

东阿阿胶 (000423.SZ)深度报告： 品牌唤醒巩固龙头地位，品牌焕新打造滋补平台

评级：买入(维持)

周小刚(证券分析师)

S0350521090002

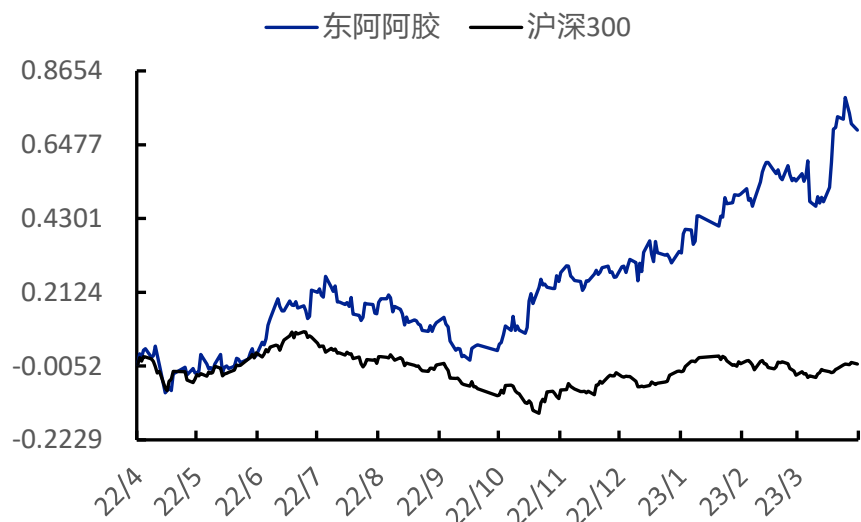
zhouxg@ghzq.com.cn

沈崇皓(联系人)

S0350122010013

shendh01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
东阿阿胶	9.8%	26.8%	64.5%
沪深300	3.5%	2.2%	-3.0%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4042	4714	5404	6228
增长率(%)	5	17	15	15
归母净利润（百万元）	780	1095	1271	1477
增长率(%)	77	40	16	16
摊薄每股收益（元）	1.19	1.67	1.94	2.26
ROE(%)	8	10	10	10
P/E	33.64	30.91	26.63	22.92
P/B	2.58	2.96	2.67	2.39
P/S	6.59	7.18	6.26	5.44
EV/EBITDA	20.11	17.94	15.08	12.14

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——东阿阿胶（000423）点评报告：利润端高速增长，公司经营持续改善（买入）*中药II*周小刚》——2022-11-02

核心提要

- ◆ **历史问题已基本解决，管理层换新，公司逐渐恢复稳健增长，开启新征程。**2019年公司业绩出现负增长，2020年公司实现扭亏，经过管理层换新、渠道整治等一系列调整后，2020-2022年公司实现营业收入34.09、38.49和40.42亿元，归母净利润0.43、4.40和7.80亿元，逐渐恢复稳健增长，开启新的发展时期。
- ◆ **全产业链布局，围绕三大核心优势，打造胶类龙头企业。**东阿阿胶积极布局上游核心原料、中游产品研发和下游品牌、渠道建设，围绕品牌力、疗效和产品品质，构建核心竞争力，打造胶类龙头企业。
- ◆ **以阿胶为基石，积极拓展衍生品类，构建中式滋补平台。**公司以阿胶为基石，深耕阿胶块、阿胶浆和阿胶糕三大核心产品，推动阿胶粉、龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液等新品发展，布局第二成长曲线，将东阿阿胶打造成为中式滋补平台。
- ◆ **盈利预测和评级：**我们预计2023-2025年公司营业收入47.14、54.04和62.28亿元，归母净利润10.95、12.71和14.77亿元，EPS1.67、1.94和2.26元，对应PE估值为30.91X、26.63X和22.92X。基于公司业务恢复增长，胶类龙头地位稳固，围绕阿胶核心产品，积极打造中式滋补平台，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**核心产品市场恢复不及预期，衍生产品放量不及预期，已有客户群体流失，新消费群体拓展不及预期，国内毛驴存栏量下降导致公司原料供应紧缺。

01 公司简介

公司基本情况

- 东阿阿胶是一家从事阿胶及阿胶系列产品研发、生产和销售的中药滋补类的龙头企业。公司隶属于华润集团，1952年建厂，1993年由国有企业改为股份制企业，1996年在深交所挂牌上市，拥有中成药、保健品、生物药三大产业门类。
- “阿胶，出东阿，故名阿胶”，山东省阿胶县是阿胶道地正宗发源地。中华老字号东阿阿胶吸取三千年中医药传统文化和滋补养生精粹，继承国家级非物质文化遗产东阿阿胶制作技艺，七十年专注阿胶制作，已成为阿胶行业标准的制定者，滋补养生第一品牌，并成功开发出系列阿胶产品，如复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕、阿胶粉等。

图：东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕产品示意图



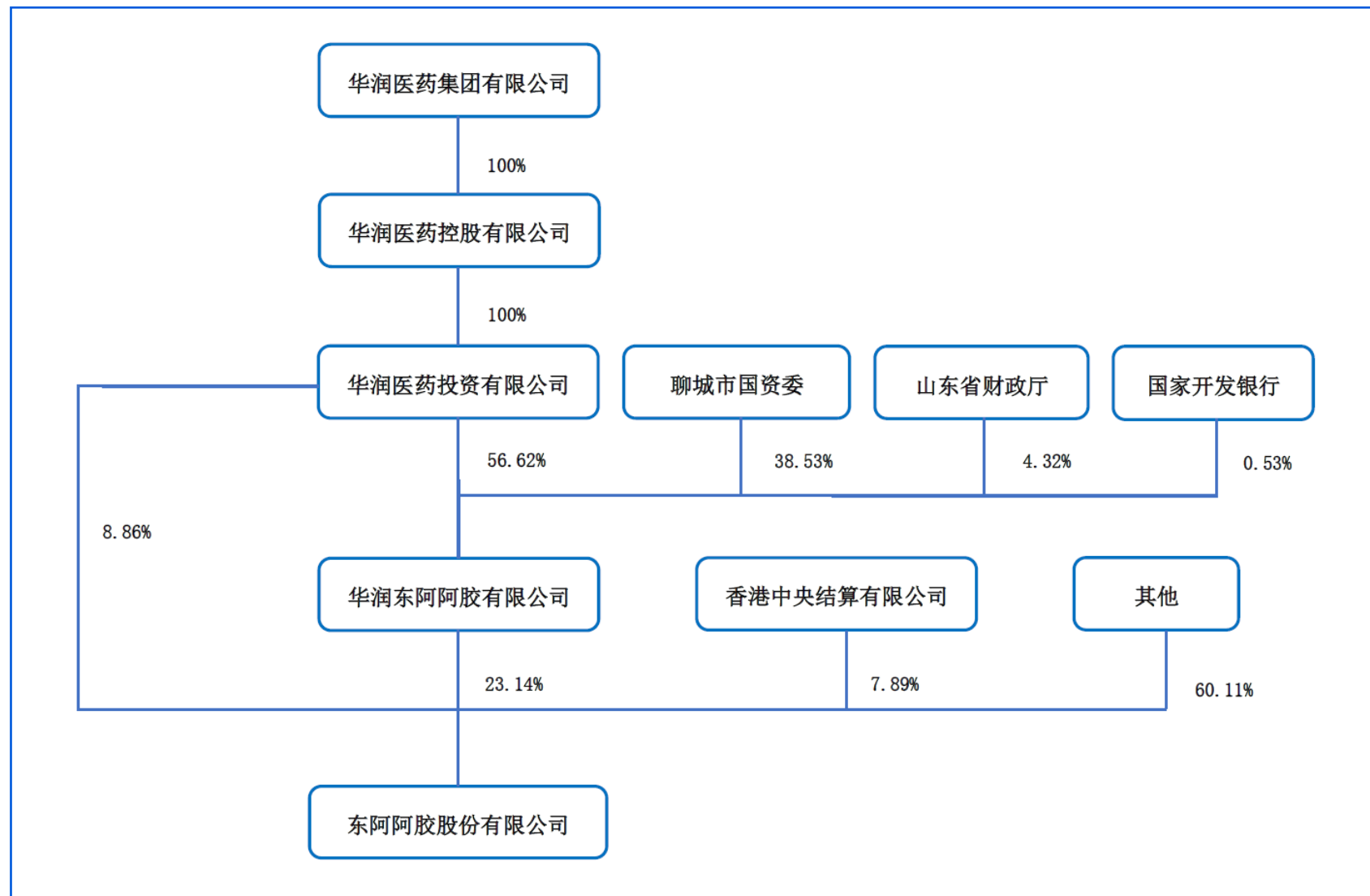
公司发展历程

表：东阿阿胶公司发展历程

时间	事件
1915年	阿胶荣获巴拿马博览会金奖。
1952年	山东东阿阿胶厂组建，年产量1吨。
1977年	全国第一台EH-4型蒸球化皮机研制成功，提高工效31.5倍，开辟了阿胶生产新纪元。
1993年	山东东阿阿胶（集团）股份有限公司成立。
1996年	“东阿阿胶” A股股票在深圳挂牌上市。
2003年	华润集团向东阿阿胶集团增资扩股，间接成为东阿阿胶控股股东。
2008年	华润医药集团向华润集团收购华润东阿阿胶有限公司56.62%股权，获得东阿阿胶23.12%的股权，成为实际控制人。
2011年	全国首批“道地药材保护与规范化生产示范基地”。
2018年	蝉联西普会2018年“中国药品品牌榜-价值榜”榜首。
2019年	2019年中国品牌价值第3名（中华老字号）。

