

东阿阿胶（000423.SZ）/行业

证券研究报告/公司深度报告

2023年04月12日

评级：买入（首次）

市场价格：52.42

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email：zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

Email：sunyy03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3848.99	4041.82	4846.20	5605.26	6509.80
增长率 yoy%	12.89%	5.01%	19.90%	15.66%	16.14%
净利润（百万元）	440.44	780.00	1087.36	1344.21	1683.18
增长率 yoy%	917.43%	77.10%	39.41%	23.62%	25.22%
每股收益（元）	0.67	1.19	1.66	2.06	2.57
每股现金流量	4.28	3.28	-1.48	1.97	1.82
净资产收益率	4.42%	7.55%	9.24%	10.25%	11.38%
P/E	77.74	43.90	31.49	25.47	20.34
PEG	0.08	0.57	0.80	1.08	0.81
P/B	3.43	3.31	2.91	2.61	2.31

备注：数据截止 2023/04/12

基本状况

总股本(亿股)	6.54
流通股本(亿股)	6.54
市价(元)	52.42
市值(亿元)	343
流通市值(亿元)	343

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

- 利空因素出尽，华润系全面接管，公司进入发展新阶段。**东阿阿胶专注于中式滋补健康领域，拥有国家级非物质文化遗产东阿阿胶制作技艺，自成立至今一直以阿胶系列产品的生产销售作为业务的核心。2019年由于频繁提价导致的渠道库存问题爆发，公司净利润首次出现负值。此后公司积极调整营销策略，控制发货并稳定终端价格，集中力量清理渠道库存，业绩逐渐恢复稳态增长。自2022年起华润系全面掌控公司经营管理，现任管理层董事长白晓松、总裁程杰均来自华润集团，具备丰富的OTC产品开发及营销经验，有望赋能公司品牌焕新，实现长期健康发展。
- 重塑滋补第一品牌，核心产品重回正轨。**强大的品牌价值是公司能够实现渠道修复的重要基础，2019-2022年尽管公司处于内部调整期，仍然占据阿胶行业绝对龙头地位。随着公司经营重回正轨，聚焦品牌和业务重塑，东阿阿胶、复方阿胶浆、桃花姬阿胶块三大主导产品有望逐步恢复销售峰值。1) **东阿阿胶**：公司品牌认知度和驴皮原材料资源优势明显，目前终端价格企稳，随着公司渠道生态治理成效显著，市占率有望恢复高水平。2) **复方阿胶浆**：十四五战略品种，医保支付限制解除以及治疗癌因性疲乏新适应症拓宽，有望加速复方阿胶浆在医疗渠道放量；同时公司推出小包装下沉县乡市场，通过学术推广以院内带动院外，复方阿胶浆有望成为公司快速增长的重要驱动力。3) **桃花姬**：极富女性气质的“桃花姬”品牌定位与公司原有消费群体形成区隔，营销策略调整后更加注重消费品逻辑，公司通过线上+线下双渠道协同发展，加速触达年轻用户，桃花姬有望恢复稳健增长。
- 药品+健康消费品双轮驱动，第二增长曲线蓄势待发。**依托东阿阿胶品牌认知度和忠实客群，以阿胶及复方阿胶浆等拳头产品为基石，公司未来将围绕精品中药和健康消费品两大方向不断拓宽能力圈，打造第二增长曲线。其中，精品中药立足于气血大品类，向多个品类积极拓展，如妇科（安宫补血颗粒）、肝肾（海龙胶口服液、龟鹿二仙口服液）等；健康消费品围绕“阿胶+”、“+阿胶”进行品类延伸，以线上为主要发力点，从重滋补向轻养生延展，实现从低频到高频的消费转型，第二增长曲线正蓄势待发。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计2023-2025年公司实现营业收入48.46、56.05、65.10亿元，同比增长19.90%、15.66%、16.14%，实现归母净利润10.87、13.44、16.83亿元同比增长39.41%、23.62%、25.22%。考虑到公司为中药滋补老字号，核心产品阿胶系列销售重回正轨，正在逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；阿胶块、复方阿胶浆恢复不及预期风险；政策变化风险；研报使用信息数据更新不及时的风险。

内容目录

阿胶行业龙头，重回经营正轨.....	- 4 -
中华老字号，滋补第一品牌.....	- 4 -
华润系高管上任，改革重焕新生.....	- 5 -
渠道库存清理，业绩拐点已现.....	- 7 -
品牌积淀深厚，核心产品重回正轨.....	- 8 -
阿胶块：品牌重新唤醒，市占率正在回升.....	- 8 -
复方阿胶浆：重塑医疗价值，双渠道放量可期.....	- 10 -
桃花姬：年轻化的标志性产品，打造阿胶糕第一品牌.....	- 12 -
第二增长曲线蓄势待发，客群拓展稳步推进.....	- 13 -
立足滋补养生开拓品类，打造第二增长曲线.....	- 13 -
发力男科滋补，待开发的广阔市场.....	- 15 -
深化数字化营销，线上渠道开辟新篇章.....	- 16 -
盈利预测与投资建议.....	- 16 -
收入预测模型.....	- 16 -
盈利预测与估值.....	- 17 -
风险提示.....	- 18 -

图表目录

图表 1：阿胶系列三大核心产品.....	- 4 -
图表 2：阿胶系列产品是公司主要业绩来源.....	- 4 -
图表 3：阿胶系列产品历年销售收入（亿元）.....	- 4 -
图表 4：东阿阿胶阿胶块涨价历史复盘.....	- 5 -
图表 5：东阿阿胶股权结构图.....	- 5 -
图表 6：东阿阿胶核心高管简介.....	- 6 -
图表 7：2017-2022 年东阿阿胶员工人数（人）.....	- 6 -
图表 8：2018-2022 年东阿阿胶营业收入及同比（亿元；%）.....	- 7 -
图表 9：2018-2022 年东阿阿胶归母净利润及同比（亿元；%）.....	- 7 -
图表 10：2017-2022 年东阿阿胶存货结构.....	- 7 -
图表 11：2015-2022 年东阿阿胶存货周转情况.....	- 7 -
图表 12：2017-2022 年阿胶零售市场销售规模（亿元）.....	- 8 -
图表 13：2018-2022 年阿胶行业竞争格局.....	- 8 -
图表 14：各品牌阿胶块零售价格对比.....	- 8 -
图表 15：东阿阿胶产品优势.....	- 9 -
图表 16：2021 年中国城市实体药店(含地级及以上城市)中成药最畅销品牌.....	- 9 -
图表 18：东阿阿胶（阿胶块）零售药店终端销售规模（亿元）.....	- 10 -

