈现恢复性增长，其中第一大类为阿胶，市场占比达 32%。2023 年我国 65 岁人口占比 15.4%，国内老龄化趋势加剧，国家顶层策略从注重“治已病”向注重“治未病”转变，并认可中医药在治未病中作主导作用，叠加居民健康管理意识逐渐提升，滋补类中药行业规模有望持续扩容。

➤ 药品+健康消费品双轮驱动

阿胶为公司大单品，2023Q1-3 收入占比近 50%，过去由于渠道库存积压影响销售，目前库存水平逐步恢复良性，未来有望维持稳定增长。复方阿胶浆 2023Q1-3 收入占比近 30%，随着循证医学证据的强化，临床端的推广有望带动 OTC 市场的增量，国家医保解限在 2024 年开始执行，产品有望维持快速增长。“桃花姬”阿胶糕定位健康休闲零食，2023Q1-3 收入占比约 10%，随着公司落实代言人整合营销、品牌品类规划，有望维持快速增长。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 48.05/56.88/66.34 亿元，同比增速分别为 18.87%/18.38%/16.63%，归母净利润分别为 11.31/13.48/15.69 亿元，同比增速分别为 44.97%/19.20%/16.43%，EPS 分别为 1.76/2.09/2.44 元/股，3 年 CAGR 为 26.24%。绝对估值法测得公司每股价值为 67.63 元，可比公司 2024 年平均 PE 41 倍，鉴于公司为滋补类中药龙头，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 32 倍 PE，目标价 66.98 元，维持“买入”评级。

风险提示：毛利率下滑或波动风险；市场竞争加剧风险；销售不及预期风险

行 业：医药生物/中药 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：56.15 元
 目标价格：66.98 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	643.98/643.98
流通 A 股市值(百万元)	36,159.30
每股净资产(元)	16.08
资产负债率(%)	21.31
一年内最高/最低(元)	62.00/44.52

股价相对走势



作者

分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3849	4042	4805	5688	6634
增长率(%)	12.89%	5.01%	18.87%	18.38%	16.63%
EBITDA(百万元)	706	1015	1893	2154	2431
归母净利润(百万元)	440	780	1131	1348	1569
增长率(%)	917.43%	77.10%	44.97%	19.20%	16.43%
EPS(元/股)	0.68	1.21	1.76	2.09	2.44
市盈率(P/E)	82.1	46.4	32.0	26.8	23.0
市净率(P/B)	3.6	3.5	4.0	4.8	6.4
EV/EBITDA	37.7	19.5	16.9	15.5	14.5

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 02 月 28 日收盘价

相关报告

1、《东阿阿胶(000423)：业绩符合预期，盈利能力有所提升》2023.10.31

投资聚焦

核心逻辑

滋补类中药行业未来随着老龄化加剧，居民健康管理意识提升，治疗需求向预防需求转变，市场规模有望持续扩容。公司为阿胶龙头，具备品牌溢价优势，市占率稳中有升。公司核心收入来源于阿胶及系列产品，其中阿胶由于消费人群较为稳定，随着库存消化至良性水平，有望维持稳定增长；复方阿胶浆有望依托临床端的推广带动 OTC 市场增量，叠加 2024 年国家医保解限，有望维持快速增长；“桃花姬”阿胶糕随着加大营销投入，有望从区域市场向全国市场迈进。

核心假设

阿胶及系列产品：阿胶块销售体量较大，消费人群较为稳定，随着库存水平达到良性循环，未来有望维持稳定增长。复方阿胶浆和“桃花姬”阿胶糕有望维持快速增长趋势，其中阿胶浆临床疗效显著，医保解限促进放量；阿胶糕通过营销投入有望深化动销和终端渗透。预计随着国内毛驴存栏量下滑，未来国内驴皮价格或会上涨，以及毛利率较低的复方阿胶浆和“桃花姬”阿胶糕占比提升，阿胶及系列产品毛利率或有略微下滑。预计 2023-2025 年收入分别为 44.48/53.11/62.34 亿元，同比增长分别为 20.26%/19.39%/17.39%，毛利率分别为 73.0%/72.5%/72.0%。

其他药品及保健品：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，拓展新人群，积极开展适应症拓展研究，业务有望持续增长。预计 2023-2025 年收入分别为 2.06/2.27/2.49 亿元，同比增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 70%/70%/70%。

毛驴养殖及销售：公司逐步退出低价值环节，由重资产转向轻资产，建立规模化养殖新模式，毛驴养殖及销售业务增速有望维稳。预计 2023-2025 年收入分别为 0.98/0.98/0.98 亿元，同比增速分别为-5%/0%/0%，毛利率分别为 20%/20%/20%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 48.05/56.88/66.34 亿元，同比增速分别为 18.87%/18.38%/16.63%，归母净利润分别为 11.31/13.48/15.69 亿元，同比增速分别为 44.97%/19.20%/16.43%，EPS 分别为 1.76/2.09/2.44 元/股，3 年 CAGR 为 26.24%。绝对估值法测得公司每股价值为 67.63 元，可比公司 2024 年平均 PE 41 倍，鉴于公司为滋补类中药龙头，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 32 倍 PE，目标价 66.98 元，维持“买入”评级。

正文目录

1. 滋补类中药龙头	5
1.1 华润入主注入新活力	6
1.2 业绩及营运能力边际改善	7
1.3 股权激励彰显未来发展信心	10
2. 滋补类中药市场有望持续扩容	10
2.1 老龄化加剧驱动治未病需求提升	10
2.2 政策推动中医药高质量发展	12
2.3 滋补类中药市场高达百亿体量	14
3. 药品+健康消费品双轮驱动	17
3.1 阿胶：有望维持稳定增长	18
3.2 复方阿胶浆：临床端推广+医保解限提供增量	22
3.3 “桃花姬”阿胶糕：从区域向全国市场迈进	23
3.4 其他：男科产品逐渐发力	24
4. 盈利预测、估值与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

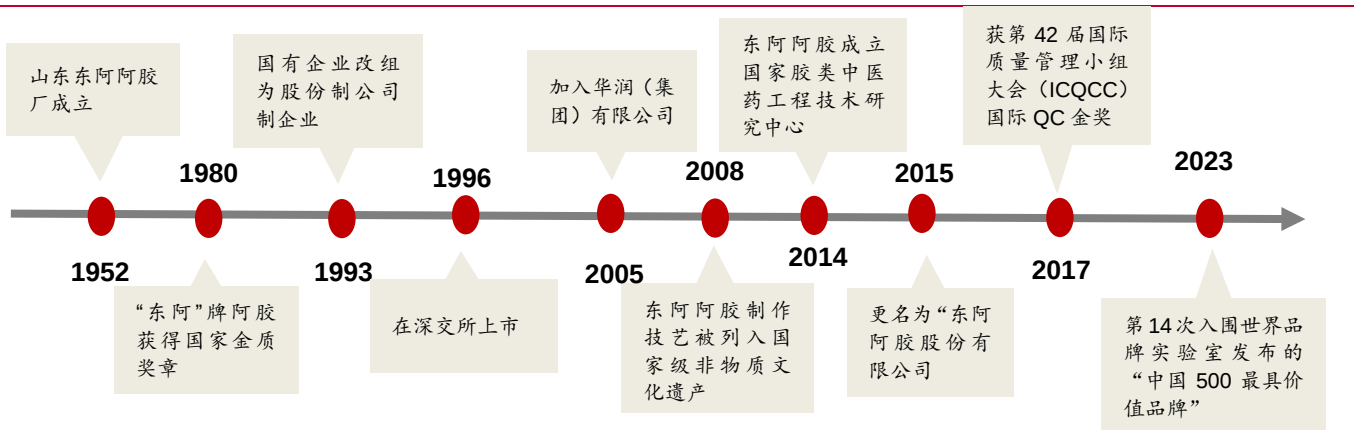
图表 1：东阿阿胶发展历程	5
图表 2：公司核心产品	5
图表 3：公司股权结构（截至 2023 年三季度）	6
图表 4：公司管理层	7
图表 5：2018-2023Q1-3 公司营收	8
图表 6：2018-2023Q1-3 公司归母净利润	8
图表 7：2018-2023H1 公司业务收入拆分	8
图表 8：2018-2023Q1-3 公司毛利率和净利率	9
图表 9：2018-2023Q1-3 公司费用率	9
图表 10：2018-2023Q1-3 公司存货周转率	9
图表 11：2018-2023Q1-3 公司应收账款周转天数（天）	9
图表 12：2019-2022 年公司员工人数变化	10
图表 13：2019-2022 年公司人均创收和人均创利	10
图表 14：公司股权激励业绩考核目标	10
图表 15：1949-2023 年中国新生儿数量	11
图表 16：2022 年中国各年龄段人口数量	11
图表 17：1990-2023 年中国 65 岁人口数量和占比	11
图表 18：中国 65 岁以上人口占比预测	11
图表 19：老年人疾病图谱	12
图表 20：中国医疗政策	12
图表 21：2016 年至今中医药重要政策汇总	13
图表 22：2021 年中国公立医院出院疾病领域分布	13
图表 23：中医药服务特色优势领域	13
图表 24：2017-2023 年 Q1-3 补血补气类中成药零售市场规模	14
图表 25：1999-2022 年中国人均商业健康险支出	15
图表 26：2023 年 60 岁以上人群消费意愿增加的领域	15
图表 27：中国补气补血类中成药零售市场排名 TOP10 格局	15

图表 28:	阿胶功效.....	16
图表 29:	阿胶具备的氨基酸和元素.....	16
图表 30:	阿胶促进红细胞和血红蛋白的升高.....	16
图表 31:	阿胶对骨髓造血细胞周期的影响.....	16
图表 32:	我国阿胶零售市场规模 (亿元).....	17
图表 33:	公司四个重塑.....	17
图表 34:	公司阿胶及系列产品收入.....	18
图表 35:	公司阿胶及系列产品毛利率.....	18
图表 36:	公司阿胶产品介绍.....	18
图表 37:	2017-2023Q1-3 公司阿胶零售市场市占率.....	19
图表 38:	2023Q1-3 阿胶零售市场竞争格局.....	19
图表 39:	2022 年健康产业品牌价值榜.....	20
图表 40:	头部阿胶厂家的品牌优势和零售单价对比.....	20
图表 41:	2012-2018 年公司阿胶出厂价提价情况.....	21
图表 42:	2017-2023Q3 公司阿胶零售市场销售额.....	21
图表 43:	国内驴皮价格.....	21
图表 44:	复方阿胶浆产品介绍.....	22
图表 45:	2017-2023Q3 公司复方阿胶浆零售市场销售额.....	22
图表 46:	复方阿胶浆研发投入.....	23
图表 47:	“桃花姬”阿胶糕产品介绍.....	23
图表 48:	“桃花姬”阿胶糕推广活动.....	24
图表 49:	男科系列产品.....	24
图表 50:	公司营收测算汇总 (百万元).....	25
图表 51:	FCFF 估值核心假设.....	26
图表 52:	FCFF 估值结果 (百万元).....	26
图表 53:	FCFF 估值敏感性测试结果.....	26
图表 54:	可比公司估值.....	27