股权结构

图：公司股权结构图



注：截至2022年12月31日（部分股权穿透）

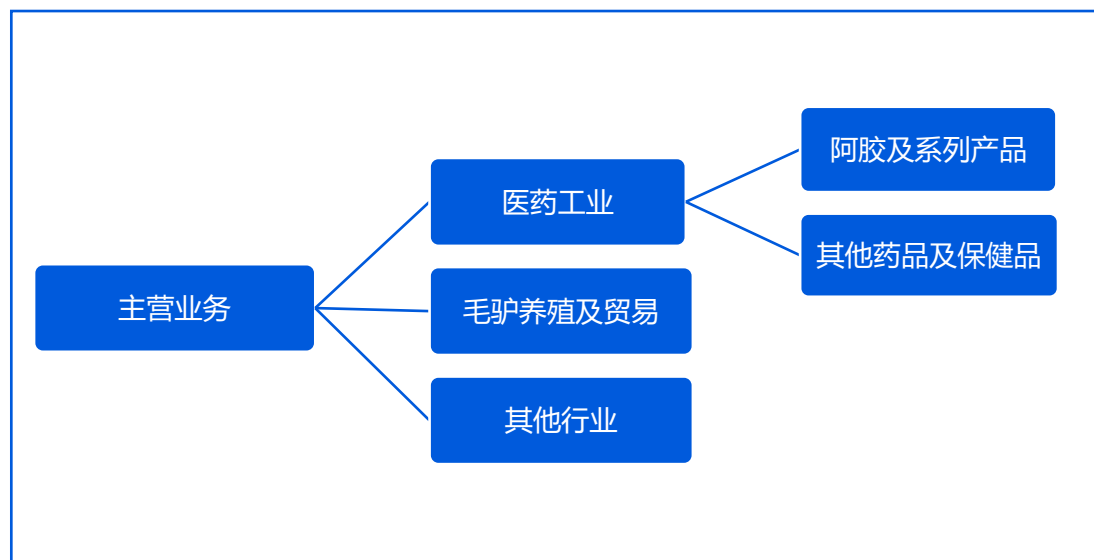
表：公司管理层介绍

姓名	职务	履历
白晓松	董事长	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第十届董事会董事长。
程杰	总裁	2003年9月加入华润三九，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。
李新华	副总裁	2002年7月参加工作，历任杭州办事处台州实习代表、推广专员、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、副总裁等职务，现任东阿阿胶股份有限公司副总裁。
刘广源	副总裁	1995年7月参加工作，历任公司二分厂、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、副总裁等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、副总裁。
王延涛	副总裁	1992年7月参加工作，历任公司化验室化验员、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、副总裁等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委委员、副总裁。
邓蓉	副总裁、董事会秘书、财务总监	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、副总裁、董事会秘书、财务总监。
卢家轩	副总裁	曾任北京紫竹药业有限公司人力资源部经理、党委组织部部长、北京医药集团有限责任公司人力资源部经理、华润医药集团有限公司人力资源部总监、华润紫竹药业有限公司党委副书记、副总经理、工会主席等职务。现任东阿阿胶股份有限公司党委副书记、副总裁。

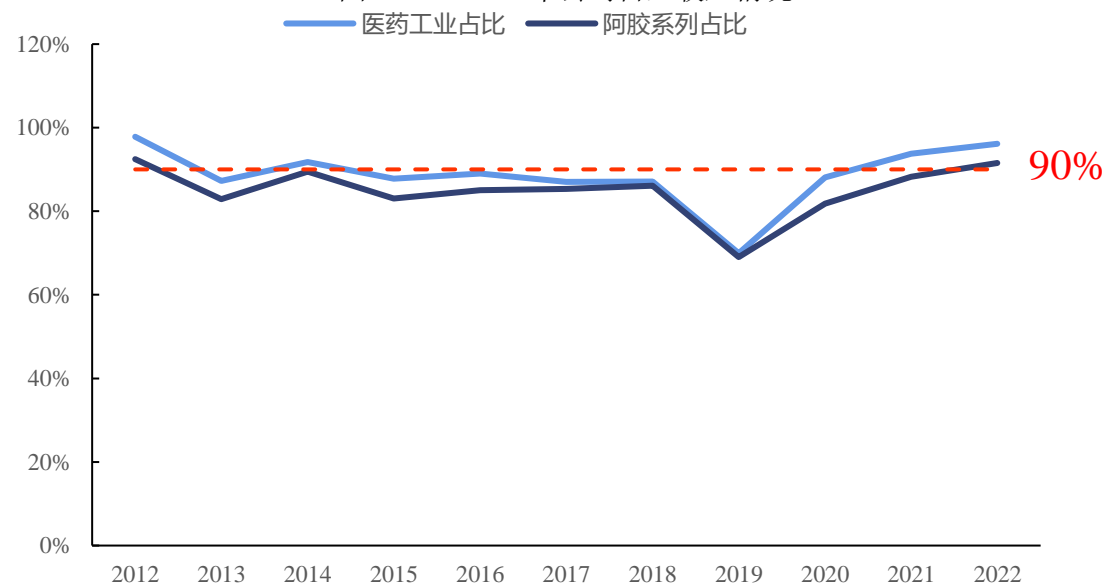
主营业务以医药工业为主，并以阿胶为基石业务

- 公司主营业务由医药工业、毛驴养殖及贸易和其他行业组成，其中医药工业为主要组成部分。2022年公司医药工业营收占比96.15%，毛驴养殖及贸易占比2.55%，其他行业占比1.30%。
- 阿胶及系列产品本质是阿胶，是公司医药工业的核心组成部分。阿胶及系列产品占公司营收比例基本与医药工业业务持平。