图表 19: 东阿阿胶 (阿胶块) 季度销售量 (万盒)	- 10 -
图表 20: 东阿阿胶复方阿胶浆	- 10 -
图表 21: 复方阿胶浆是 OTC 补气血口服液第一大单品	- 10 -
图表 22: 部分试点城市复方阿胶浆支付限额	- 11 -
图表 23: 复方阿胶浆改善睡眠作用机制	- 11 -
图表 24: 复方阿胶浆癌因性疲乏治疗效果	- 11 -
图表 25: 东阿阿胶复方阿胶浆零售药店终端销售规模 (亿元)	- 12 -
图表 26: 东阿阿胶复方阿胶浆季度销售量 (万盒)	- 12 -
图表 27: 东阿阿胶桃花姬阿胶糕	- 12 -
图表 28: 东阿阿胶桃花姬营销策略	- 13 -
图表 29: 东阿阿胶保健品子公司销售收入和利润情况 (百万)	- 13 -
图表 30: 东阿阿胶品类布局规划示意图	- 14 -
图表 31: 东阿阿胶即食燕窝	- 14 -
图表 32: 东阿阿胶阿胶粉	- 14 -
图表 33: 东阿阿胶男科滋补产品简介	- 15 -
图表 34: 2017-2022 年男科品类在零售药店终端销售情况 (亿元)	- 15 -
图表 35: 2017-2022 年六味地黄丸零售终端销售情况 (亿元)	- 15 -
图表 36: 东阿阿胶 2022 年线上业务亮点	- 16 -
图表 37: 东阿阿胶线上业务销售占比变化	- 16 -
图表 38: 东阿阿胶分项业务拆分 (收入: 百万)	- 17 -
图表 39: 可比公司估值	- 17 -
图表 40: 盈利预测表	- 19 -

阿胶行业龙头，重回经营正轨

中华老字号，滋补第一品牌

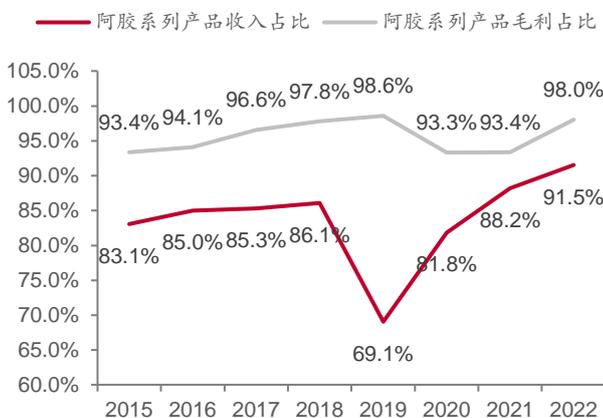
- **公司深耕阿胶行业 70 余年，是国药滋补第一品牌。**公司前身山东东阿阿胶厂建立于 1952 年，1993 年山东东阿阿胶（集团）股份有限公司成立、并于 1996 年在深圳交易所上市。公司自成立至今一直以阿胶系列产品的生产销售作为业务的核心。2018 年阿胶及其系列产品年度收入最高达到 63.17 亿，自 2019 年起公司集中力量清理终端库存、控制发货，当年阿胶及其系列产品收入降至 20 亿左右，此后逐年增加，2022 年阿胶系列产品销售收入回升至 36.99 亿，占公司收入比例 91.5%。

图表 1：阿胶系列三大核心产品



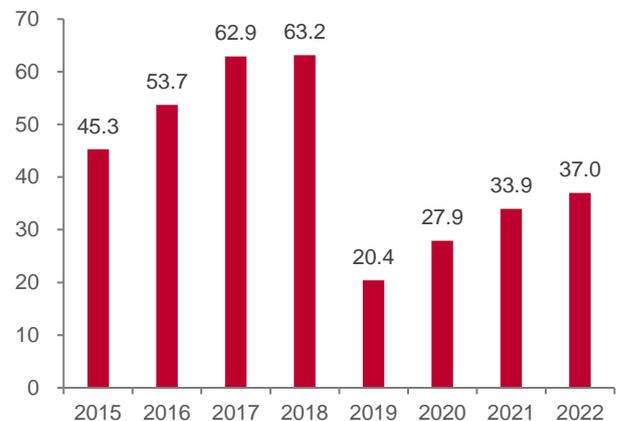
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：阿胶系列产品是公司主要业绩来源



来源：公司公告，中泰证券研究所

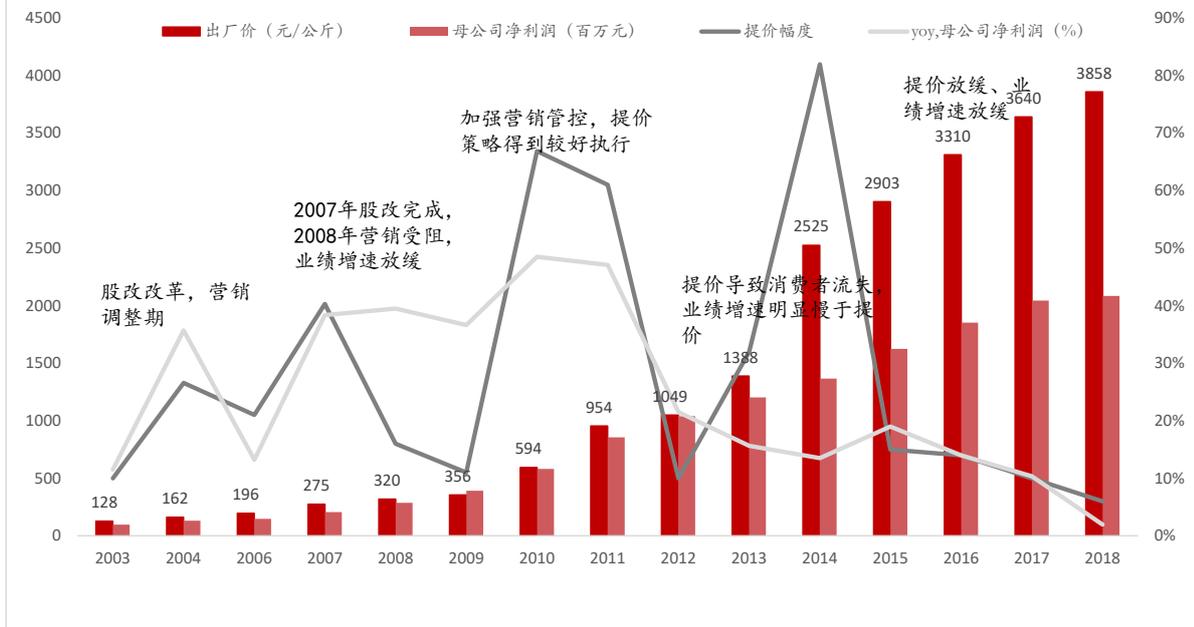
图表 3：阿胶系列产品历年销售收入（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **调整期已过，重回经营正轨。**我们以阿胶块提价为线索，梳理了公司发展历程：
 - 2006 年华润集团入主、秦玉峰正式出任公司总经理，公司主打产品进入持续提价的轨道；2007 年完成股权分置改革，阿胶系列销售规模过 10 亿；2006-2013 年阿胶块连续每年提高出厂价，其中 2010 及 2011 年分别累计达到 50% 及 60% 的历史提价幅度高点，公司净利润增速于 2010-2011 年达到近 50% 的高点后、2012 年增速回落。
 - 2014-2015 年公司开始放缓提价步伐，2015-2018 年间，年化提价幅度约 11% 左右，业绩增速也随之放缓。