1. 滋补类中药龙头

公司为阿胶滋补类中药龙头，前身为山东东阿阿胶厂，于1952年建厂，随后在1993年改组为股份有限公司，1996年在深交所上市，2005年加入华润集团。公司主营产品为阿胶及系列中成药、保健食品的研发、生产和销售，拥有3枚中国驰名商标、2个保密品种、8个保护品种。公司拥有国家胶类中药工程技术研究中心，并参与国家胶类中药标准制定，拥有专利300余项，2023年东阿阿胶第14次入围世界品牌实验室发布的“中国500最具价值品牌”。

图表1：东阿阿胶发展历程



资料来源：东阿阿胶官网，国联证券研究所

公司的主要产品为阿胶及系列产品，包括阿胶、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕，其中阿胶和复方阿胶浆为中成药，“桃花姬”阿胶糕为保健食品。

图表2：公司核心产品

产品名称	主要功效	介绍
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。	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，东阿阿胶是阿胶类第一品牌和滋补养生第一品牌。
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	源于明代气血双补第一方《景岳全书》“两仪膏”，传承 400 余年，中药独家品种，补气养血、助睡眠、解疲劳、治贫血。零添加蔗糖、无防腐剂，43 年品质保障，是补气养血口服液行业内第一品牌，是最受药店欢迎明星单品。
“桃花姬”阿胶糕	食补，适用于忙碌白领、经常熬夜、月经不调等人群	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、地道原料、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。目前，“桃花姬”阿胶糕是阿胶糕类第一品牌。

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，国联证券研究所

1.1 华润入主注入新活力

背靠国资委，股权结构稳定。公司第一大股东为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，合计持有公司股份 32.5%。实控人为中国华润有限公司，背靠国资委。

图表3：公司股权结构（截至 2023 年三季度）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

华润系高管接任，注入新活力。华润医药集团有限公司执行董事，首席执行官白晓松先生于 2023 年 3 月任职东阿阿胶董事长，曾任华润（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，华润三九医药股份有限公司副总裁等职务。程杰先生于 2022 年 1 月任职东阿阿胶总裁，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部书记，总经理，具备丰富的市场营销推广经验。

图表4：公司管理层

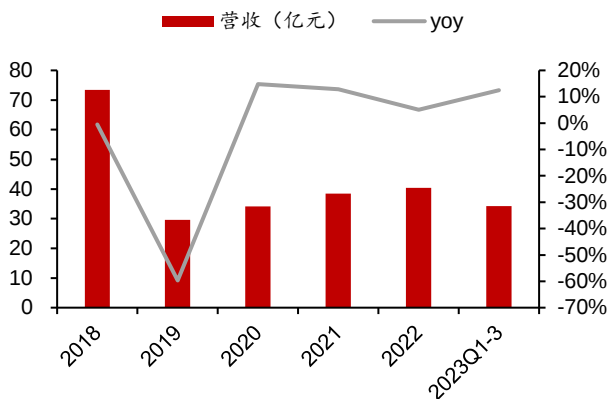
白晓松 董事长 - 北京大学经济学硕士学位、高级工程师资格 - 曾任华润（集团）有限公司战略管理部业务总监，沈阳华润三洋压缩机有限公司助理总经理、人力及发展总监，华润双鹤药业股份有限公司助理总裁，华润三九医药股份有限公司副总裁等职 - 现任东阿阿胶股份有限公司董事长、华润医药集团有限公司执行董事、首席执行官	程杰 董事、总裁 - 沈阳药科大学中药学学士学位 - 历任华润三九OTC终端代表，处方药管理专员，产品助理，产品专员，助理经理，999感冒灵产品经理，产品总监，OTC销售市场部总监，营销中心副总经理，专业品牌事业部党总支书记，总经理；澳诺（中国）制药有限公司党支部书记，执行董事；三九赛诺菲（深圳）健康产业有限公司董事，总经理。 - 现任东阿阿胶股份有限公司总裁、董事
丁红岩 副总裁，财务总监、董事会秘书 - 北京交通大学经济学学士和管理学硕士学位，高级会计师 - 曾任华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、总审计师兼审计部总经理等职 - 现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、董事、副总裁、财务总监、董事会秘书	任辉 副总裁 - 沈阳药科大学工商管理学院经济学学士 - 曾任曾任北京紫竹药业有限公司经理办公室副主任，北京紫竹药业有限公司总经理助理兼经理工作部主任等职位，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。 - 现任东阿阿胶股份有限公司副总裁
刘广源 副总裁 - 本科学历 - 曾任东阿阿胶股份有限公司二分厂、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 - 现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、副总裁	李新华 副总裁 - 研究生学历 - 曾任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 - 现任东阿阿胶股份有限公司副总裁
李庆川 副总裁 - 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 - 现任东阿阿胶股份有限公司副总裁	王延涛 副总裁 - 研究生学历，主管中药师 - 曾任东阿阿胶股份有限公司化验室化验员、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 - 现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、副总裁

资料来源：Wind, 公司公告，国联证券研究所

1.2 业绩及营运能力边际改善

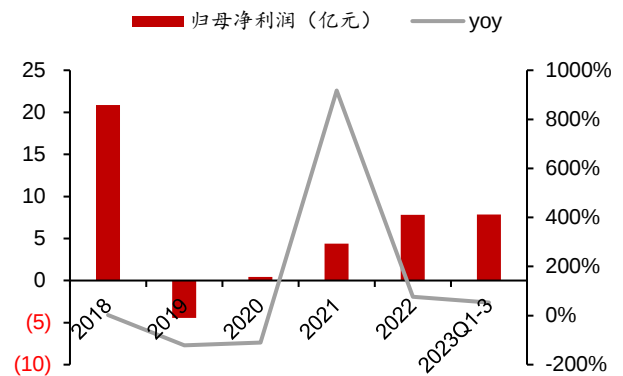
由于人工、企业运营和原料成本持续上升，公司 2012-2018 年多次上调阿胶出厂价，到 2019 年经销商开始囤货，造成公司库存积压，公司 2019 年营收与归母净利润均同比大幅下滑。2019 年后公司进行库存消化、终端价格趋于稳定，业绩呈现恢复性增长。2023 年 Q1-3 实现营收 34.28 亿元，同比增长 12.53%；归母净利润 7.84 亿元，同比增长 52.79%。根据公司发布的 2023 年业绩预告，预计 2023 年归母净利润为 11-11.6 亿元，同比增长 41-49%。

图表5：2018–2023Q1–3 公司营收



资料来源：ifind，国联证券研究所

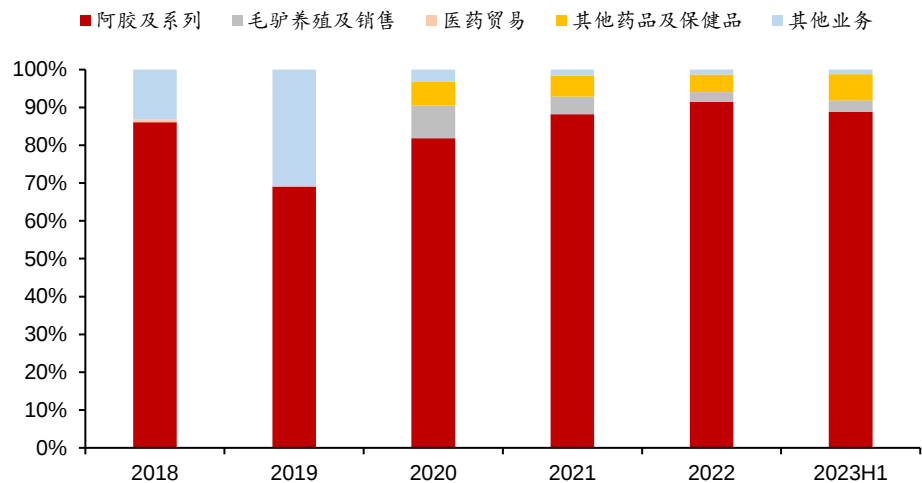
图表6：2018–2023Q1–3 公司归母净利润



资料来源：ifind，国联证券研究所

公司主要收入来源为阿胶及系列产品，2023H1 占比 89%，其他药品及保健品 2023H1 收入占比 7%，毛驴养殖及销售的收入占比 3%。分具体产品来看，根据公司公告，2023Q1–3 东阿阿胶块约占近 50%，复方阿胶浆约占近 30%，“桃花姬”阿胶糕约占 10%左右。

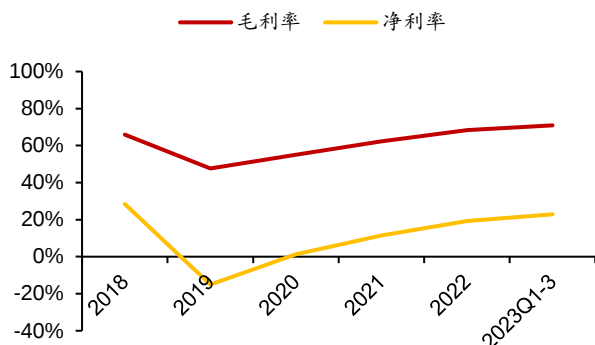
图表7：2018–2023H1 公司业务收入拆分



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

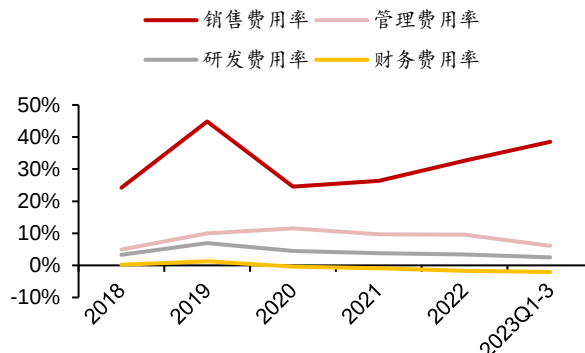
盈利能力逐步恢复。2019 年之后公司毛利率和净利率逐步恢复，2023 年 Q1–3 公司毛利率和净利率分别提升至 70.94%和 22.90%。销售费用率在 2020 年恢复到正常水平，而后有所提升；管理费用率和研发费用率有所波动，2023Q1–3 分别为 6.12%和 2.05%。