图：公司主营业务结构图



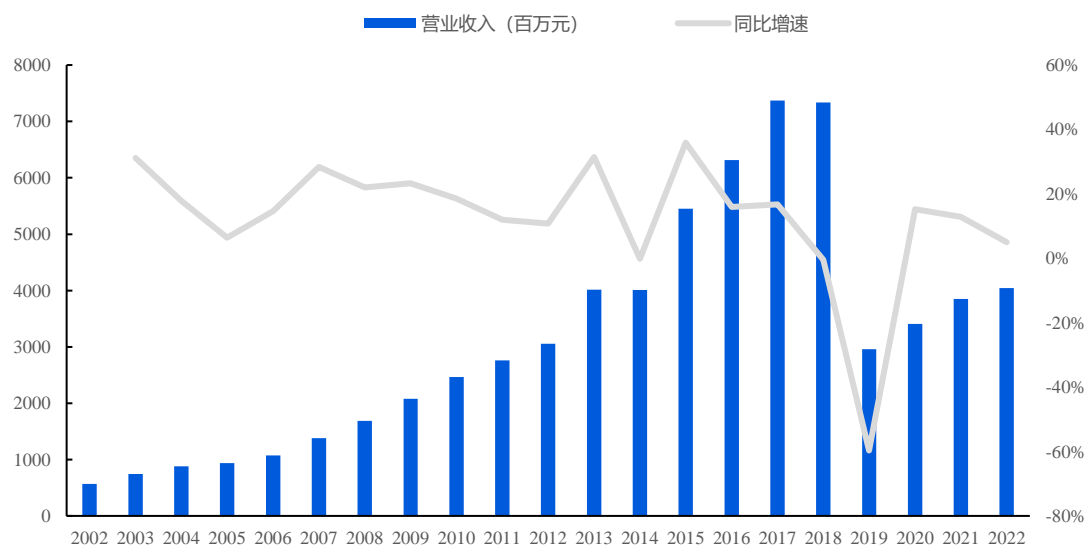
图：2012-2022年公司营业收入情况



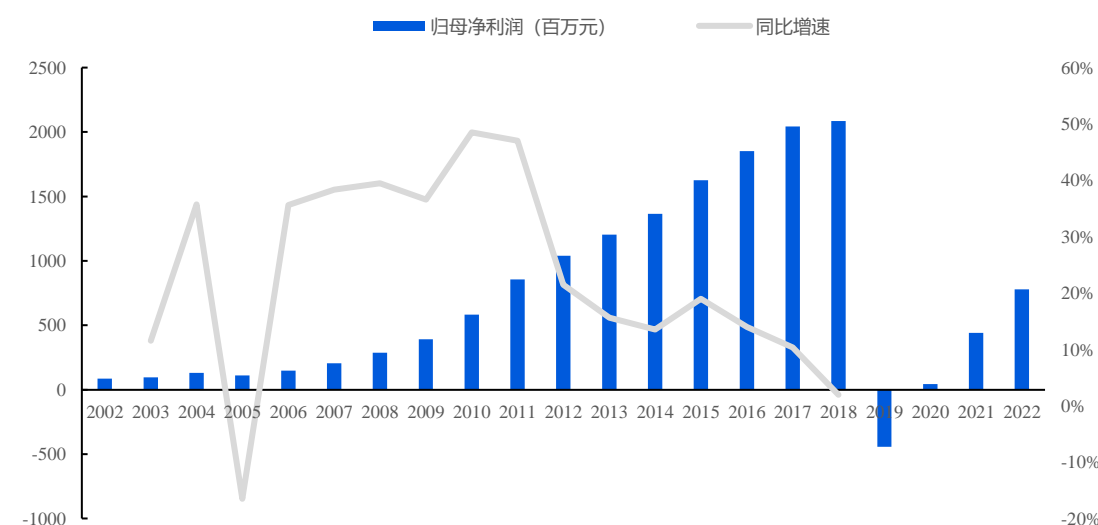
公司经营走出困境，重新开启稳健增长

- 2002-2018年，公司营业收入从5.70亿元增长到73.38亿元，年复合增速17.32%；归母净利润从0.87亿元增长到20.85亿元，年复合增速21.98%。
- 2019年公司实现营业收入29.59亿元，净利润首次出现负值，亏损4.44亿元。2020年开始，公司通过压产促销等系列措施，改善经营，同年实现营业收入34.09亿元，恢复正增长，实现净利润扭亏。
- 2022年，公司实现营业收入40.42亿元，同比增长5.01%；归母净利润7.80亿元，同比增长77.10%。