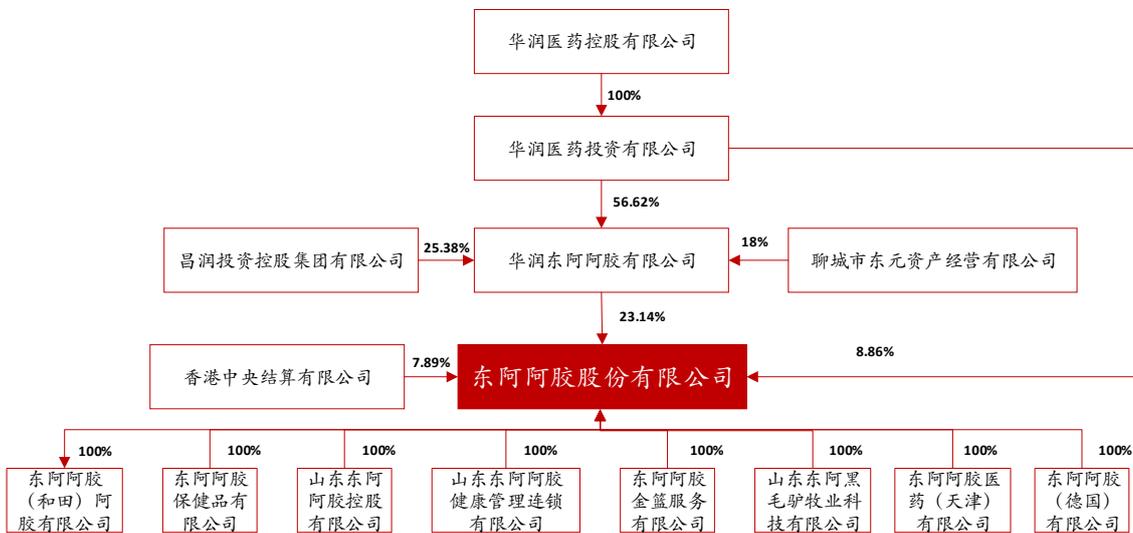
- 自 2019 年业绩触底后，公司集中力量清理渠道库存，经营开始逐渐重回正轨。2022 年公司实现营收 40.42 亿，同比增长 5.01%；归母净利润 7.80 亿，同比增长 77.10%；业绩已走出低迷期、正在稳步恢复中。

图表 4：东阿阿胶阿胶块涨价历史复盘


来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

华润系高管上任，改革重焕新生

- **公司架构清晰，股东实力强劲。**华润医药控股有限公司直接及间接持有公司 32% 股权、为公司的第一大股东。从产品生产端看，母公司为“阿胶块”及“复方阿胶浆”的生产平台；旗下 100% 持股的“山东东阿阿胶保健品有限公司”为“阿胶衍生品”的生产平台。

图表 5：东阿阿胶股权结构图


来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所（数据截止 2022 年报）

- **华润系高管上任，有望迎来发展新阶段。**从 2020 年公司多年领导者秦玉峰退休后，原隶属东阿阿胶集团的领导班子逐渐落幕。公司新任董事长白晓松同时为现任华润医药集团有限公司执行董事、首席执行官。公司总裁程杰具有较为丰富的 OTC 产品开发及营销管理经验，此前任华润三九 999 感冒灵产品经理，OTC 销售市场部总监。华润系人才的导入，有望为公司在品牌营销、渠道拓展、产品品类丰富等多个维度带来全方位的能力提升。

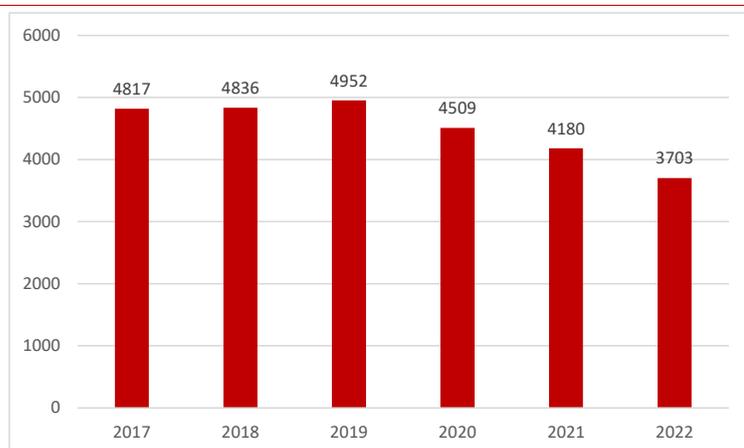
图表 6：东阿阿胶核心高管简介

姓名	职务	主要背景
白晓松	董事长	拥有高级工程师资格，并持有北京大学经济学硕士学位。曾任华润石化油站公司副总经理，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，华润雪花啤酒（中国）有限公司副总经理，华润三九医药股份有限公司副总裁。 现任华润医药集团有限公司执行董事、首席执行官，东阿阿胶股份有限公司董事长。
程杰	总裁	持有沈阳药科大学中药学学士学位。曾任华润三九 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党委书记、董事、总裁。
翁菁雯	董事	持有浙江大学经济学学士及香港科技大学工商管理硕士学位。曾任华润燃气控股有限公司审计部总经理、战略总监， 华润（集团）有限公司战略管理部副总监（专注医药健康领域）等职务。 现任华润医药集团有限公司执行董事、首席财务官、副总裁，华润三九医药股份有限公司监事，华润双鹤药业股份有限公司董事，东阿阿胶股份有限公司董事。
崔兴品	董事	持有中国科学技术大学化学系分析化学博士研究生学位，曾在美国宾夕法尼亚大学药理学开展过博士后研究工作。曾任北京市工商局昌平分局主任科员，中粮营养健康研究院主任研究员，华润（集团）有限公司环境健康和安保部副总经理。现任华润医药集团有限公司副总裁，华润三九医药股份有限公司董事，东阿阿胶股份有限公司董事。
邓蓉	董事、副总裁、财务总监	持有中南大学会计学学士和北京交通大学管理学硕士学位，曾任华润双鹤药业股份有限公司财务管理中心财务核算与税务管理部总经理、财务管理中心会计管理部总经理、华润双鹤财务管理中心总经理、财务共享服务中心总经理、会计管理总监、业务财务部总经理、财务职能部总经理、财务管理中心总经理等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、董事、董事会秘书、副总裁、财务总监。
岳虎	董事	持有山东大学工商管理硕士学位。曾任聊城市东元资产经营有限公司部门副经理、部门经理、总经理助理等职务。现任聊城市东元资产经营有限公司党委委员、董事、副总经理，华润东阿阿胶有限公司监事，东阿阿胶股份有限公司董事。

来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

- **新任管理团队领导下公司实现组织重塑，经营效率提升。**2022 年公司实现了成立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%。截止 2022 年底，公司员工总数下降至 3703 人，达到近十年来的新低。同时，公司通过绩效考核以及薪酬改革，极大激发了队伍活力，全面提升组织效能。

图表 7：2017-2022 年东阿阿胶员工人数（人）

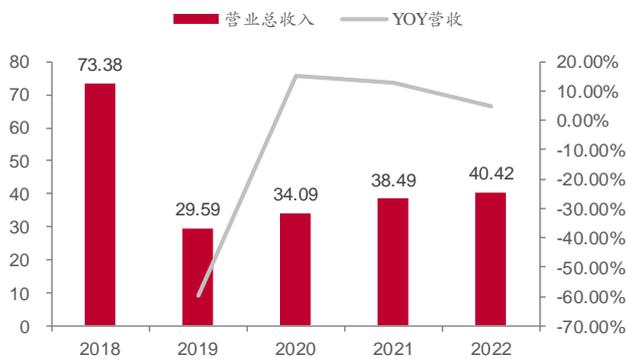


来源：wind，中泰证券研究所

渠道库存清理，业绩拐点已现

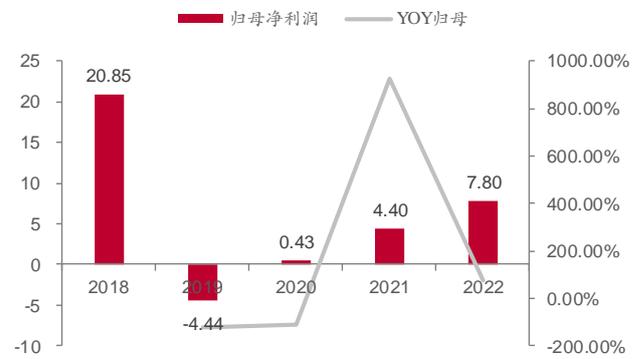
- **渠道库存清理效果显著，公司业绩恢复性向好。**2018-2019 年公司面临着下游惜售、库存积压、渠道终端价格不统一等多种问题，以及市场价值逐渐回归等理性因素的影响，公司 2019 年营收下降 59.68%，归母净利润下降 121.29%。但作为阿胶滋补行业的绝对龙头，公司集中精力进行渠道清理、严格控制发货、加快终端动销，业绩实现稳步恢复。2022 年，公司实现营收 40.42 亿元 (+5.01%)，实现归母净利润 7.80 亿元 (+77.27%)，恢复态势良好。