图表8：2018-2023Q1-3 公司毛利率和净利率



资料来源：ifind，国联证券研究所

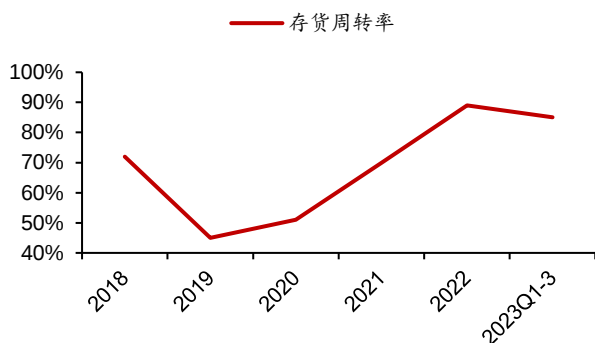
图表9：2018-2023Q1-3 公司费用率



资料来源：ifind，国联证券研究所

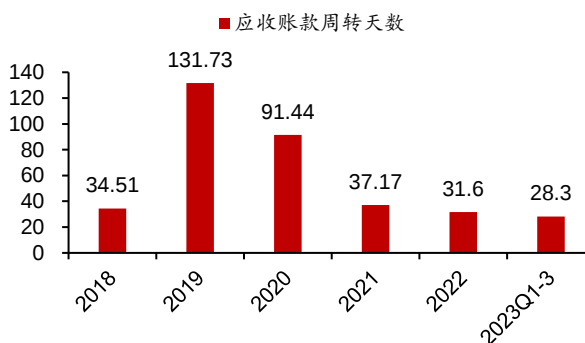
营运能力有所提升。公司 2019 年开始积极调整营销策略，探索并实践新营销模式，主动降库存，控制发货，拉动终端纯销，公司存货周转率和应收账款周转天数逐渐优化，目前库存已达到良性水平。

图表10：2018-2023Q1-3 公司存货周转率



资料来源：Wind，国联证券研究所

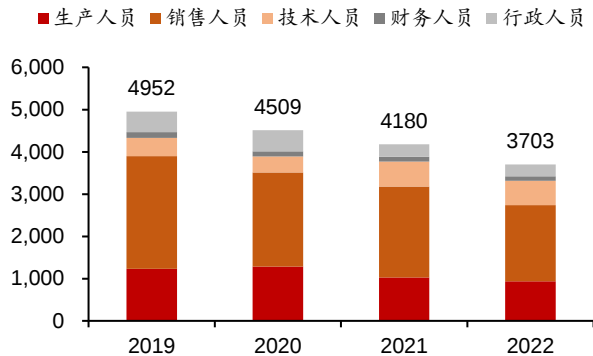
图表11：2018-2023Q1-3 公司应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，国联证券研究所

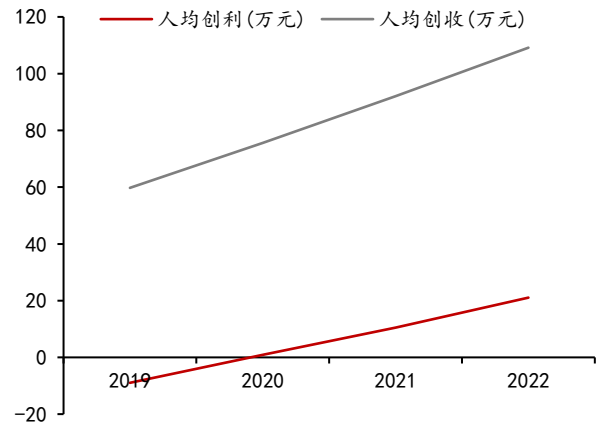
2019 年以来公司进行组织调整，逐步优化精简人员，2022 年是东阿阿胶七十年以来最大范围的组织调整，整合压缩组织 39 个，优化精简人员超过 700 人，干部队伍整体变动率达到 60%以上，实现全年劳动生产率提升 43%，收入分配改革覆盖率达到 51%。通过人员数量的调整，组织架构更加科学，绩效考核以及薪酬改革有效激发团队工作效率，公司人均创收从 2019 年 60 万元逐年提升至 2022 年 109 万元，人均创利从-8.96 万元提升至 21.06 万元。

图表12：2019-2022 年公司员工人数变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：2019-2022 年公司人均创收和人均创利



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 股权激励彰显未来发展信心

2024 年 1 月 3 日，公司发布股权激励计划，针对董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员合计 185 人激励对象拟授予不超过 151.23 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.23%。设立业绩考核目标：（1）2024 年-2026 年的 ROE 分别不低于 10%、10.5%、11%，且不低于对标企业的 75 分位值水平或行业平均水平；（2）以 2022 年基准，2024-2026 年归母净利润 CAGR 均不低于 20%；（3）2024-2026 年营业利润率分别不低于 23%、23.5%、24%，彰显公司未来发展信心。

图表14：公司股权激励业绩考核目标

	2024 年	2025 年	2026 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	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	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
归母净利润	以 2022 年基准，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		
营业利润率	不低于 23.00%	不低于 23.50%	不低于 24.00%

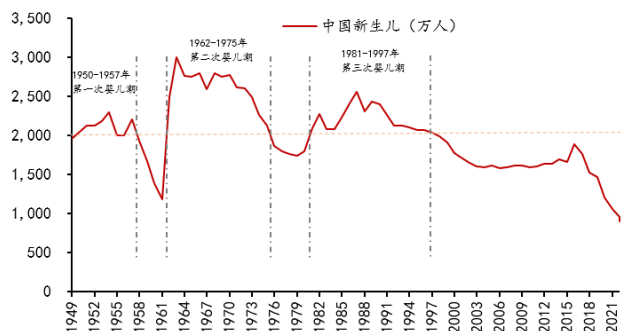
资料来源：ifind，国联证券研究所

2. 滋补类中药市场有望持续扩容

2.1 老龄化加剧驱动治未病需求提升

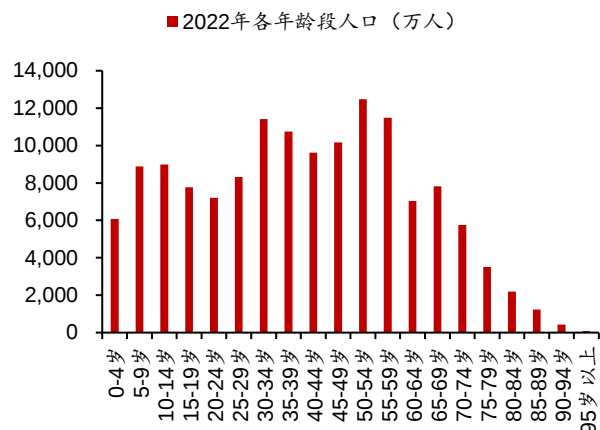
人口数量最多的婴儿潮人群逐步步入老龄。根据新生人口数据，以 2000 万人新生儿为分界线，我国建国以来经历了三次婴儿潮，其中 1962-1975 年是三次婴儿潮中新生人口最多的时间段，这部分人口对应到 2022 年为 47-60 岁，是中国各年龄段人口分布中数量最多的人群，逐步从 2027 年开始步入 65 岁老龄阶段。

图表15: 1949-2023 年中国新生儿数量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

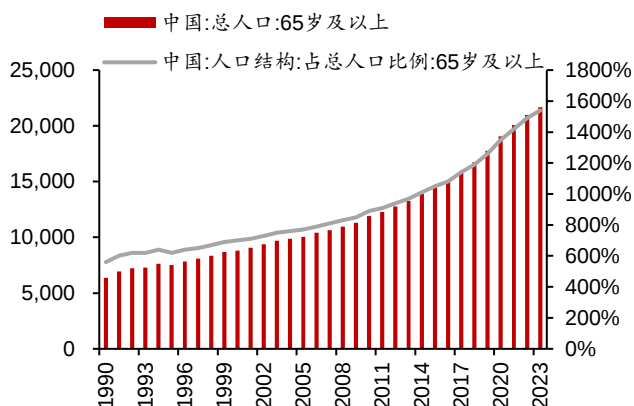
图表16: 2022 年中国各年龄段人口数量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

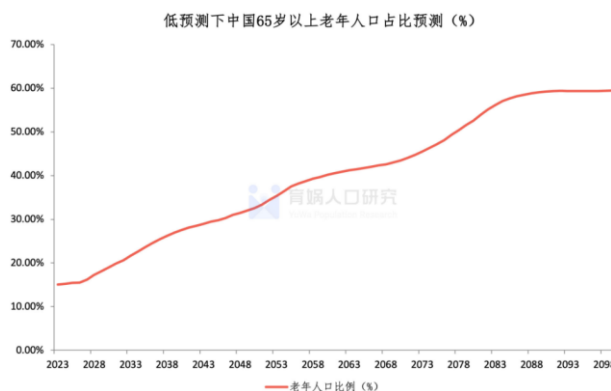
我国 65 岁及以上人口和占比持续提升，老龄化进程加速。2023 年我国 65 岁及以上人口有 2.17 亿人，占比总人口 15.4%，相比 2000 年提升 8.4pct。根据育娲人口预测，随着第二、三轮婴儿潮人口逐渐进入老龄阶段，叠加低生育率影响，老龄化趋势将加速，预计到 2032 年左右进入老年人口占比超过 20% 的超级老龄化社会。

图表17: 1990-2023 年中国 65 岁人口数量和占比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 中国 65 岁以上人口占比预测

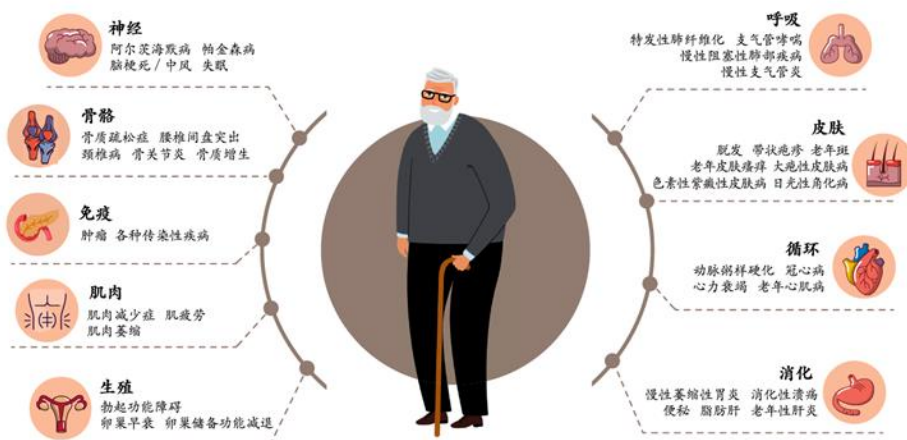


资料来源: 育娲人口, 国联证券研究所

从生物学角度来看，衰老是各种分子和细胞损伤随时间逐步积累的结果，这会导致身心能力逐渐下降，患病以及最终死亡的风险日益增加。老年人常见的疾病包括关节炎、风湿病、高血压、心脏病、糖尿病等。