图：2002-2022年公司营业收入情况

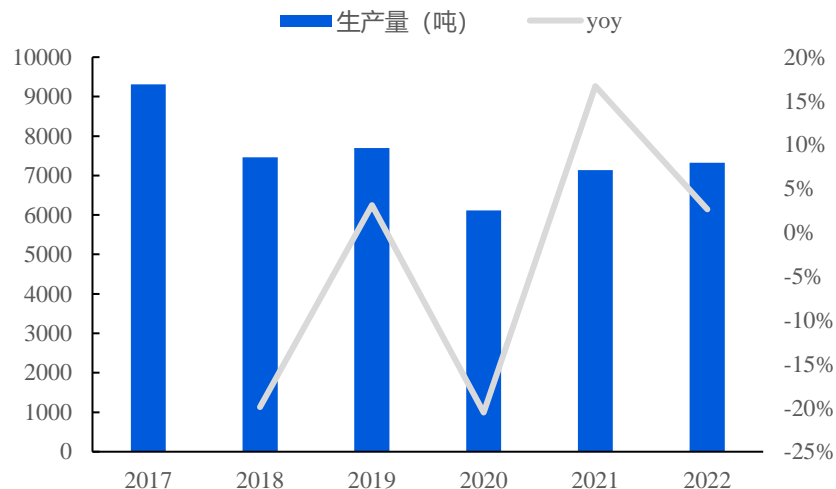


图：2002-2022年公司归母净利润情况

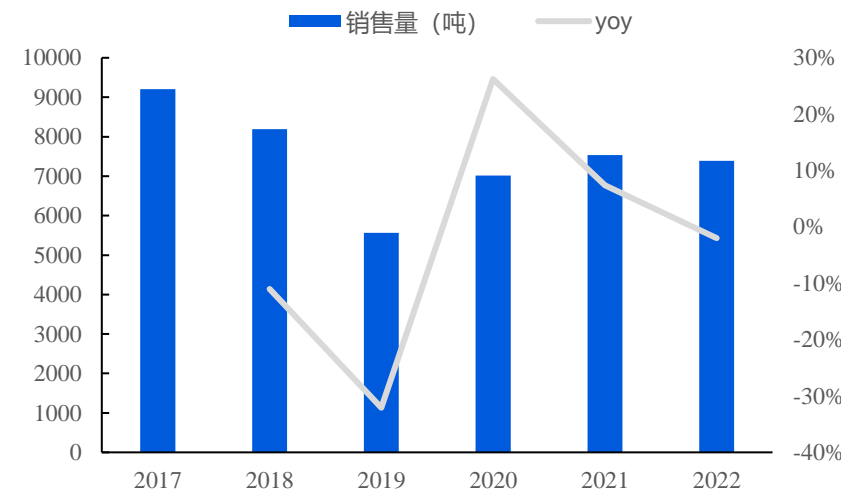


公司经营迎来拐点，各项指标均向好发展

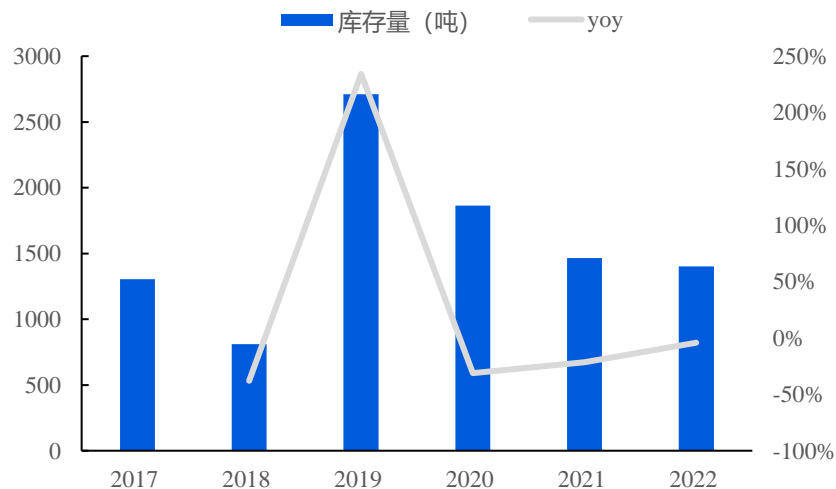
图：2017-2022年公司医药工业生产量情况



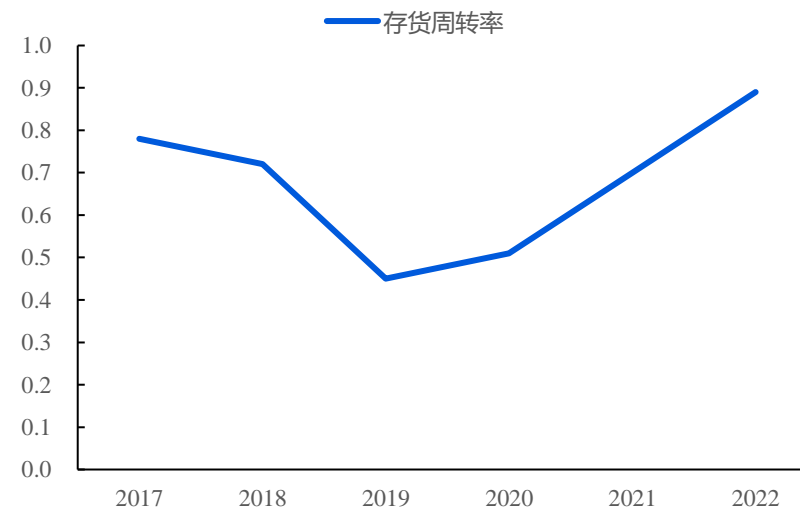
图：2017-2022年公司医药工业销售量情况



图：2017-2022年公司医药工业库存量情况



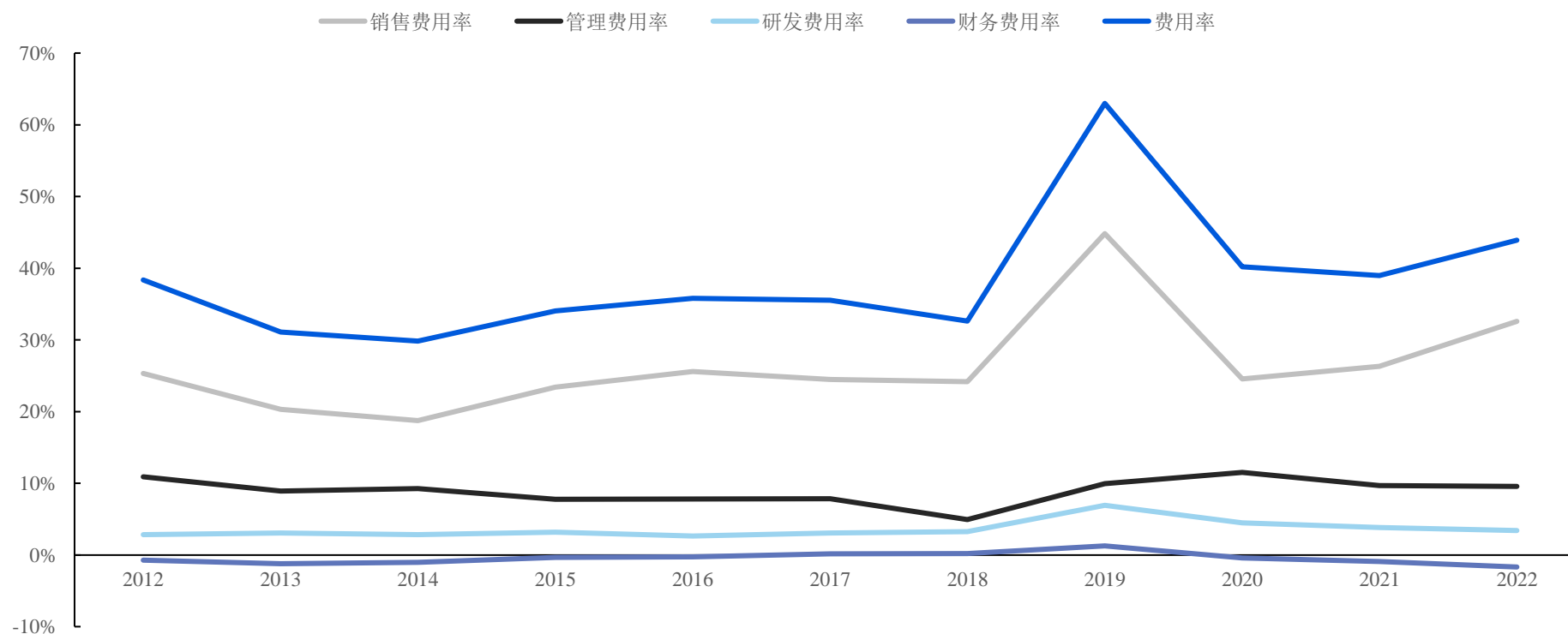
图：2017-2022年公司库存周转率情况



费用端逐渐恢复正常化，盈利能力得到改善

- 2012-2022年，公司整体费用率保持在30%-40%左右（除2019年外），其中销售费用率为20-30%左右，管理费用率在10%左右，研发费用率在3-5%左右，财务费用率保持在正负1%左右。

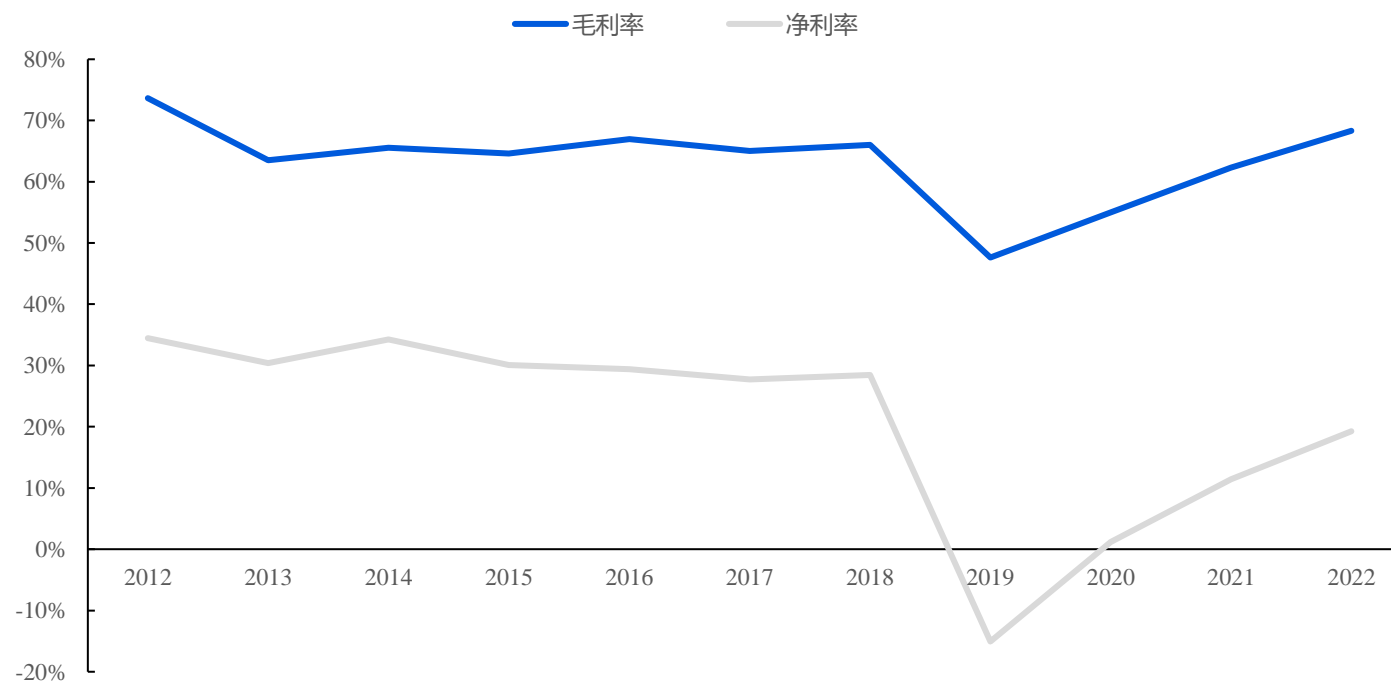
图：2012-2022年公司费用率情况



盈利能力逐渐改善，开启新一轮利润修复周期

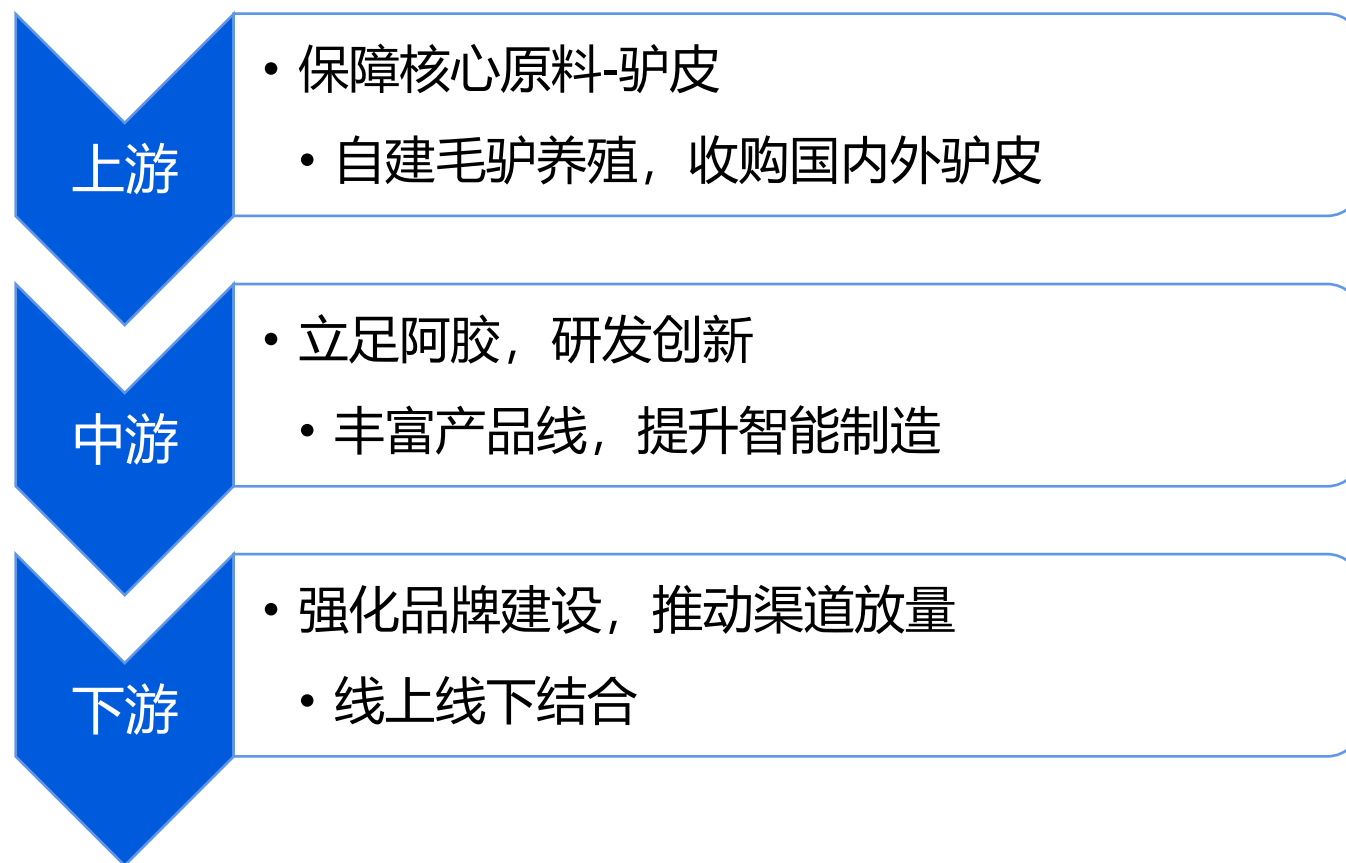
- 2012-2018年公司整体毛利率维持在65%左右，净利率在30%左右；2019-2021年盈利能力逐步得到恢复，毛利率从47.65%提升至62.30%，净利率从-15%提升至11.40%。随着渠道库存周期逐渐改善，公司产品终端价格趋于稳定，公司产品盈利能力逐渐恢复。
- 2022年，公司整体毛利率达到68.30%，净利率达到19.28%。