图表 8: 2018-2022 年东阿阿胶营业收入及同比 (亿元; %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

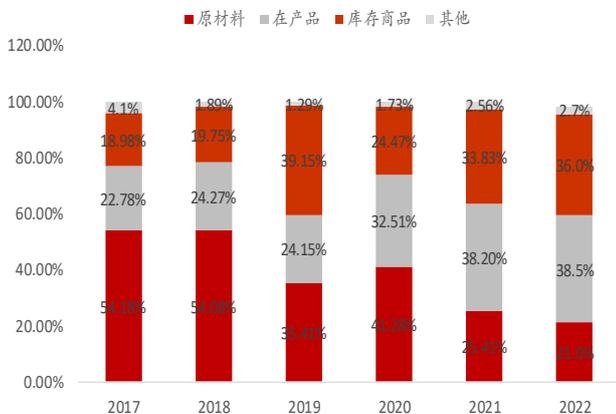
图表 9: 2018-2022 年东阿阿胶归母净利润及同比 (亿元; %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **存货结构优化，周转效率提升。**公司存货结构来看，原材料已大幅下降，从 2017 年 20 亿水平降至 2021 年约 3.4 亿元，库存商品也已下降至合理水平，主要是由于公司经营理念转变，提高实际终端动销量。截至 2022 年年报，公司存货周转天数为 405.22 天，已恢复至 2016 年的正常水平。

图表 10: 2017-2022 年东阿阿胶存货结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 2015-2022 年东阿阿胶存货周转情况



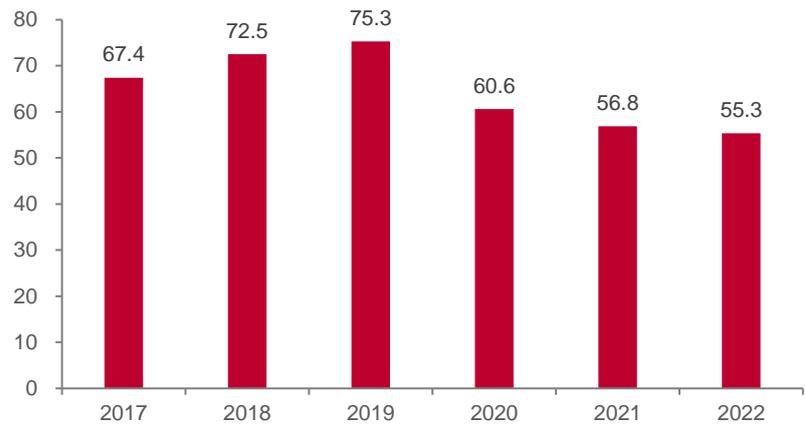
来源：公司公告，中泰证券研究所

品牌积淀深厚，核心产品重回正轨

阿胶块：品牌重新唤醒，市占率正在回升

- 后疫情时期，阿胶类产品市场正在回暖。中康数据显示，补气血类药品销售常年占滋补类中成药的60%以上，需求稳定且持续。阿胶作为滋补上品，定位中高端消费群体，多分布在对阿胶认可度较高的东部沿海地区。近几年由于疫情影响、以及行业龙头东阿阿胶的内部调整，行业整体规模有所萎缩，预计随着后疫情时期滋补类药品需求回升，阿胶市场规模有望逐步恢复历史高峰并实现温和增长。

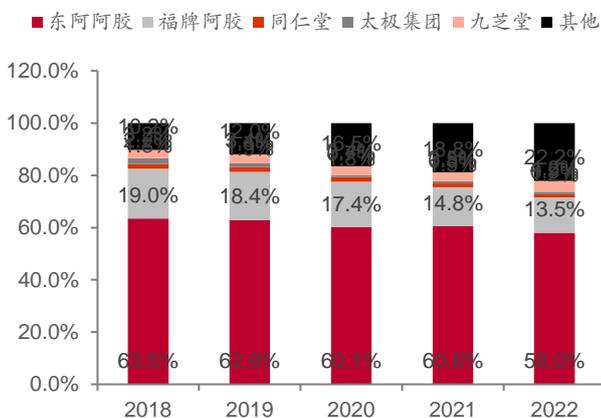
图表 12：2017-2022 年阿胶零售市场销售规模（亿元）



来源：中康数据，中泰证券研究所

- 双寡头格局基本稳定，东阿阿胶市占率有望逐步恢复。从阿胶市场竞争格局来看，东阿阿胶主打高端市场，市占率稳坐行业龙头，福牌阿胶位居第二，主打中低端市场，两大品牌合计占据行业80%左右的份额，呈现绝对领跑的双寡头局面。东阿阿胶近年来市占率有所起伏，我们认为主要与公司自身内部调整有关。考虑到公司具备强大的品牌和资源壁垒，在内部调整完成后重回经营正轨，市占率有望恢复高水平。

图表 13：2018-2022 年阿胶行业竞争格局



来源：中康数据，中泰证券研究所

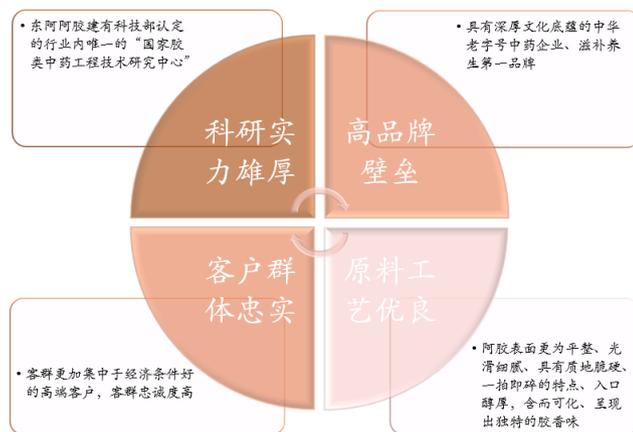
图表 14：各品牌阿胶块零售价格对比

品牌名称 (阿胶块)	参考价格 (每250g)
东阿阿胶	999元 (常规款)
	1999元 (金标)
福牌阿胶	600元
同仁堂阿胶	798元
宏济堂阿胶	1650元
九芝堂阿胶	1085元
太极天胶	672元