图表19：老年人疾病图谱

老年慢病的发生发展与衰老密切相关。随着年龄的增长，人体各个系统的功能逐渐下降，身体的代谢、修复、免疫等能力也逐渐减弱，从而导致老年病的发生。



资料来源：以岭药业公众号，国联证券研究所

2019 年起国家卫健委、国务院发布《健康中国行动（2019—2030 年）》、《“十四五”国民健康规划》等文件，围绕疾病预防和健康促进两大核心，促进以治病为中心向以人民健康为中心转变。在策略上，健康中国行动还从注重“治已病”向注重“治未病”转变，预防需求有望提升。

图表20：中国医疗政策

时间	发布机构	文件	内容
2016 年 2 月	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》	到 2030 年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，在治未病中的主导作用、在重大疾病治疗中的协同作用、在疾病康复中的核心作用得到充分发挥。
2016 年 10 月	中共中央、 国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	把握健康领域发展规律，坚持预防为主、防治结合、中西医并重，转变服务模式，构建整合型医疗卫生服务体系，推动健康服务从规模扩张的粗放型发展转变到质量效益提升的绿色集约式发展，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，提升健康服务水平。
2019 年 7 月	卫健委	《健康中国行动（2019—2030 年）》	积极应对当前突出健康问题，必须关口前移，采取有效干预措施，努力使群众不生病、少生病，提高生活质量，延长健康寿命。这是以较低成本取得较高健康绩效的有效策略，是解决当前健康问题的现实途径，是落实健康中国战略的重要举措。
2022 年 5 月	国务院	《“十四五”国民健康规划》	持续推动发展方式从以治病为中心转变为以人民健康为中心，为群众提供全方位全周期健康服务。 把预防摆在更加突出的位置，聚焦重大疾病、主要健康危险因素和重点人群健康，强化防治结合和医防融合。 统筹预防、诊疗、康复，优化生命全周期、健康全过程服务。发挥中医药独特优势，促进中西医相互补充、协调发展。 强化疫苗预防接种。
2022 年 3 月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	提升中医药服务能力，充分发挥中医药在治未病、重大疾病治疗、疾病康复中的重要作用，全方位全周期保障人民健康。

资料来源：国务院、卫健委，国联证券研究所

2.2 政策推动中医药高质量发展

顶层战略持续利好，并指引中医药发展方向。2016 年至今，中医药政策不断出

台，坚持继承和创新并重，推进中医药现代化，助力产业升级，在审评审批端、医保支付端上给予更多的利好，并明确中医药的发展定位：在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用。

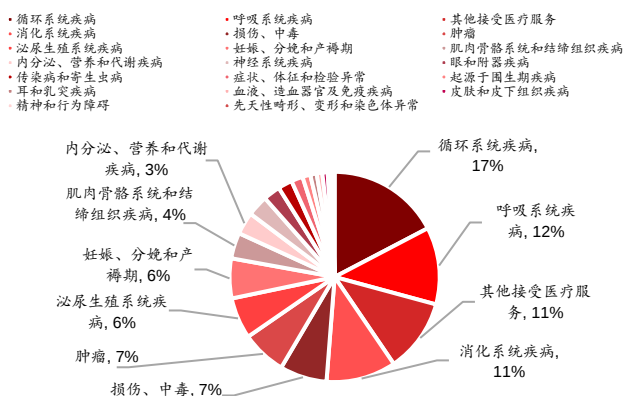
图表21：2016年至今中医药重要政策汇总

时间	机构	政策	重要内容
2016/2/26	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030）》	到2030年，中医药治理体系与现代化水平显著提升，在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用
2016/12/27	国务院	《十三五“卫生与健康规划”	推动中医药传承创新发展，加强中医药传承创新，推进中西医协调发展
2018/5/29	国家药监局	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	符合条件的经典名方制剂申请上市，免报药效学研究及临床试验资料
2019/10/26	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	加快中医药循证医学中心建设，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种等
2020/12/21	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新，强化中药质量安全管理，推进中药监管体系和监管能力现代化
2021/3/13	国务院	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	推动中医药传承创新，坚持中西医并重与互补，发展中医药事业
2021/9/23	国务院	《十四五全民医疗保障规划》	将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围
2021/12/30	国家医保局	《医保支持中医药传承创新发展》	符合条件中医医疗机构纳入医保定点、适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围
2022/3/29	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效
2022/3/30	国家中医药管理局	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	到2025年，基层中医药实现五个“全覆盖”
2022/10/29	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	建立满足中医药传承创新发展的中医药人才队伍等
2023/2/10	国家药监局	《中药注册专门管理规定》	明确中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方新药与同名同方药的注册要求，并规定中成药说明书内容等。
2023/2/28	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设，包括中医药防病治病水平，中西医结合服务能力，中医药科技创新能力，高素质中医药人才队伍，中药质量等方面显著提升。

资料来源：工业和信息化部，国务院，全国人大常委会，国家药品监督管理局，国家医疗保障局，国家中医药管理局，国联证券研究所

饮食、生活习惯等多种因素促使疾病谱正在发生变化，循环系统疾病（心血管等）、呼吸系统疾病、消化系统疾病、肿瘤、泌尿生殖系统等疾病处于高发状态。《“十四五”中医药发展规划》提出持续提升中医药健康服务能力，明确中医药在预防、治疗与康复中的特色优势领域，其多对应现代高发疾病，我们认为未来更多中医优势病种临床路径与诊疗方案公布后，中医需求或将扩大，行业有望加速发展。

图表22：2021年中国公立医院出院疾病领域分布



资料来源：中国卫生健康统计年鉴2022年，国联证券研究所

图表23：中医药服务特色优势领域

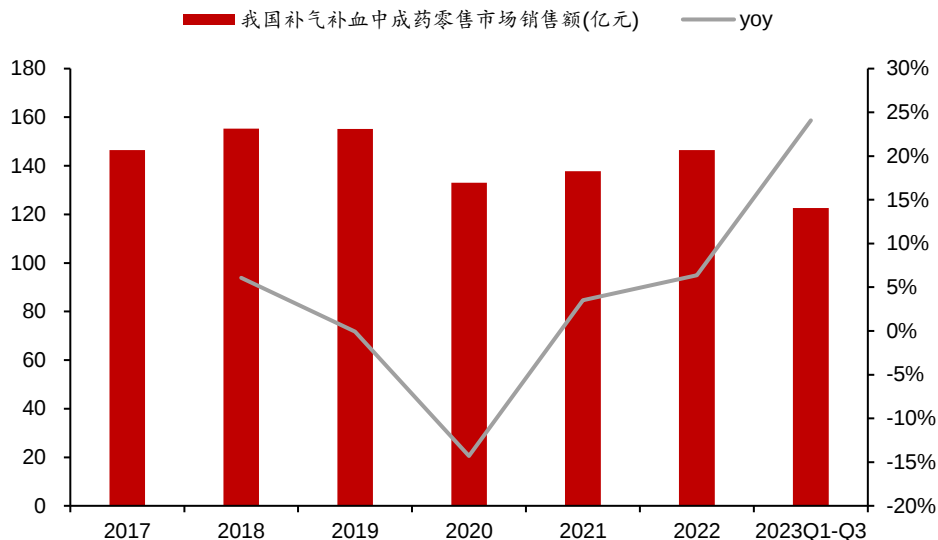
疾病预防	青少年近视、脊柱侧弯、肥胖等； 中西医结合防治癌症； 中西医结合防治糖尿病、高血压等
疾病治疗	骨伤、肛肠、儿科、皮肤科、妇科、针灸、推拿及脾胃病、心脑血管病、肾病、肿瘤、周围血管病等
特色康复	心脑血管病、糖尿病、尘肺病等慢性病和伤残等

资料来源：《“十四五”中医药发展规划》，国联证券研究所

2.3 滋补类中药市场高达百亿体量

补血补气类中成药百亿市场逐步恢复增长。2022 年补血补气类中成药零售市场规模为 146 亿元。2020 年市场规模有较大的下滑，主要由于当时疫情影响销售推广，叠加市占率较大的东阿阿胶消化库存，控制发货，2021-2023 年前三季度行业规模逐步恢复，2023Q1-3 同比增长 24.1%。

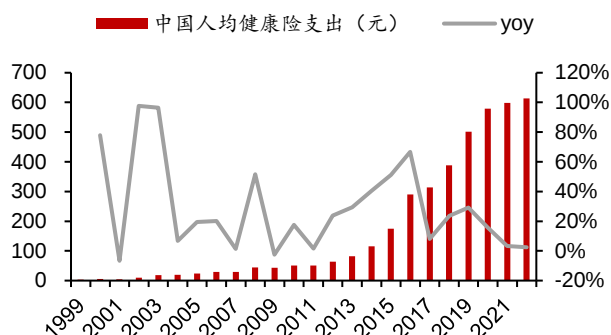
图表24：2017-2023 年 Q1-3 补血补气类中成药零售市场规模



资料来源：中康开思，国联证券研究所

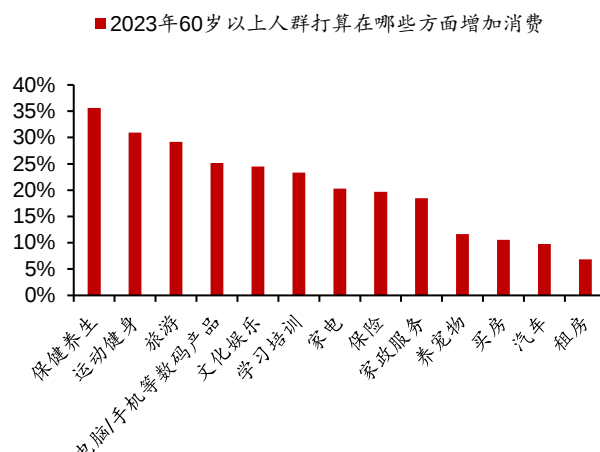
从 1999 年以来人均商业健康险支出持续提升，我们认为主要是跟人口老龄化以及医疗健康意识提升有关。根据《中国美好生活大调查》，2023 年有 35.6% 的 60 岁以上老年人打算在保健养生方面增加消费，是众多选项中最多人选择的领域。我们认为，随着老龄化加剧及居民健康管理意识提升，补血补气类中成药市场规模有望持续增长。