图：2012-2022年公司毛利率和净利率情况



02 核心竞争力

全产业链模式



滋补养生第一品牌

- 东阿阿胶初创于1805年的同兴堂，经历200余年传承8代，百年老字号企业秉承“寿人济世”的理念，发展成为滋补养生第一品牌。
- 2022年东阿阿胶以150.36亿元品牌价值，连续8年荣获“健康产业品牌价值榜”第一名。

图：公司百年老字号传承历史

第一代	嘉庆五年（1805年）	同兴堂创立
第二代	道光元年（1820年）	
第三代	道光二十五年（1845年）	
第四代	同治六年（1868年）	
第五代	民国九年（1920年）	
第六代	1928年	东阿县卫生阿胶厂
第七代	1952年	东阿阿胶厂
第八代	1996年	东阿阿胶股份有限公司

图：2022年健康产业品牌价值榜top10

排名	品牌	品牌价值（亿元）
1	东阿阿胶	150.36
2	云南白药	148.59
3	以岭 连花清瘟	93.59
4	片仔癀	90.35
5	拜新同	89.32
6	立普妥	74.80
7	诺欣妥	72.86
8	安达唐	72.05
9	999 感冒灵	71.30
10	钙尔奇/金钙尔奇	69.14

疗效和作用研究

- 东阿阿胶是国内首个具有循证医学证据的阿胶产品，“东阿阿胶食疗产业发展报告”入选《中国食疗产业发展蓝皮书》，复方阿胶浆被列入《整合肿瘤学》诊疗指南丛书。

表：东阿阿胶疗效和作用

疗效	作用
抗贫血	阿胶能够促进红细胞、血红蛋白增长，并通过作用造血链刺激白细胞生长因子生成。
抑癌增效	阿胶可以通过增强NK细胞活性从而发挥抑癌作用，同时还具有减轻放化疗的毒副作用。
提高免疫力	阿胶可以提高小鼠的细胞免疫和体液免疫功能，对小鼠的免疫功能有正向调节作用。
扩张血管	阿胶具有扩张血管，缩短活化部分凝血酶原时间（APTT），提高血小板数，降低病变血管的通透性。
补钙作用	服用阿胶可以提高血钙浓度，改善骨质密度，具有钙平衡作用。
抗疲劳耐缺氧	阿胶有耐寒冷、抗疲劳、抗辐射、耐缺氧和提高集体免疫力功能的作用。

道地药材，品质领先

- “阿胶，出阿胶，故名阿胶”，太行山、泰山两股地下潜流形成千万细流溶入地下，在东阿地下交汇，造就了独特的东阿县地下水。其含有钙、镁、锶等二十多种矿物质（相对密度1.0038、pH平均值7.4），是炼制阿胶的天然电解质，让驴皮中的胶质与杂质易于分离，水解成更易于人体吸收的小分子蛋白。
- 公司严把驴皮关，选用纯正黑驴的整张驴皮，进行东阿阿胶制作，工序包括整皮、化皮、熬汁、炼胶、凝胶、晾胶等50多道以及挂珠、砸油、吊猴、醒酒、挂旗、发泡、开片等关键技术。自国家抽检以来，各类产品抽检合格率100%。
- 2008年6月，中医传统制剂方法（东阿阿胶制作技艺）获得国家非物质文化遗产项目单位保护资格；2011年11月，获得国家非物质文化遗产生产性保护示范基地。



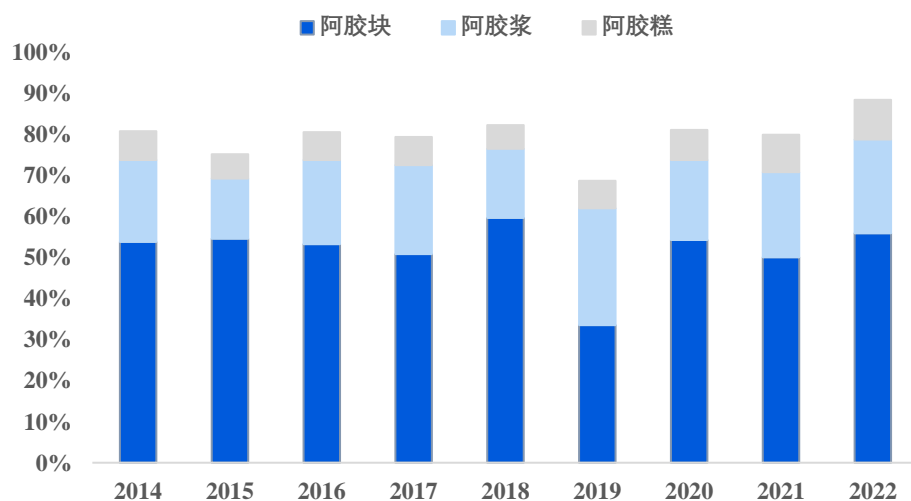
03 打造中式滋补平台

围绕三大核心产品，打造中式滋补平台

公司主营业务立足于阿胶系列，围绕三大核心产品（东阿阿胶、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕），打造中式滋补平台。