来源：各品牌旗舰店，中泰证券研究所（数据选自2023年4月11日）

- **东阿阿胶品牌认可度广、客群忠实，连续多年蝉联零售药店中成药最畅销品牌。**公司以客户需求与体验为关注焦点，持续巩固“滋补国宝 东阿阿胶”顶流品牌，米内网数据显示，东阿阿胶连续多年蝉联零售药店中成药最畅销品牌。公司阿胶工艺制作优良、质地脆硬，入口香醇。客群更集中与高经济能力消费者，客群忠诚度较高。随着消费升级和公司营销策略的转变，公司的目标群体会更加广阔。
- **渠道生态治理成效显著，终端价格趋于稳定。**针对地区间价格差异大，网购价格差异大的情况，公司以消费者需求为核心，结合市场变化及行业发展状况，采取控货措施，保持价格体系相对稳定，强化对市场秩序的治理，推动公司健康良性发展。根据公司演示材料，阿胶块的药店零售价到位率已从2021年底的19%提升至2022年的80%，终端价格的稳定有利于公司消费者信心的进一步回升。

图表 15: 东阿阿胶产品优势



来源：公司官网，中泰证券研究所

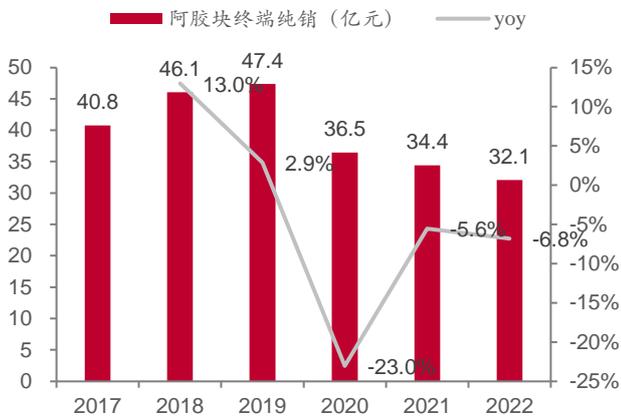
图表 16: 2021 年中国城市实体药店(含地级及以上城市) 中成药最畅销品牌

TOP	品名	厂家	销售额 (亿元)
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂	23.08
2	阿胶	华润医药	22.24
3	感冒灵颗粒	华润医药	20.43
4	阿胶	福牌阿胶	16.59
5	藿香正气口服液	太极集团	15.82
6	健胃消食片	江中药业	14
7	京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈庵	12.52
8	舒筋健腰丸	广药集团	11.96
9	莲花清瘟胶囊	以岭药业	10.21
10	肠炎宁片	康恩贝	9.95

来源：米内网，中泰证券研究所

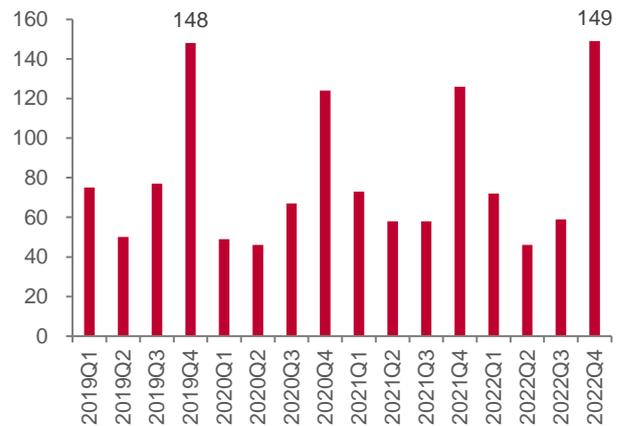
- **品牌唤醒进行中，阿胶块销售有望重回峰值。**2022年7月公司启动“炼行计划”，深度赋能43家核心客户、广域覆盖500余家重点客户，重塑品牌信心。随着公司一系列举措落地，阿胶块终端动销呈现回暖趋势，中康数据显示2022年Q4单季度销量已接近150万盒。作为公司的基石产品，阿胶块拥有一批忠实客群，当前阿胶块的销售情况距离顶峰时期仍有差距，经过公司线下渠道治理、线上渠道开拓，有望进一步提高市场份额，恢复峰值销售。

图表 17: 东阿阿胶(阿胶块)零售药店终端销售规模(亿元)



来源: 中康数据, 中泰证券研究所 (注: 该口径为终端含税价)

图表 18: 东阿阿胶(阿胶块)季度销售量(万盒)



来源: 中康数据, 中泰证券研究所

复方阿胶浆: 重塑医疗价值, 双渠道放量可期

- **组方经典, OTC 补气血口服液第一大单品。**复方阿胶浆源于明代气血双补第一方《景岳全书》“两仪膏”, 于 1980 年上市, 由阿胶、红参等名贵药材制成, 属于国家保密配方品种, 定位于补血养气, 主治气血两虚, 适用于产妇、贫血患者、化疗患者等亚健康人群。复方阿胶浆早期专注于院内销售, 2013 年开始加大 OTC 渠道销售力度, 目前主要销售渠道在 OTC 端。根据中康数据, 2022 年复方阿胶浆终端销售额约 13 亿元, 是 OTC 补气血口服液第一大单品。

图表 19: 东阿阿胶复方阿胶浆



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 20: 复方阿胶浆是 OTC 补气血口服液第一大单品

排名	药品名	2022销售额 (百万元)
1	复方阿胶浆	1295
2	黄芪精	1159
3	气血康口服液	367
4	益气养血口服液	358
5	生脉饮	299
6	阿胶补血口服液	237
7	阿胶益寿口服液	100
8	当归补血口服液	96
9	长春宝口服液	94
10	黄芪生脉饮	91

来源: 中康数据, 中泰证券研究所 (注: 该口径为终端含税价)

- **医保支付标准试点助力复方阿胶浆重启医疗市场。**复方阿胶浆此前已进入国家及大部分省级医保目录、新农合目录、十多个省市的基本药物目

录以及全军医疗合理用药目录中，但 2018 年出台的国家版限定支付目录要求凭严重贫血处方诊断才能使用医保购买复方阿胶浆，医保支付限制使得复方阿胶浆销售下滑明显。2022 年初，国家医保局计划将目录内药品支付范围逐步恢复至药品说明书的范围，将用药选择权、决策权真正还给临床医生。医保支付标准试点工作的启动，有望解除阿胶浆的报销限制，未来随着公司逐渐加强学术推广及专家背书，复方阿胶浆有望成为公司快速增长的重要驱动力。

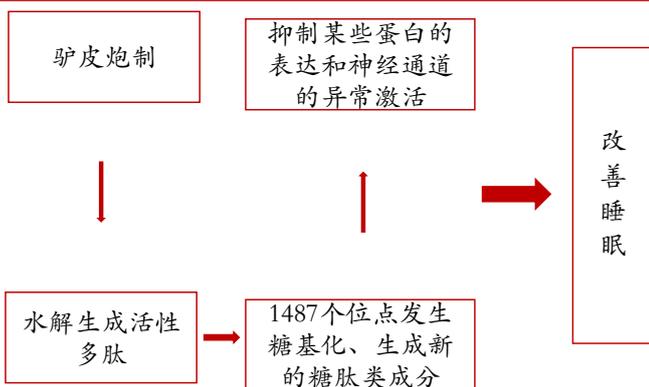
图表 21: 部分试点城市复方阿胶浆支付限额

省份	复方阿胶浆医保支付标准 (元/20ml)
内蒙古	6.69
上海	6.22
安徽	6.92 (普通型) / 7.61 (无糖型)
江西	5.13
四川	5.13
河南	5.13
江苏	5.13