图表25：1999-2022 年中国人均商业健康险支出



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：2023 年 60 岁以上人群消费意愿增加的领域



资料来源：中国美好生活大调查，国联证券研究所

阿胶是补气补血类中成药第一大品类。2022 年我国补气补血类中成药零售市场销售规模超 10 亿元体量的有阿胶、黄芪精、复方阿胶、益安宁，2023 年 Q1-3 市场占比合计达 62%，其中阿胶占比达 32%，排名第一；复方阿胶占比 11%，排名第三。

图表27：中国补气补血类中成药零售市场排名 TOP10 格局

排名	通用名	零售市场销售额 (亿元)							零售市场市占率						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
1	阿胶	67.4	72.5	75.3	60.6	56.8	58.1	39.0	46%	47%	49%	46%	41%	40%	32%
2	黄芪精	1.9	2.6	3.4	6.4	10.6	11.7	13.7	1%	2%	2%	5%	8%	8%	11%
3	复方阿胶	23.7	26.0	23.6	15.7	13.7	14.3	13.6	16%	17%	15%	12%	10%	10%	11%
4	益安宁	17.3	17.0	14.6	12.3	14.5	14.6	10.1	12%	11%	9%	9%	11%	10%	8%
5	生脉	1.8	1.8	1.9	2.3	2.7	3.2	4.2	1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%
6	归脾	3.4	3.1	3.1	3.2	3.4	4.2	4.1	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
7	益气养血	2.2	2.3	2.4	2.6	3.0	3.6	3.3	1%	1%	2%	2%	2%	2%	3%
8	气血康	2.3	2.8	2.9	3.0	3.6	3.7	3.2	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
9	黄芪	2.3	3.4	4.1	3.8	4.1	3.4	3.2	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%
10	补中益气	1.6	1.8	2.1	2.1	2.3	2.8	2.5	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%

资料来源：中康开思，国联证券研究所

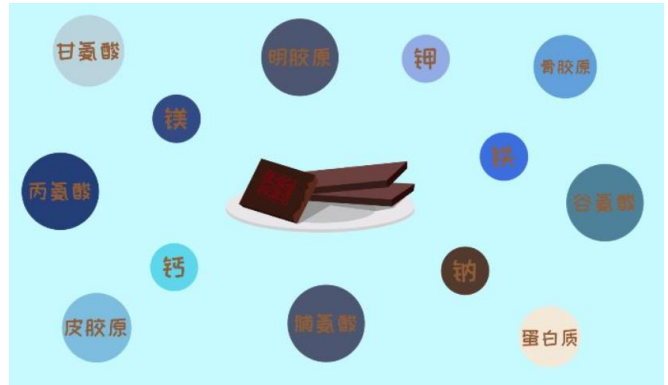
阿胶是由驴皮熬制而成的胶块，具有补血养血、美容养颜、延缓衰老、强筋健骨、提高免疫力等功效。“药圣”李时珍称阿胶为“圣药”；清代名医叶天士赞之为“血肉有情之品，滋补最甚”；国医大师石学敏表示，“阿胶能净化血液、软化血管”。而且阿胶富含钾、铁、钙等人体所需元素，可促进免疫系统的生长发育，常食阿胶能为身体建立起更坚固的防御屏障。

图表28：阿胶功效



资料来源：公司公众号，国联证券研究所

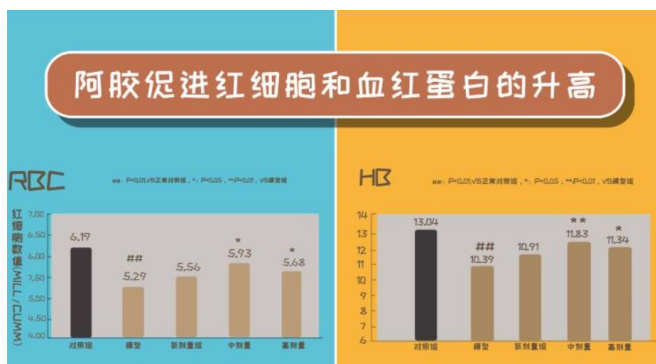
图表29：阿胶具备的氨基酸和元素



资料来源：公司公众号，国联证券研究所

现代药理学和临床研究也证实了阿胶的补血效果,《美国中药杂志》刊载,阿胶能促进红细胞和血红蛋白的升高,促进骨髓和脾造血干祖细胞 BFU 和 CFU 的增殖,补血效果明显。

图表30：阿胶促进红细胞和血红蛋白的升高



资料来源：公司公众号，国联证券研究所

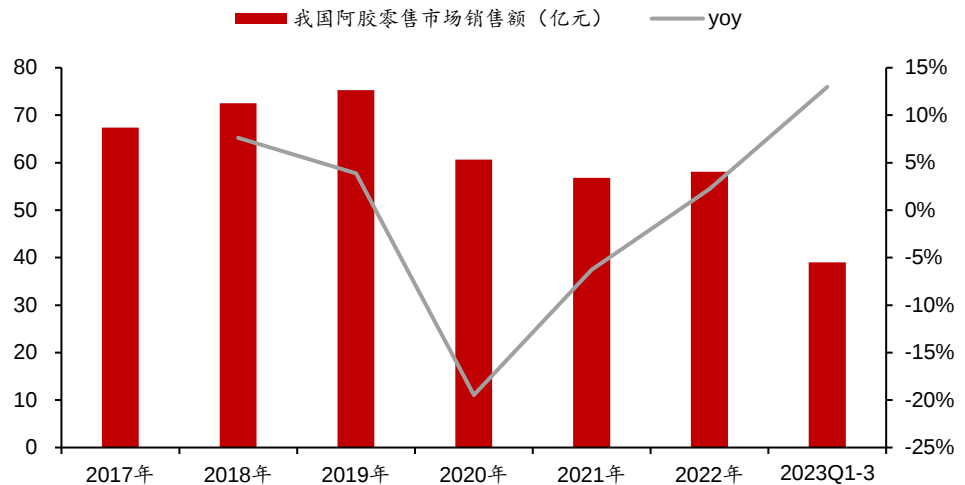
图表31：阿胶对骨髓造血细胞周期的影响



资料来源：公司公众号，国联证券研究所

阿胶零售市场呈现恢复性增长。2020-2021 年阿胶零售市场规模有所下滑,预计主要跟疫情影响,以及头部企业东阿阿胶控制发货有关。2022 年开始有所恢复,2022 年我国阿胶零售市场规模为 58.1 亿元,同比增长 2.23%,2023 年 Q1-3 同比增长 12.97%。

图表32：我国阿胶零售市场规模（亿元）



资料来源：中康开思，国联证券研究所

3. 药品+健康消费品双轮驱动

2022 年，公司制定了十四五发展战略目标：（1）巩固：巩固行业领军地位，提升补气血市场份额。（2）拓展：从单一产品到相关多元产品，拓展功能保健食品、新式滋补品，探索自有 OTC 品种、快消及美妆个护等，加速新领域布局；以消费者为导向，加速拓展研发成果转化。（3）提升：以市场为导向，提升顾客运营能力；匹配组织体系建设，加快数字化转型，打通数字化营销链路，打造数字化供应链综合服务体系。并提出了四个重塑：价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑。

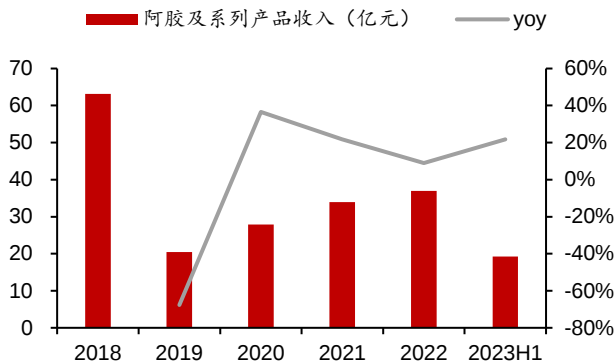
图表33：公司四个重塑

四个重塑	内容
价值重塑	核心战略是成为滋补行业引领者，经营滋补国宝这一几千年传承的顶流品牌资产，坚定维护好传承好创新好。同时，公司进一步让更多年轻消费者了解东阿阿胶，理解东阿阿胶，成为年轻时尚的、带有国潮风的品牌。
业务重塑	基于东阿阿胶现状及品类产品结构，公司初步建立“药品+健康消费品”双轮驱动业务模式，药品对健康消费品是专业赋能，健康消费品对药品是品牌赋能，两者相互作用、相互支撑、相辅相成。
组织重塑	为实现组织与战略和业务逻辑相匹配，2022 年东阿阿胶系统开展组织重塑，调整力度之大前所未有的。未来，将持续优化组织配置和人员结构，以适应公司发展。
精神重塑	持续加强党建和业务相互促进相互融合，切实提高政治站位，不断强化责任担当，重塑东阿阿胶人的精气神，坚定中医药传承创新的担当和使命。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

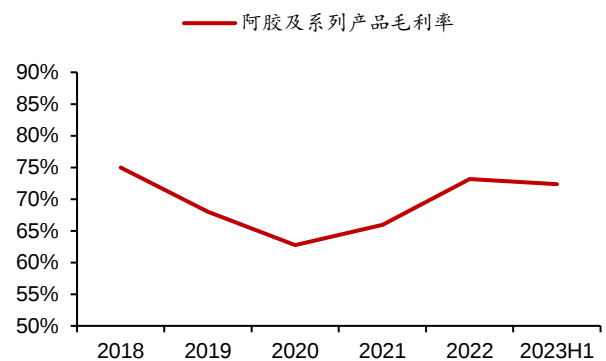
公司核心收入来源于阿胶及系列产品，其中包括阿胶、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕。2019 年由于公司消化阿胶渠道库存，控制发货，销售额有所下滑。2020 年开始随着发货量逐步恢复稳定，2019-2022 年 CAGR 达 21.9%，2023H1 同比增长 21.8%；同时毛利率亦有所恢复，2023H1 达 72.35%，已恢复至接近 2018 年水平。