	核心产品		
产品	东阿阿胶	复方阿胶浆	桃花姬阿胶糕
图示			
价格	999元/250g	333元/48支装	345元/300g

图：2014-2022年公司核心产品营收占比情况



注：国海证券研究所测算

中式滋补平台

高端化

九朝贡胶

消费品

阿胶粉
阿胶枣

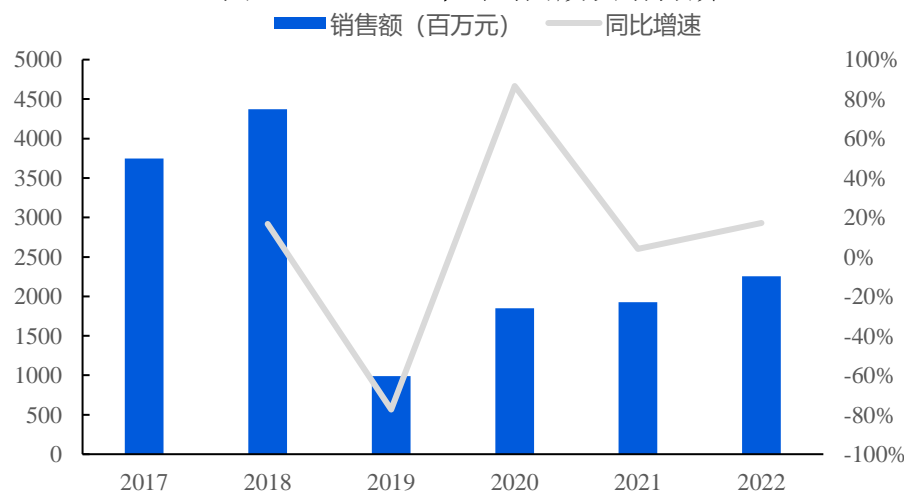
多品类

黄明胶
海龙胶

东阿阿胶

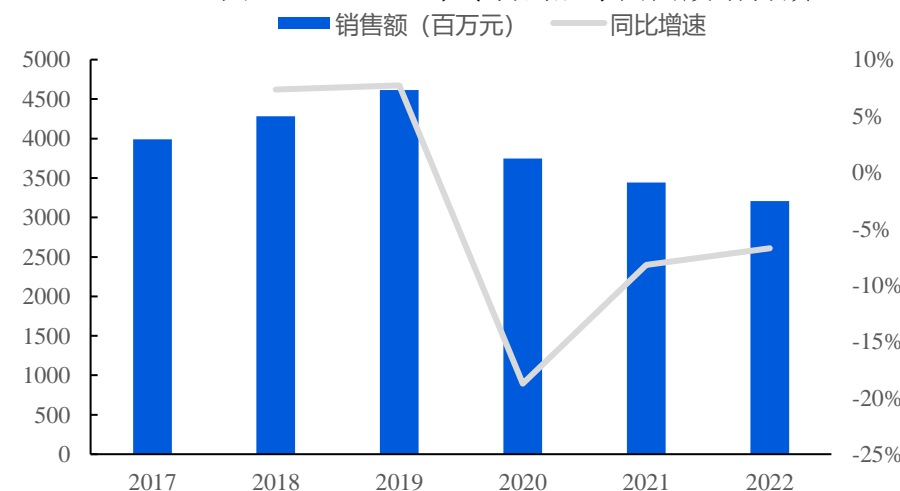
- **阿胶：**根据《中国药典（2020年版）》定义为马科动物驴的干燥皮或鲜皮经煎煮、浓缩制成的固体胶。
- **制作方法：**将驴皮漂泡去毛，切块洗净，分次水煎，滤过，合并滤液，浓缩（可分别加入试量的黄酒、冰糖和豆油）至稠膏状，冷凝，切块，晾干，即得。
- **功能与主治：**补血滋阴，润燥，止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸，肌痿无力，心烦不眠，虚风内动，肺燥咳嗽，劳嗽咯血，吐血尿血，便血崩漏，妊娠胎漏。

图：2017-2022年公司阿胶块销售额



注：国海证券研究所测算

图：2017-2022年零售药店东阿阿胶销售额



阿胶类产品为补气补血类中成药核心产品

□ 2022年，国内零售药店补气补血类中成药top20销售额约103.57亿元，其中阿胶类产品有10个，销售额占比64.75%。

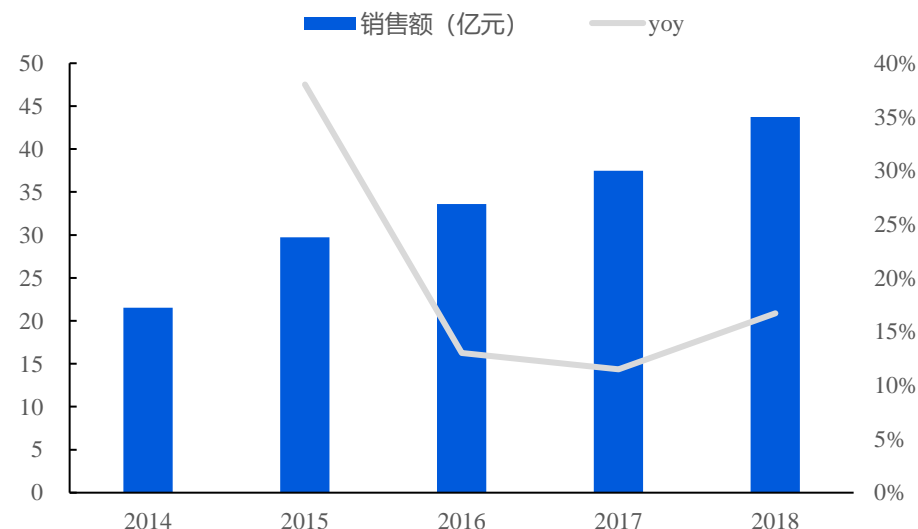
图：2020-2022年国内零售药店补气补血类中成药销售额top20

排名	产品	企业	2022销售额 (百万元)	2021销售额 (百万元)	2020销售额 (百万元)
1	阿胶	东阿阿胶	3209	3443	3646
2	益安宁丸	同溢堂	1462	1452	1231
3	复方阿胶浆	东阿阿胶	1295	1368	1574
4	黄芪精	扬子江	917	864	557
5	阿胶	福牌阿胶	750	843	1054
6	阿胶	宏济堂	371	226	107
7	气血康口服液	云南白药	321	323	278
8	黄芪颗粒	四川百利药业	256	331	304
9	阿胶	九芝堂	231	197	208
10	阿胶补血口服液	福牌阿胶	197	194	174
11	阿胶	东阿国胶堂	192	133	136
12	驴胶补血颗粒	九芝堂	185	196	205
13	阿胶	鲁润阿胶	139	151	174
14	阿胶	古阿井阿胶	137	135	110
15	黄芪精	江苏康缘阳光药业	137	90	18
16	玉屏风颗粒	国药集团	129	102	118
17	丹溪玉屏风颗粒	云南白药	118	80	75
18	归脾丸	仲景宛西制药	109	90	82
19	益气养血口服液	通化汇金堂	106	82	54
20	当归补血口服液	郑州协和制药厂	96	106	94

阿胶块发展策略

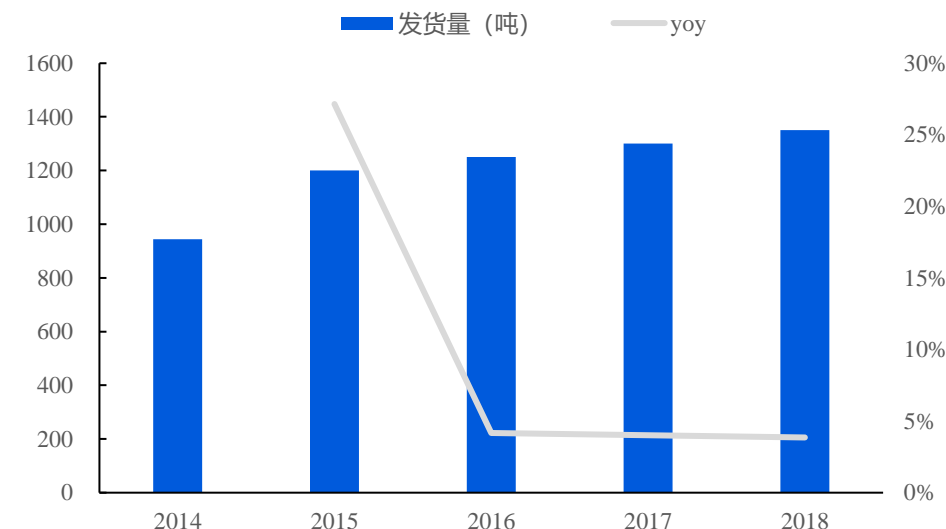
- 过去阿胶块的发展基调为提价和控量，明确其高端消费品路线。
- 销售方式：线下活动（熬胶、打粉等）、节日销售、广告植入。
- 以2014-2018年，公司阿胶块共经历了6次提价，从结果来看，公司阿胶块销售端年复合增速为19.35%，发货量的年复合增速为9.36%，可见提价对销售的年复合增长贡献有约10%。