来源：各地医保局，中泰证券研究所

- 加强临床循证研究，积极拓展新适应症。**公司在十四五期间将复方阿胶浆列入大品种战略，成立医学事业部开拓医疗市场，并重点进行学术推广和循证医学研究。“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”，为目前国内大品种中成药治疗癌因性疲乏高证据等级的循证医学研究。研究表明，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，显著提高患者生活质量。此外，公司还与天津中医药大学张伯礼院士团队合作开展复方阿胶浆改善睡眠研究，阐明了其在改善睡眠方面的药效机理及作用机制。借助专业背书，复方阿胶浆有望持续拓展新的消费人群，院内带动院外同步增长。

图表 22: 复方阿胶浆改善睡眠作用机制



来源：《复方阿胶浆治疗癌因性疲乏的临床观察；李娜》，中泰证券研究所

图表 23: 复方阿胶浆癌因性疲乏治疗效果

疲乏程度	治疗组疲乏缓解程度			缓解率(%)
	有效	稳定	无效	
轻度	10	3	0	1
中度	16	12	2	93.33%
重度	1	3	4	50.00%
合计	27	18	6	88.24%*

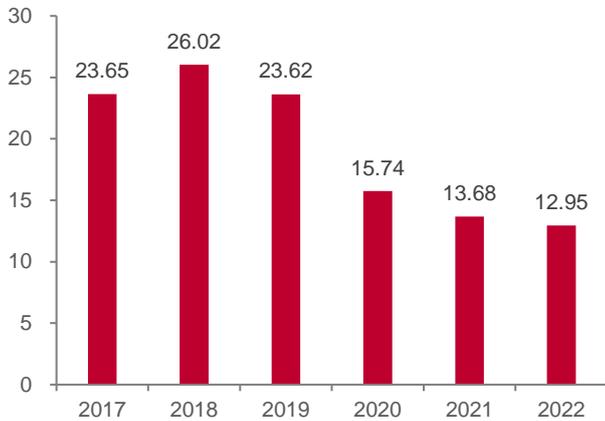
疲乏程度	对照组疲乏缓解程度			缓解率(%)
	有效	稳定	无效	
轻度	3	6	3	75.00%
中度	7	13	11	64.52%
重度	0	2	4	33.33%
合计	10	21	18	63.27%

来源：《复方阿胶浆治疗癌因性疲乏的临床观察；李娜》，中泰证券研究所

- 重回县乡市场，双渠道协同发力。**中康数据显示，复方阿胶浆于 2018 年在零售药店终端达到销售峰值 26.02 亿元，近年来受渠道库存清理及医保执行趋严影响，销售额出现下滑。2022 年以来，公司加大力度通过

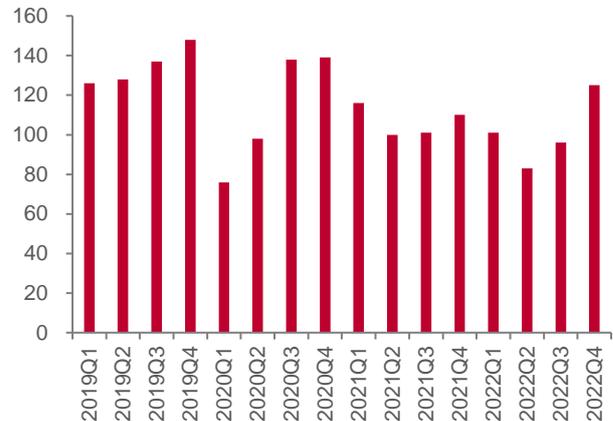
小包装低客单产品，重回县乡强势市场。阿胶浆自身具有较强的临床价值和消费基础，随着公司重启医疗市场，医疗、零售双渠道协同发力，预计未来有望重回上升通道。

图表 24: 东阿阿胶复方阿胶浆零售药店终端销售规模 (亿元)



来源：中康数据，中泰证券研究所（注：该口径为终端含税价）

图表 25: 东阿阿胶复方阿胶浆季度销售量 (万盒)



来源：中康数据，中泰证券研究所

桃花姬：年轻化的标志性产品，打造阿胶糕第一品牌

- **桃花姬是公司年轻化的标志性产品。**桃花姬阿胶糕于 2007 年推出，定位于都市女性白领的保健食品，以上品东阿阿胶辅以多味滋补食材，富含多种蛋白质、脂肪酸和维生素。公司在产品推出时并未给阿胶糕贴上“东阿阿胶”的中药品牌，而是开辟了富有女性气质的“桃花姬”，与东阿阿胶原本的消费群体形成了一定区隔，年轻化、快消化的定位赋予桃花姬新的产品活力。

图表 26: 东阿阿胶桃花姬阿胶糕

桃花姬阿胶糕产品规格	价格 (元)
20g	40
75g	116
160g	232
180g	250
270g	400



来源：东阿阿胶官方旗舰店，中泰证券研究所（数据选自 2023 年 4 月 11 日）

- **营销策略调整后，桃花姬销售有望重回正轨。**桃花姬是公司健康消费品的第一大单品，公司对桃花姬的战略营销策略从过去的充分发挥传统医药和食品双重属性的药妆高端养颜零食，到适应以顾客为中心，完成从传统营销向数字化营销、传统药品向快消品的转型。公司加速触达年轻

用户，进行品牌换新。近几年由于战略调整销售出现波动，2022年以桃花姬为主要产品的保健品子公司实现销售收入3.9亿元(同比下滑17%)。未来随着公司积极推进战略转型，未来桃花姬阿胶糕产品有望恢复稳健增长。

图表 27: 东阿阿胶桃花姬营销策略



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 28: 东阿阿胶保健品子公司销售收入和利润情况(百万)