图表34：公司阿胶及系列产品收入



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表35：公司阿胶及系列产品毛利率

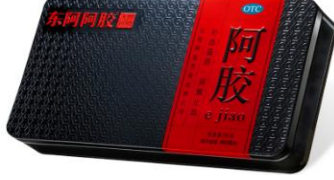


资料来源：ifind，国联证券研究所

3.1 阿胶：有望维持稳定增长

公司的核心大品种为阿胶，2023Q1-3 收入占比近 50%。阿胶是传承近 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。气微，味微甘。味甘，性平，无毒；归肺、肝、肾经。适应症为补血滋阴、润燥、止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸、心烦不眠、肺燥咳嗽。

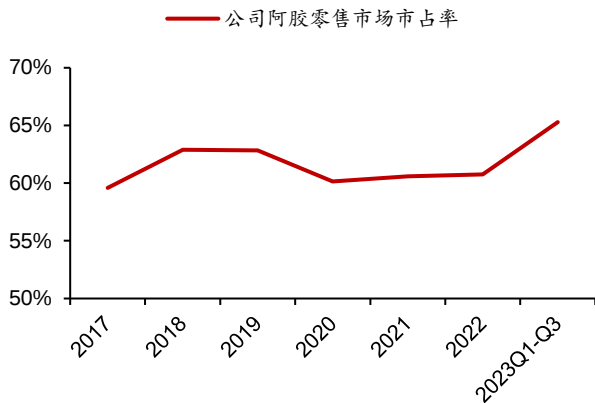
图表36：公司阿胶产品介绍

阿胶	
产品图	
成分	驴皮。辅料：冰糖、黄酒、豆油。
适应症及功能主治	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。
处方药/OTC	OTC
是否进入医保	否
规格（g）	250
价格（元）	999
单价（元/g）	4.00
用法用量	烊化兑服，3~9 克。
次费用	12-36 元

资料来源：公司官网，药品说明书，天猫旗舰店，国联证券研究所

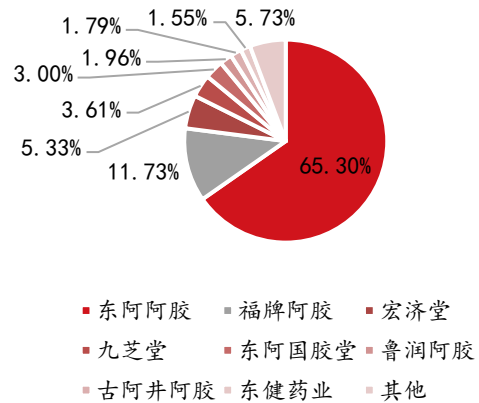
公司为阿胶行业龙头，2023Q1-3 市占率有所提升。公司为阿胶龙头，由于 2019 年开始公司控制发货，消化库存产品，2019-2020 年市占率有所下滑。2021-2022 年维持稳定，2023Q1-3 有所提升，市占率达 65.3%，相比 2022 年提升 4.5pct。

图表37：2017-2023Q1-3 公司阿胶零售市场市占率



资料来源：中康开思，国联证券研究所

图表38：2023Q1-3 阿胶零售市场竞争格局



资料来源：中康开思，国联证券研究所

公司品牌价值优势凸显。根据西普会披露，2022 年健康产业品牌价值超过 100 亿的仅两名品牌，其中东阿阿胶位列第一，品牌价值达 150 亿元。此外，东阿阿胶和云南白药连续多年稳居前二。根据公司公告，2023 年公司品牌强度和品牌价值得到了跳跃式提升，第 14 次入围世界品牌实验室发布的“中国 500 最具价值品牌”，荣获第十四届虎啸奖【联合营销类】金奖、“中国中药企业 TOP100 排行榜”、上榜中国最具品牌价值榜单（中华老字号），荣登健康产业品牌榜及健康产业品牌价值榜，品牌价值八度蝉联榜首。

图表39：2022 年健康产业品牌价值榜

2022年健康产业品牌价值榜			
NO.	品牌名	品牌价值(亿元)	备注
1	东阿阿胶®	150.36	滋补药
2	云南白药	148.59	外用镇痛药
3	以岭®连花清瘟	93.59	成人感冒药
4	片仔癀®	90.35	肝胆用药
5	拜新同®	89.32	降压药
6	立普妥®	74.80	降血脂药
7	诺欣妥®	72.86	心脏病治疗用药
8	安达唐	72.05	糖尿病用药
9	999®感冒灵	71.30	成人感冒药
10	钙尔奇®/金钙尔奇®	69.14	成人维生素矿物质补充剂
11	络活喜®	65.46	降压药
12	倍他乐克®	62.61	降压药
13	天士力®复方丹参滴丸	62.48	心脏病治疗用药
14	万艾可®	57.04	改善性功能药物
15	拜瑞妥®	54.58	抗血栓用药
16	江中®健胃消食片	53.68	助消化药
17	太极®藿香正气口服液	52.21	成人感冒药
18	诺和锐®	49.63	糖尿病用药
19	同仁堂®安宫牛黄丸	46.03	脑血管用药
20	迪巧®	44.47	成人维生素矿物质补充剂
21	京都念慈菴®蜜炼川贝枇杷膏	43.48	止咳化痰药
22	金戈®	38.36	改善性功能药物
23	善存®/银善存®	37.12	成人维生素矿物质补充剂
24	拜阿司匹灵®	35.50	抗血栓用药
25	扬子江®蓝芩®蓝芩口服液	33.52	咽喉口腔用药
26	施慧达®	31.14	降压药
27	小葵花®	31.14	儿童感冒咳嗽用药
28	来得时®	30.68	糖尿病用药
29	格华止®	30.66	糖尿病用药
30	可定®	30.43	降血脂药
31	以岭®参松养心胶囊	30.14	心脏病治疗用药
32	舒利迭®	29.69	抗哮喘药
33	达克宁®/金达克宁®	29.43	皮肤病用药
34	蒲®蒲地蓝消炎口服液	29.41	咽喉口腔用药
35	奇正®	29.17	外用镇痛药
36	恩必普®	28.98	脑血管用药
37	马应龙®	28.46	静脉曲张和痔疮用药
38	伊可新®	27.08	儿童维生素矿物质补充剂
39	999皮炎平®	26.75	皮肤病用药
40	福牌阿胶	26.58	滋补药
41	朗迪®钙	25.85	成人维生素矿物质补充剂
42	耐信	25.76	胃炎胃溃疡用药
43	康恩贝®肠炎宁片	24.59	肠道用药
44	血脂康	24.48	降血脂药
45	扬子江®黄芪精	24.31	滋补药
46	双鲸®	24.28	儿童维生素矿物质补充剂
47	芬必得®	24.16	口服镇痛药
48	倍博特®	23.84	降压药
49	上药牌®麝香保心丸	23.44	心脏病治疗用药
50	达仁堂®速效救心丸	23.08	心脏病治疗用药

资料来源：西普会，国联证券研究所

阿胶的头部厂家分别有东阿阿胶、福牌阿胶、宏济堂。东阿阿胶的天猫旗舰店和京东旗舰店粉丝数量远超福牌阿胶和宏济堂，同时东阿阿胶也具备较强的品牌溢价优势，其阿胶产品单价比其他两家高。

图表40：头部阿胶厂家的品牌优势和零售单价对比

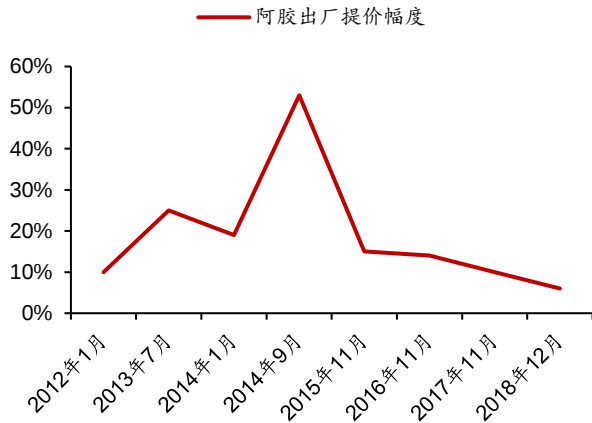
	东阿阿胶	福牌阿胶	宏济堂
天猫旗舰店粉丝数量	198 万	27 万	2 万
京东旗舰店粉丝数量	240 万	49 万	4 万
阿胶产品规格 (g)	250	250	125
阿胶产品零售价 (元)	999	549	387
阿胶产品零售单价 (元/g)	4.00	2.20	3.09

资料来源：天猫旗舰店，京东旗舰店，阿里健康大药房，日期截至 2024 年 1 月 31 日

随着库存消化至良性水平，未来阿胶块销售有望维持稳定增长。由于人工、企业运营和原料成本持续上升，公司自 2012-2018 年起多次上调阿胶出厂价，到 2019 年经销商开始囤货，造成公司库存积压，公司开始控制发货，消化渠道库存，因此 2020

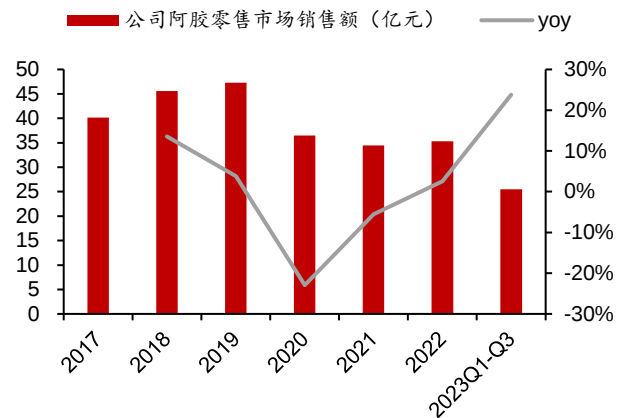
年零售市场销售额有较大的下滑，2021-2022 年保持平稳，库存逐步消化；2023 年前三季度开始呈现恢复性增长，同比增速达 23.8%。

图表41：2012-2018 年公司阿胶出厂价提价情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表42：2017-2023Q3 公司阿胶零售市场销售额