图：2014-2018年公司阿胶块销售额



注：国海证券研究所测算

图：2014-2018年公司阿胶块发货量

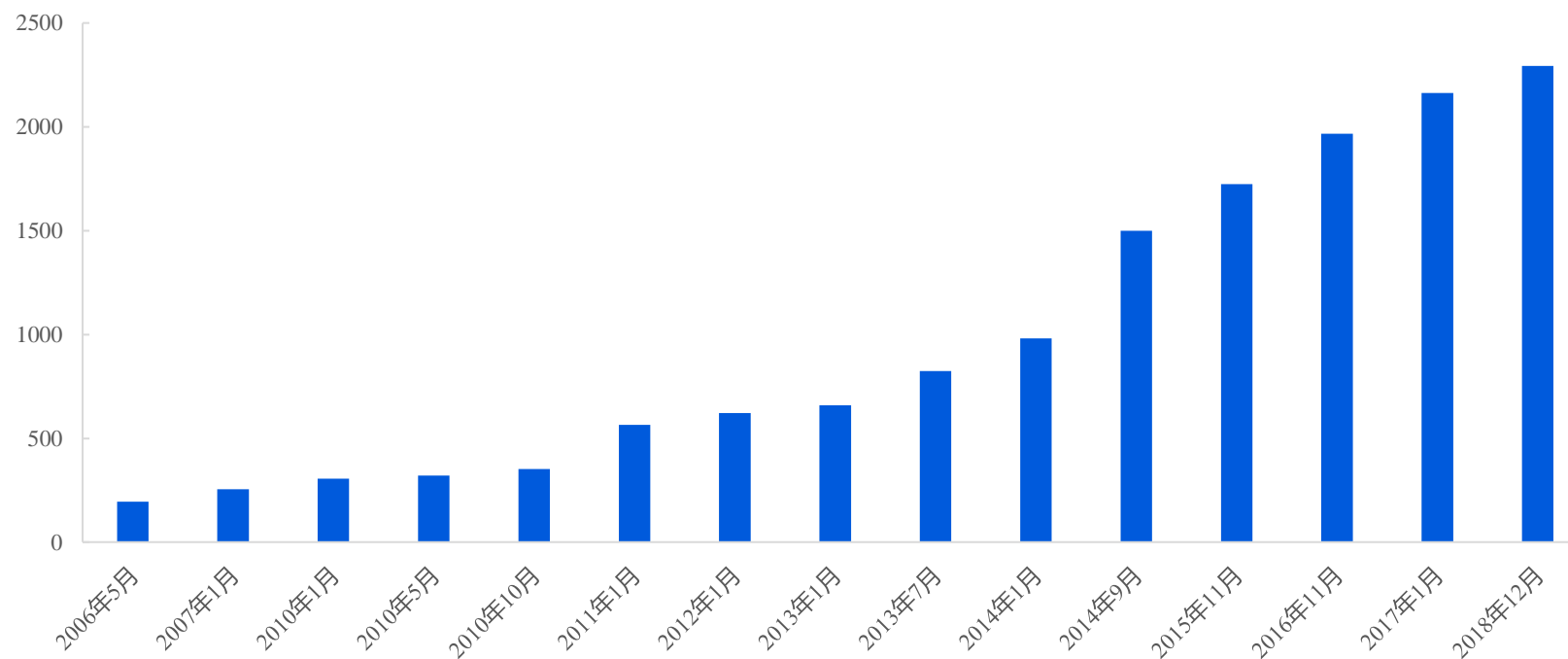


注：国海证券研究所测算

阿胶块提价发展历程

- 2006年5月，公司正式开启阿胶价值回归工程，随即开始对阿胶进行提价。从2006-2018年，公司对阿胶块产品出厂价共进行15次不同幅度的提价。

图：2006-2018年公司阿胶块提价情况（出厂价：元/公斤）



阿胶龙头地位稳固

- 根据中康开思系统对全国零售市场的统计，2020、2021年和2022年阿胶全国零售市场分别为60.43、56.56、55.12亿元，其中东阿阿胶销售额分别为36.46、34.43、32.09亿元，占比分别为60.33%、60.87%、58.22%，CR5为85.24%、85.61%、86.23%。
- 由此可见，阿胶行业市场集中度较高，东阿阿胶产品所处的价格带竞争优势明显，行业龙头地位稳固。

表：2020-2022年零售药店阿胶销售排名top15

排名	品牌	2022年销售额 (百万元)	2021年销售额 (百万元)	2020年销售额 (百万元)
1	东阿阿胶	3209	3443	3646
2	福牌阿胶	750	843	1054
3	宏济堂阿胶	371	226	107
4	九芝堂阿胶	231	197	208
5	国胶堂阿胶	192	133	136
6	鲁润阿胶	139	151	174
7	古阿井阿胶	137	135	110
8	东健药业	70	99	106
9	东汝阿胶	59	51	56
10	济水阿胶	50	54	90
11	太极集团	49	48	42
12	北京同仁堂	48	58	94
13	龟鹿药业	30	51	52
14	老君堂	25	4.28	0.48
15	东阿修元	23	17	2.46

表：2020-2022年品牌阿胶市场占比情况

公司	产品（规格）	价格	市场占比		
			2022年	2021年	2020年
东阿阿胶	阿胶块/250g	999元	58.22%	60.87%	60.33%
福牌阿胶	阿胶块/250g	550元	13.61%	14.90%	17.44%
宏济堂阿胶	阿胶块/250g	1590元	6.73%	4.00%	1.77%
九芝堂	阿胶块/375g	799元	4.19%	3.48%	3.44%
同仁堂	阿胶块/250g	700元	1.71%	1.03%	0.79%

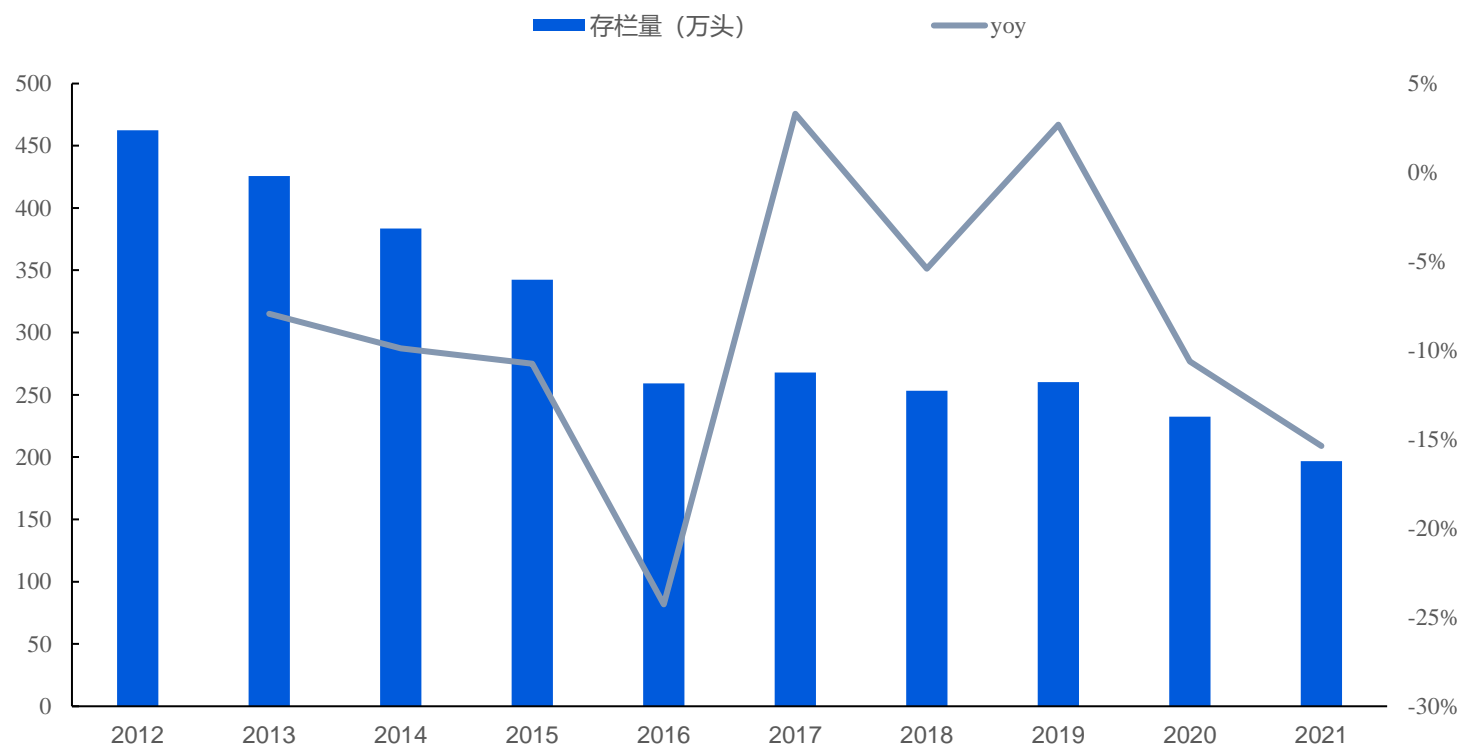
驴皮是阿胶的核心原料

- 阿胶又名“驴皮胶”，驴皮富含多种氨基酸、蛋白质和很多微量元素，具有滋阴补血、改善气血亏虚的作用。
- 驴皮原料的优劣直接影响产品的质量和出胶率，冬季宰杀的驴皮称为冬板，夏季宰杀的驴称成为夏板，冬板优于夏板，皮厚、皮张大，优选皮张大、皮板厚、无伤板、无病灶和短毛的驴皮，以黑驴皮为佳。

养驴产业不完善加剧供需紧张

- 我国是传统养驴大国，但是整个养驴产业仍不完善，毛驴繁殖率低，出栏期为3年，相对比较长，经济效益差。
- 2012-2016年，国内毛驴存栏量呈现下滑状态，加剧驴皮供需紧张。2016-2021年，毛驴存栏量趋于稳定，但仍在低位水平。

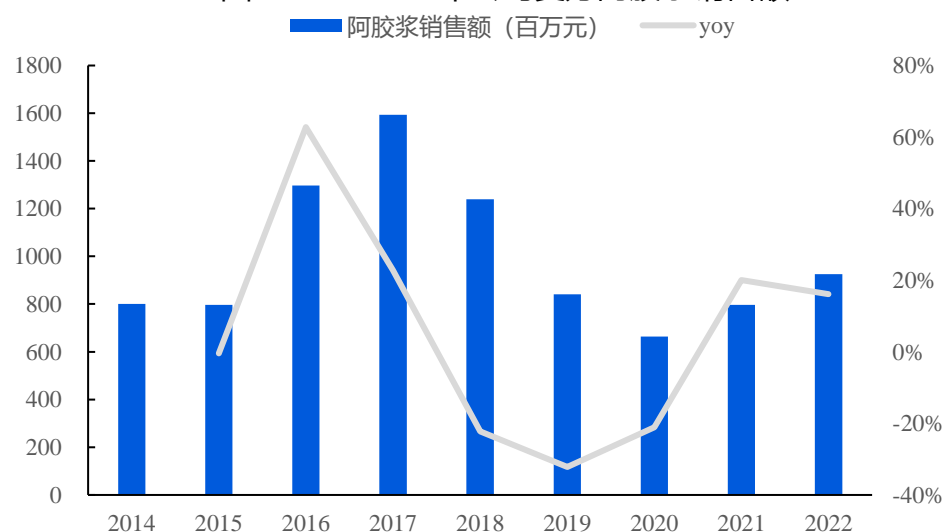
图：2012-2021年国内毛驴存栏量



复方阿胶浆

- 复方阿胶浆，为棕褐色至黑褐色的液体，味甜，主要成份：阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂，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。
- 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400年，中药独家品种，养心血、补心气、安心神、助睡眠，无蔗糖、无添加剂，42年品质保证。