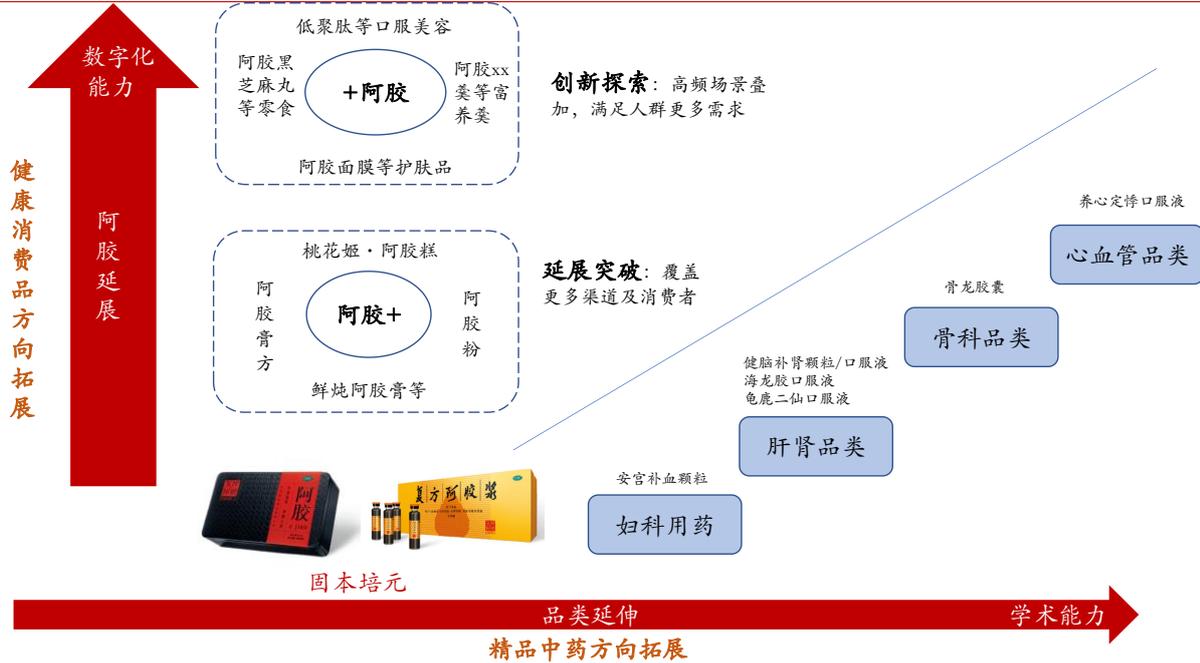
来源：公司公告，中泰证券研究所

第二增长曲线蓄势待发，客群拓展稳步推进

立足滋补养生开拓品类，打造第二增长曲线

- **围绕精品中药和健康消费品，打造第二增长曲线。**公司未来有望依托东阿阿胶的品牌认知度，以阿胶及复方阿胶浆等拳头产品为基石，围绕精品中药和健康消费品两大方向不断拓宽能力圈，打造第二增长曲线。其中，精品中药立足于气血大品类，向多个品类积极拓展，如妇科、肝肾等；健康消费品以“阿胶+”、“+阿胶”为线索，以线上为主要发力点，从重滋补向轻养生延展，打造高频、年轻化的消费新趋势。

图表 29: 东阿阿胶品类布局规划示意图



来源：公司业绩发布会演示报告，中泰证券研究所

- 从重滋补向轻养生延展，从低频消费向高频消费转变。2019 年，作为摆脱“阿胶依赖”培育的新品类之一的即食燕窝上市。这是继“鲜制即食阿胶”后，满足市场需求的另一匠心力作。2020 年公司再度推出即冲即饮的阿胶粉，极大满足年轻群体的便利性要求，拓展多元化服用场景。新品种的推出赋予东阿阿胶，有望实现从低频消费向高频消费转变，为开创年轻人群奠定坚实基础。

图表 30: 东阿阿胶即食燕窝



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 31: 东阿阿胶阿胶粉



来源：公司官网，中泰证券研究所

发力男科滋补，待开发的广阔市场

- 品类延伸，发力男科滋补。**公司今年起主推两款男科滋补类用药，海龙胶口服液和龟鹿二仙口服液，均为历史悠久的温补肾阳类产品。龟鹿二仙口服液组方源自《医便》中经典明方龟鹿二仙胶，具有400余年的应用历史，经公司国家胶类中药工程技术研究中心改良为口服液制剂。海龙胶口服液是海龙胶通用名里唯一口服液制剂，清朝著名医药学家赵学敏《本草纲目拾遗》中记载：“海龙其性温，味甘，暖水藏，壮阳道，消瘕块，入药功力尤倍。”

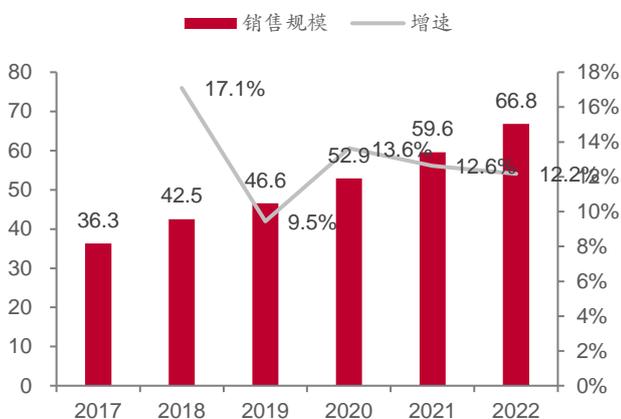
图表 32：东阿阿胶男科滋补产品简介

	成分	适应症	终端零售价
龟鹿二仙口服液	龟甲、鹿角、党参、枸杞子	温肾益精。用于久病肾虚，腰膝酸软，遗精阳痿。	498元/盒 (10ml*36支)
海龙胶口服液	海龙、黄明胶、当归、肉桂、川芎、肉苁蓉、黄芪、白芍、枸杞子、陈皮、甘草	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。	298元/盒 (20ml*24支)

来源：东阿阿胶官网，医药魔方，中泰证券研究所

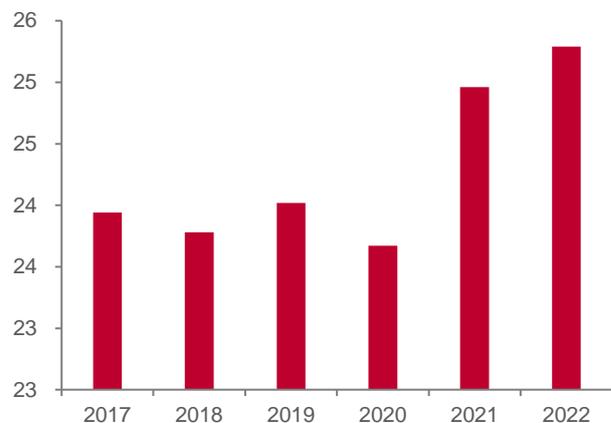
- 男科滋补类产品市场空间广阔。**中康数据显示，2022年零售药店渠道男科品类销售额达66.83亿元，同比增长12.2%，持续保持高速增长。其中县域市场增长更为明显，2022年男科品类县域销售规模达到19.27亿元，同比增长21.9%。以男科代表性产品六味地黄丸为例，2022年零售终端销售规模已突破25亿，终端需求稳定。

图表 33：2017-2022 年男科品类在零售药店终端销售情况（亿元）



来源：中康数据，中泰证券研究所

图表 34：2017-2022 年六味地黄丸零售终端销售情况（亿元）



来源：中康数据，中泰证券研究所

深化数字化营销，线上渠道开辟新篇章

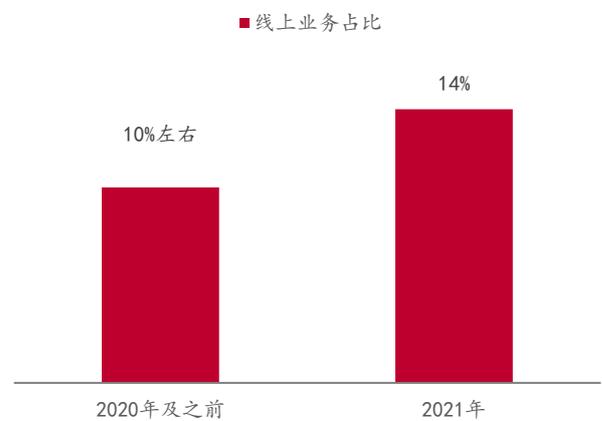
- **深化数字化营销，线上业务快速发展。**公司自 2020 年起加快数字化营销转型，通过线上化触达年轻客群，销售渠道由 OTC 终端为主到全渠道布局，先后入驻天猫、京东等电商平台，探索布局抖音、小红书等线上渠道，线上线下相互赋能，深度拓面增量。2021 年公司线上业务进一步发展，销售额超过 5 亿元，其中自营业务超过 2 亿元。2022 年双十一线上销售额超 1.22 亿，品牌自营 GMV 同比增长 44%，双十一、双十二东阿阿胶均位列京东健康医药类目品牌、单品双第一，天猫补气血品牌第一。