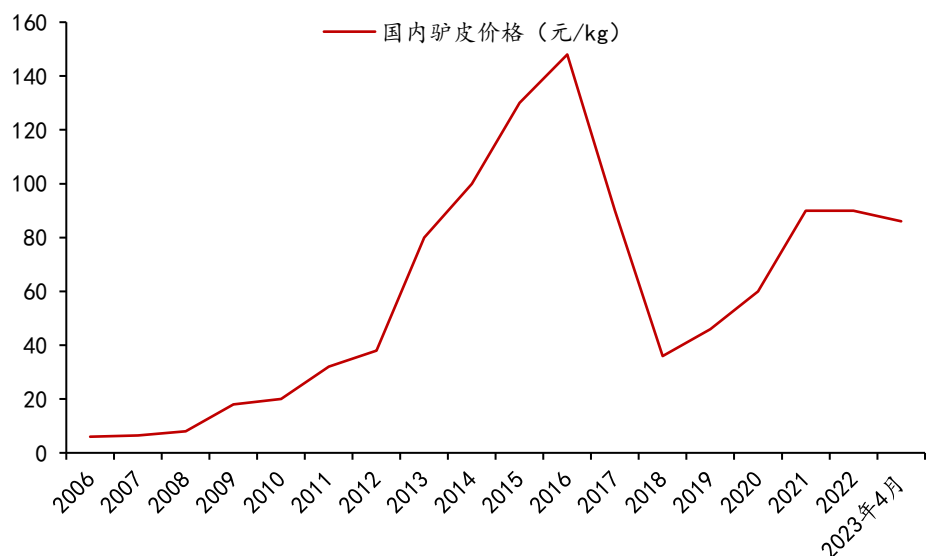


资料来源：中康开思，国联证券研究所

阿胶的主要原材料为驴皮，我国驴皮价格从 2006 年一直上涨至 2016 年 148 元/kg。随后，由于前几年驴皮价格高涨，大量进口驴皮开始进入我国，进口驴皮成本低，规模大，对国内价格体系有所冲击，叠加下游阿胶厂家需求减弱，我国驴皮价格大幅下跌。至 2021 年随着下游阿胶厂家生产和销售步入良性循环，对驴皮的需求逐步恢复，驴皮价格恢复至 90 元/kg，2022-2023 年 4 月价格基本维持稳定状态。

随着国内农业与运输机械化的提高和城镇化进程的加快，毛驴役用价值逐渐消失，国内驴存栏量逐渐下滑。为了逐步摆脱驴皮原料的限制，公司向海外采购部分驴皮，并且以消费者资产运营为核心培育公司第二增长曲线。

图表43：国内驴皮价格



资料来源：中国畜牧业协会驴业分会，国联证券研究所

3.2 复方阿胶浆：临床端推广+医保解限提供增量

复方阿胶浆，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。成分有阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂；具有补气养血、助睡眠、解疲劳、治贫血的疗效。

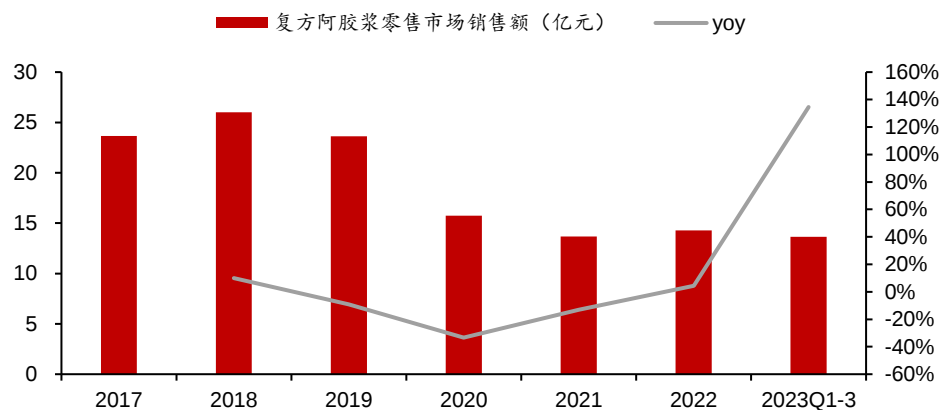
图表44：复方阿胶浆产品介绍

复方阿胶浆	
产品图	
成分	阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂。
适应症及功能主治	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。
处方药/OTC	双跨品种
是否进入医保	国家医保（乙类）
规格	20ml*24 支/盒
价格（元）	158
单价（元/支）	6.58
用法用量	口服，一次 20ml，一日 3 次。
日费用（元）	19.75

资料来源：公司官网，国联证券研究所

复方阿胶浆作为我国补气补血类中成药零售市场第三大品种，销售额超 10 亿元体量。2023Q1-3 零售市场销售额达 13.63 亿元，同比增长 135%。复方阿胶浆是双跨品种，进入国家医保目录。2023 年国家医保目录中取消了 2022 版复方阿胶浆“限有重度贫血检验证据”的限定支付范围，扩大了医保支付的应用场景，在 2024 年开始执行，将有望提振公司产品 2024 年的销售。

图表45：2017-2023Q3 公司复方阿胶浆零售市场销售额



资料来源：中康开思，国联证券研究所

强化高等级循证医学证据建设，拓展新适应症，有望扩大适应人群。复方阿胶浆主要销售渠道在 OTC 端，同时公司加大基础及临床研究，重点强化在贫血、癌因性疲乏、痛经等领域高等级循证医学证据建设，利用专家和医生原点人群价值，持续品类人群教育拉新，不断向 OTC 市场拉新拓客，带动 OTC 市场持续增量。

目前，公司已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”，研究结果表明复方阿胶浆能够明显改善肺癌等 3 个癌种患者的疲乏状况，此外还在中华中医药学会《新型冠状病毒感染后长期症状中医诊疗专家共识》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。

图表46：复方阿胶浆研发投入

主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
国家重点研发计划复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究项目	评估复方阿胶浆对治疗癌因性疲乏的临床价值	项目已结题。该项目由中国中医科学院西苑医院牵头，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。这是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。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。	明确复方阿胶浆对癌因性疲乏的临床疗效，为产品市场开发提供学术支持。	提升产品市场竞争力，助力市场开拓。
中药大品种循证证据链打造项目	基于临床循证研究，明确大品种的临床精准定位和优势病种，为市场销售提供学术支撑。	围绕东阿阿胶，复方阿胶浆等重点品种，开展循证医学研究，物质基础和作用机制等研究，项目正在进行中。	明确东阿阿胶、复方阿胶浆等大品种的临床疗效和作用机制，获得高水平循证证据，发布专家共识和诊疗指南，为产品市场开发提供学术支持。	强化大品种的临床价值独特性和精准临床定位，打造专业和学术双高地，促进大品种实现增量。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 “桃花姬”阿胶糕：从区域向全国市场迈进

“桃花姬”阿胶糕定位健康休闲零食，收入占比约 10%左右，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。目前，“桃花姬”阿胶糕是阿胶糕类第一品牌。

图表47：“桃花姬”阿胶糕产品介绍

产品图	阿胶系列保健食品	成分	单价	每日用量	日费用
	“桃花姬”阿胶糕	阿胶、核桃仁、黑芝麻、黄酒、麦芽糖浆、单晶体冰糖、麦芽糊精	5.75 元/块 (5g/块)	每日 2 次， 每次 2 块	23 元

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，国联证券研究所

桃花姬作为健康消费品领域核心品牌，公司用快消品思路去打造，实现从区域性品牌到全国性品牌迈进，落实数字化战役、山东及中心城市战役、代言人整合营销战役、品牌品类规划战役，以山东市场为圆心向全国扩散，通过签约实力派明星任嘉伦代言，配合多媒体+高频次覆盖重点市场，深化动销和终端渗透，提升客户信心做好品牌共建、资源置换、终端活动承接，达成桃花姬由区域性品牌向全国头部健康养颜零食品牌的构建。

图表48：“桃花姬”阿胶糕推广活动

“桃花姬”阿胶糕 2023 年系列推广活动	
品牌破圈	借势“国风热潮”，打造出圈金曲，实现品牌首次破圈 Z 世代。
春节山东战役	通过齐鲁频道、山东广播、主流梯媒体多种媒体组合，全方位、高频次覆盖山东原点市场，加强消费者教育，提升品牌渗透率
明星代言官宣	代言人官宣活动，打响明星战役第一枪，通过明星势能赋能渠道整合及转化
“桃花姬”阿胶糕未来推广活动	
数字化战役	通过数字化手段，实现拉新、站内精细化运营及收割，共同提升整体销量增长
山东及中心城市战役	通过多媒体+高频次覆盖山东原点市场，重点中心城市区域大渗透，提升客户信心，做好品牌共建、资源置换与终端活动承接。保持线上线下统一调性，实现生意增长。
代言人整合营销战役	以代言人为杠杆，深耕数字化，赋能渠道，实现声量和销量双提升。
品牌品类升级战役	打造产品差异化价值链，建立区隔度，丰富产品体系，借助明星势能开发产品及包装，实现最大收割

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.4 其他：男科产品逐渐发力

2023 年 6 月，东阿阿胶男士滋补品牌“皇家围场 1619”焕新上市，重点布局线下零售市场，产品主要包括健脑补肾口服液、健脑补肾丸、海龙胶口服液以及龟鹿二仙口服液等。其中，龟鹿二仙口服液组方源自《医便》中经典名方龟鹿二仙胶，具有 400 余年应用历史，公司改良为口服液制剂，获得中国新药证书认证。健脑补肾口服液为中药独家品种，组方源于临清名老中医孙锡伍先生的五代祖传秘方，乾隆帝对方极力推崇，钦定方名“健身汤”，经典传承 200 余年。

图表49：男科系列产品

男科系列产品	适应症及功能主治
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。
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。
健脑补肾口服液	健脑补肾，益气健脾，安神定志。用于健忘失眠，头晕目眩，耳鸣心悸，腰膝酸软，神经衰弱。
健脑补肾丸	

资料来源：公司公告，药品说明书，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

阿胶及系列产品：阿胶块销售体量较大，消费人群较为稳定，随着库存水平达到良性循环，未来有望维持稳定增长。复方阿胶浆和“桃花姬”阿胶糕有望维持快速增长趋势，其中阿胶浆临床疗效显著，医保解限促进放量；阿胶糕通过营销投入有望深化动销和终端渗透。预计随着国内毛驴存栏量下滑，未来国内驴皮价格或会上涨，以及毛利率较低的复方阿胶浆和“桃花姬”阿胶糕占比提升，阿胶及系列产品毛利率或有略微下滑。预计 2023-2025 年收入分别为 44.48/53.11/62.34 亿元，同比增长分别为 20.26%/19.39%/17.39%，毛利率分别为 73.0%/72.5%/72.0%。

其他药品及保健品：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，拓展新人群，积极开展适应症拓展研究，其他药品及保健品业务有望持续增长。预计 2023-2025 年收入分别为 2.06/2.27/2.49 亿元，同比增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 70%/70%/70%。