图表 35: 东阿阿胶 2022 年线上业务亮点



来源：公司业绩发布会演示报告，中泰证券研究所

图表 36: 东阿阿胶线上业务销售占比变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

收入预测模型

- **阿胶及其系列产品：**新冠疫情后滋补类中成药需求旺盛，阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬三大核心品种终端销售逐渐回暖，随着公司线上+线下双渠道发力，品牌营销持续强化，阿胶及其系列产品有望保持良好增长态势。预计 2023-2025 年阿胶系列产品营收增速分别为 20%、15%、15%；毛利率分别为 73.3%、73.6%、73.8%。
- **其他药品及保健品：**目前销售体量较小，随着公司强化品牌营销、提高渠道覆盖率、不断扩充新品种，整体有望实现快速发展。预计 2023-2025 年其他药品及保健品营收增速分别为 25%、35%、40%；毛利率为 65%。
- **三项费用率：**考虑到公司强化渠道掌控、积极推动核心品种终端销售回升，假设 2023 年销售费用率略有提升，此后随收入规模增长费用率逐年下降；管理费用率及财务费用率稳中略降。

图表 37: 东阿阿胶分项业务拆分 (收入: 百万)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
阿胶系列	2790	3395	3699	4439	5104	5870
yoy	36.5%	21.7%	9.0%	20%	15%	15%
占收入%	81.8%	88.2%	91.5%	91.6%	91.1%	90.2%
毛利	1750	2239	2706	3254	3757	4332
毛利率	62.7%	66.0%	73.2%	73.3%	73.6%	73.8%
其他药品及保健品	212	214	187	234	316	442
yoy		0.8%	-12.6%	25%	35%	40%
占收入%	6.2%	5.6%	4.6%	4.8%	5.6%	6.8%
毛利	121	136	122	152	205	288
毛利率	56.8%	63.7%	64.9%	65.0%	65.0%	65.0%
毛驴养殖	296	179	103	113	125	137
yoy		-39.7%	-42.3%	10%	10%	10%
占收入%	8.7%	4.6%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%
毛利	-3	15	11	11	12	14
毛利率	-1.1%	8.2%	10.3%	10%	10%	10%
其他收入	111	61	53	60	60	60
毛利	7.66	8.04	14.71	12	15	13
毛利率	7%	13%	28%	21%	24%	22%
总收入	3409	3849	4042	4846	5605	6510
yoy	15%	13%	5%	20%	16%	16%
毛利	1875	2398	2761	3309	3859	4527
毛利率	55.0%	62.3%	68.3%	68.3%	68.9%	69.5%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

- 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 48.46、56.05、65.10 亿元，同比增长 19.90%、15.66%、16.14%，实现归母净利润 10.87、13.44、16.83 亿元同比增长 39.41%、23.62%、25.22%。我们选取主营业务为中药消费品，且市场份额以及品牌知名度与公司相当的云南白药、同仁堂、片仔癀作为可比公司，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 41、35、26 倍，公司对应 2023-2025 年 PE 为 32、25、20 倍，当前估值具备较高性价比。考虑到公司为中药滋补老字号，核心产品阿胶系列销售重回正轨，正在逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38: 可比公司估值

代码	公司简称	总市值 (亿)	2022 营业收入 (亿)	2020-2022 收入 CAGR	2022 归母净利润 (亿)	2020-2022 净利润 CAGR	PE			
							2022A	2023E	2024E	2025E
600085.SH	同仁堂	752	153.7	9.5%	14.3	17.6%	43	45	39	34
000538.SZ	云南白药	995	364.9	5.6%	30.0	-26.2%	33	24	21	19
600436.SH	片仔癀	1,693	86.9	15.5%	24.7	21.5%	70	55	45	
可比公司平均							49	41	35	26
000423.SZ	东阿阿胶	343	40	8.9%	8	324.5%	44	32	25	20

来源: wind, 中泰证券研究所 (数据截至 2023/04/12; 可比公司选取 wind 一致预期)

风险提示

- **原材料价格波动的风险：**公司阿胶系列产品核心原材料为驴皮，原材料产能有限，可能存在上游原材料供给受限导致产能受影响的风险；可能存在上游中药材涨价带来的成本提升压力。
- **阿胶块、复方阿胶浆恢复不及预期风险：**公司产品阿胶块、复方阿胶浆的销售收入占比较高，二者的产销情况很大程度上决定了公司的盈利水平，当前行业政策和公司转型利好，但反映到销售终端仍需时日，阿胶块、复方阿胶浆存在恢复不及预期的风险。
- **政策变化风险：**政策持续支持中药行业传承创新发展，公司作为中药行业的龙头企业，受益于积极的政策环境，不排除未来可能存在行业政策变化、对产业带来不确定性的风险。
- **研报使用信息数据更新不及时的风险：**研报中使用的部分行业信息存在一定时效性，存在数据更新不及时的风险。

图表 39: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9784	11051	12685	14650	营业收入	4042	4846	5605	6510
现金	5370	4873	6335	7738	营业成本	1281	1537	1746	1983
应收账款	384	844	982	1137	营业税金及附加	68	82	95	110
其他应收款	42	88	101	118	营业费用	1318	1648	1738	1953
预付账款	10	12	14	16	管理费用	387	475	549	625
存货	1239	2035	2252	2592	财务费用	-67	-75	-82	-104
其他流动资产	2739	3198	3001	3049	资产减值损失	-78	-204	-141	-173
非流动资产	2848	2784	2598	2389	公允价值变动收益	-5	-2	-3	-3
长期投资	114	114	114	114	投资净收益	35	30	50	60
固定资产	1963	1989	1868	1746	营业利润	915	1274	1575	1971
无形资产	332	281	216	146	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	439	400	400	384	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	12631	13835	15283	17039	利润总额	912	1271	1572	1968
流动负债	2101	1877	1969	2049	所得税	133	185	229	287
短期借款	0	0	0	0	净利润	779	1086	1343	1682
应付账款	238	250	307	347	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	1863	1626	1662	1702	归属母公司净利润	780	1087	1344	1683
非流动负债	180	172	185	179	EBITDA	998	1345	1637	2012
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.19	1.66	2.06	2.57
其他非流动负债	180	172	185	179					
负债合计	2281	2049	2154	2228	主要财务比率				
少数股东权益	22	20	19	17	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	742	742	742	742	营业收入	5.0%	19.9%	15.7%	16.1%
留存收益	9283	10370	11714	13397	营业利润	60.9%	39.3%	23.6%	25.2%
归属母公司股东权益	10329	11766	13110	14794	归属于母公司净利润	77.1%	39.4%	23.6%	25.2%
负债和股东权益	12631	13835	15283	17039	获利能力				
					毛利率(%)	68.3%	68.3%	68.9%	69.5%
					净利率(%)	19.3%	22.4%	24.0%	25.9%
					ROE(%)	7.6%	9.2%	10.3%	11.4%
					ROIC(%)	27.1%	21.7%	27.8%	32.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	18.1%	14.8%	14.1%	13.1%
					净负债比率(%)	1.05%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.66	5.89	6.44	7.15
					速动比率	3.89	4.80	5.30	5.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.37	0.38	0.40
					应收账款周转率	5	6	6	6
					应付账款周转率	5.16	6.29	6.27	6.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.19	1.66	2.06	2.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	-1.48	1.97	1.82
					每股净资产(最新摊薄)	15.79	17.99	20.05	22.62
					估值比率				
					P/E	43.90	31.49	25.47	20.34
					P/B	3.31	2.91	2.61	2.31
					EV/EBITDA	27	20	16	13

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。