毛驴养殖及销售：公司逐步退出低价值环节，由重资产转向轻资产，建立规模化养殖新模式，毛驴养殖及销售业务增速有望维稳。预计 2023-2025 年收入分别为 0.98/0.98/0.98 亿元，同比增速分别为-5%/0%/0%，毛利率分别为 20%/20%/20%。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 48.05/56.88/66.34 亿元，同比增速分别为 18.87%/18.38%/16.63%，营收三年 CAGR 为 17.96%，归母净利润分别为 11.31/13.48/15.69 亿元，同比增速分别为 44.97%/19.20%/16.43%，归母净利润三年 CAGR 为 26.24%。

图表50：公司营收测算汇总（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3409.44	3848.99	4041.82	4804.63	5687.93	6634.09
yoy	14.79%	12.89%	5.01%	18.87%	18.38%	16.63%
毛利	1875.25	2398.05	2760.60	3413.55	4031.20	4685.42
毛利率	55.00%	62.30%	68.30%	71.05%	70.87%	70.63%
阿胶及系列产品						
收入	2,789.70	3,394.99	3,698.91	4,448.16	5,310.87	6,234.37
YOY	36.54%	21.70%	8.95%	20.26%	19.39%	17.39%
毛利	1,750.26	2,238.99	2,706.23	3,247.15	3,850.38	4,488.75
毛利率	62.74%	65.95%	73.16%	73.00%	72.50%	72.00%
其他药品及保健品						
收入	212.42	214.17	187.24	205.97	226.56	249.22
YOY	16.27%	0.82%	-12.57%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	120.70	136.32	121.50	144.18	158.59	174.45
毛利率	56.82%	63.65%	64.89%	70.00%	70.00%	70.00%
毛驴养殖及销售						

收入	296.29	178.62	103.14	97.99	97.99	97.99
YOY	-59.90%	-39.72%	-42.26%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利	-3.37	14.71	10.65	19.60	19.60	19.60
毛利率	-1.14%	8.24%	10.33%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: ifind, 国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

(1) 绝对估值

假设无风险利率 R_f 为十年国债收益率, 市场预期回报率 R_m 为 10 年沪深指数平均收益, 计算得出 WACC 为 7.10%。假设公司 2026-2031 年增长率为 9%, 2031 年后进入稳定增长期, 永续增长率为 2%, 对永续现金流进行折现估计。测算结果得出公司每股价值为 67.63 元/股。

图表51: FCFF 估值核心假设

指标	数值
无风险利率 R_f	2.44%
市场预期回报率 R_m	7.52%
第二阶段年数	6
第二阶段增长率	9%
永续增长率	2%
有效税率 T_x	15%
税后债务资本成本 K_d	6.57%
债务资本比重 W_d	0.66%
股权资本成本 K_e	7.11%
WACC	7.10%

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表52: FCFF 估值结果 (百万元)

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	2,441.74	5.85%
第二阶段	8,772.05	21.02%
第三阶段 (终值)	30,527.56	73.14%
企业价值 AEV	41,741.35	
加: 非核心资产	1,872.50	4.49%
减: 带息债务 (账面价值)	42.44	0.10%
减: 少数股东权益	21.55	0.05%
股权价值	43,549.86	104.33%
除: 总股本 (股)	643,976,824	
每股价值 (元)	67.63	

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表53: FCFF 估值敏感性测试结果

WACC	永续增长率										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.41%	115.36	119.27	123.96	129.65	136.67	145.50	156.90	172.09	193.21	224.41	274.87
4.85%	100.91	103.82	107.27	111.41	116.43	122.63	130.43	140.49	153.89	172.53	200.07
5.34%	88.63	90.81	93.37	96.41	100.05	104.47	109.92	116.79	125.65	137.44	153.85
5.87%	78.11	79.75	81.67	83.91	86.58	89.77	93.65	98.44	104.46	112.23	122.58
6.46%	69.04	70.28	71.72	73.39	75.36	77.69	80.48	83.87	88.06	93.33	100.13
7.10%	61.19	62.12	63.20	64.46	65.91	67.63	69.66	72.09	75.05	78.70	83.29
7.81%	54.35	55.06	55.87	56.81	57.89	59.16	60.65	62.41	64.52	67.09	70.26
8.59%	48.37	48.91	49.52	50.22	51.03	51.97	53.07	54.35	55.88	57.70	59.92
9.45%	43.12	43.53	44.00	44.53	45.13	45.83	46.63	47.58	48.68	49.99	51.56
10.40%	38.52	38.82	39.17	39.57	40.02	40.54	41.14	41.83	42.63	43.58	44.70
11.44%	34.45	34.69	34.95	35.25	35.58	35.97	36.41	36.92	37.51	38.19	39.00

资料来源：ifind，国联证券研究所

(2) 相对估值

我们选取品牌中药 OTC 和中药老字号企业作为可比公司，分别为片仔癀、太极集团、同仁堂、广誉远，可比公司 2024 年平均 PE 为 41 倍。考虑到公司为阿胶滋补类中药行业龙头，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 32 倍 PE，对目标价 66.98 元，给予“买入”评级。

图表54：可比公司估值

证券代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025
600436.SH	片仔癀	1,321	27.84	36.40	43.80	47	36	30
600085.SH	同仁堂	609	18.00	21.10	24.77	34	29	25
600129.SH	太极集团	209	9.15	12.57	16.48	23	17	13
600771.SH	广誉远	125	1.09	1.51	2.06	115	83	61
平均值						35	41	22
000423.SZ	东阿阿胶	362	11.31	13.48	15.69	32	27	23

资料来源：Wind，国联证券研究所 市值截至 2024 年 2 月 28 日 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

(1) 毛利率下滑或波动风险。阿胶的主要原材料为驴皮，随着国内农业与运输机械化的提高和城镇化进程的加快，毛驴的役用价值逐渐消失，散养数量急剧下降。行业技术难点仍未突破，繁育和疫病防控研究滞后。短期内，规模化养殖不能促进国内毛驴存栏逆转，最终可能使驴皮价格上涨，公司生产成本上升，对应产品的毛利率下降。

(2) 市场竞争加剧风险。阿胶行业良好的市场前景吸引众多竞争者进入该领域，竞争不断加剧，消费需求和消费场景多元化，年轻消费群体崛起，需要持续不断的创新和丰富的产品矩阵快速相应消费需求，若公司未来未能准确判断行业的发展趋势，无法及时推出满足市场需求的新产品，或新产品市场需求未达预期等，可能在日益激烈的市场竞争中面临因竞争优势减弱而导致经营业绩下降的风险。

(3) 销售不及预期风险。若公司产品市场开发效果不佳、市场推广时机选择不当或经销商经营管理不善等，导致销售不及预期，可能会对公司经营和盈利能力产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3248	5370	2797	1363	663
应收账款+票据	1186	1200	2039	2414	2815
预付账款	20	10	47	56	65
存货	1646	1239	1723	2052	2414
其他	2521	1965	1951	1967	1985
流动资产合计	8622	9784	8557	7852	7943
长期股权投资	115	114	111	109	107
固定资产	2146	2034	1565	1091	613
在建工程	1	2	2	2	1
无形资产	409	332	244	155	67
其他非流动资产	336	366	344	323	308
非流动资产合计	3007	2848	2266	1680	1096
资产总计	11628	12631	10823	9532	9039
短期借款	0	0	0	0	1030
应付账款+票据	258	238	227	270	317
其他	1175	1863	1412	1677	1966
流动负债合计	1433	2101	1638	1947	3313
长期带息负债	48	42	28	14	2
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	152	137	137	137	137
非流动负债合计	199	180	165	152	139
负债合计	1633	2281	1803	2098	3452
少数股东权益	22	22	-1	-28	-59
股本	654	654	644	644	644
资本公积	742	742	752	752	752
留存收益	8577	8933	7625	6066	4251
股东权益合计	9995	10351	9020	7434	5587
负债和股东权益总计	11628	12631	10823	9532	9039

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	439	779	1108	1321	1538
折旧摊销	169	171	609	614	612
财务费用	-34	-67	-13	-6	19
存货减少(增加为“-”)	832	407	-484	-329	-362
营运资金变动	1931	1245	-1809	-421	-454
其它	-536	-390	423	268	300
经营活动现金流	2801	2145	-166	1447	1654
资本支出	-4	-60	-30	-30	-30
长期投资	-1020	557	0	0	0
其他	61	93	64	64	64
投资活动现金流	-963	590	34	34	34
债权融资	48	-5	-15	-14	1017
股权融资	0	0	-10	0	0
其他	-274	-433	-2416	-2901	-3404
筹资活动现金流	-226	-438	-2441	-2914	-2387
现金净增加额	1612	2297	-2573	-1434	-699

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3849	4042	4805	5688	6634
营业成本	1451	1281	1391	1657	1949
营业税金及附加	57	68	69	82	96
营业费用	1014	1318	1634	1905	2189
管理费用	521	525	452	512	571
财务费用	-34	-67	-13	-6	19
资产减值损失	-331	-78	0	0	0
公允价值变动收益	3	-5	0	0	0
投资净收益	64	35	70	70	70
其他	-7	46	-49	-66	-85
营业利润	569	915	1293	1542	1796
营业外净收益	2	-3	4	4	4
利润总额	571	912	1297	1546	1800
所得税	132	133	189	225	262
净利润	439	779	1108	1321	1538
少数股东损益	-2	-1	-23	-27	-31
归属于母公司净利润	440	780	1131	1348	1569

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	12.89%	5.01%	18.87%	18.38%	16.63%
EBIT	253.11%	57.28%	52.06%	19.88%	18.16%
EBITDA	125.55%	43.83%	86.46%	13.74%	12.89%
归属于母公司净利润	917.43%	77.10%	44.97%	19.20%	16.43%
获利能力					
毛利率	62.30%	68.30%	71.05%	70.87%	70.63%
净利率	11.40%	19.28%	23.07%	23.22%	23.18%
ROE	4.42%	7.55%	12.53%	18.06%	27.79%
ROIC	4.79%	13.91%	30.55%	26.84%	32.27%
偿债能力					
资产负债率	14.04%	18.05%	16.66%	22.01%	38.19%
流动比率	6.0	4.7	5.2	4.0	2.4
速动比率	4.8	4.0	4.1	2.9	1.6
营运能力					
应收账款周转率	3.2	3.9	2.4	2.4	2.4
存货周转率	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
每股指标(元)					
每股收益	0.7	1.2	1.8	2.1	2.4
每股经营现金流	4.3	3.3	-0.3	2.2	2.6
每股净资产	15.5	16.0	14.0	11.6	8.8
估值比率					
市盈率	82.1	46.4	32.0	26.8	23.0
市净率	3.6	3.5	4.0	4.8	6.4
EV/EBITDA	37.7	19.5	16.9	15.5	14.5
EV/EBIT	49.5	23.5	24.9	21.7	19.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 02 月 28 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