图：2014-2022年公司复方阿胶浆销售额



注：国海证券研究所测算

图：复方阿胶浆产品示意图



疗效驱动，零售放量

- 复方阿胶浆，是一个双跨品种，医保乙类产品，共有两个批号，分别为普通口服液和无蔗糖口服液。
- 公司通过不同的产品包装在渠道上做区分，医疗端使用9支装和12支装，零售端使用24支装和48支装。
- 未来复方阿胶浆有望充分发挥双跨品种的优势，在医疗端通过疗效驱动获得医生和患者的认可，积累口碑，在零售端加强销售推广实现放量。

复方阿胶浆真实世界应用的病例注册登记研究

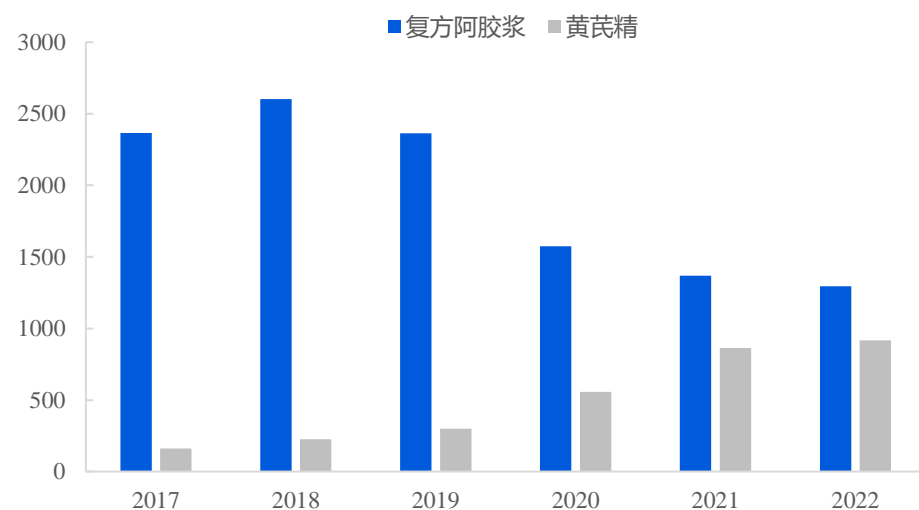
注册号	ChiCTR1900025328
研究疾病	气血两虚
研究目的	<p>评估复方阿胶浆在真实环境下的疗效和安全性：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、了解真实世界环境中复方阿胶浆的实际应用情况（地理分布、医院分布、疾病分布、治疗方案等） 2、观察真实世界环境中，复方阿胶浆临床应用的疗效特点（作用特点、适应人群、疗效优势等） 3、监测真实世界环境中，复方阿胶浆临床应用的安全性 4、了解真实世界环境中，复方阿胶浆临床应用的药物经济学
测量指标	气血两虚证相关症状、临床总体印象、疲劳、疲乏、睡眠质量



在同类产品竞争中优势明显

- 在补气补血类中成药市场上，扬子江药业的黄芪精口服液近年来呈现出快速放量的趋势，从2022年数据显示黄芪精口服液在零售市场已经逼近复方阿胶浆。从产品的多维度分析来看，复方阿胶浆对比黄芪精口服液仍然保持明显竞争优势。

图：2017-2022年零售药店复方阿胶浆和扬子江药业黄芪精销售额（百万元）



表：复方阿胶浆和扬子江药业黄芪精产品对比分析

产品	复方阿胶浆	扬子江药业 黄芪精
产品力	气血双补，复方制剂	补气为主，单方制剂
品牌力	+++	+
医保	医保乙类	非医保
价格	333元/48支装	150元/30支装
日服用费用	21元	10元

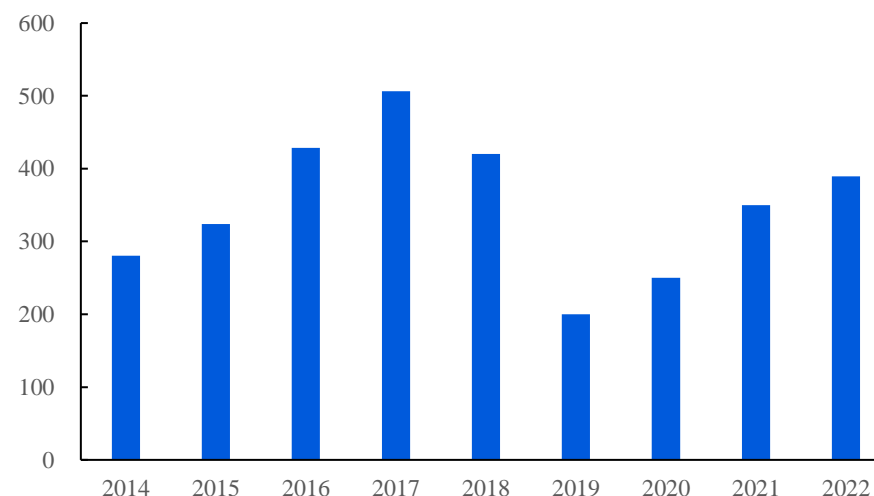
桃花姬阿胶糕

- 桃花姬阿胶糕属于阿胶衍生产品中的典型代表，其市场定位美容养颜滋补保健，而非局限于补血。客户群体主要聚焦高端白领女性和有礼品需求的人群。
- 销售策略是通过商超、电商等渠道进行立体化推广，核心依靠线上渠道放量。

表：桃花姬阿胶糕产品情况

产品	桃花姬阿胶糕
图示	
价格	345元/300g
成份	阿胶、核桃仁、黑芝麻等

图：2014-2022年公司桃花姬阿胶糕销售额（百万元）



注：国海证券研究所测算

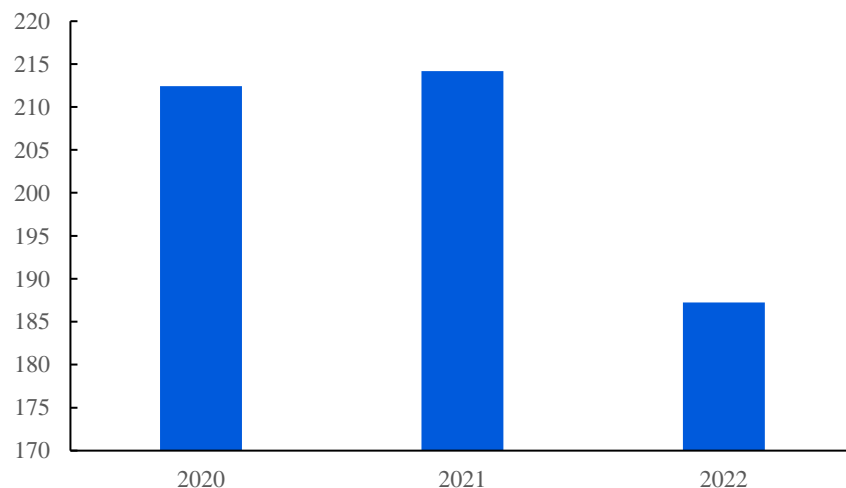
衍生品：基于阿胶，不局限于阿胶

- 公司业务基于阿胶，积极拓展衍生化，有丰富的产品线，战略储备品种超过40个。
- 从过去3年度数据显示，公司的衍生品业务逐渐进入稳定发展状态。2022年公司其他药品及保健品实现收入1.87亿元，近三年来整体销售体量已维持在2亿元左右，未来衍生品业务是公司打破阿胶与驴皮天花板限制的核心。

表：衍生品业务部分产品介绍

	高端化	消费品		
产品	九朝贡胶	东阿阿胶牌 阿胶粉	速溶块	阿胶金丝枣
图示				
	多品类			
产品	海龙胶口服 液	黄明胶	精华液	面膜
图示				

图：2020-2022年公司其他药品及保健品销售额（百万元）



04 盈利预测和投资评级

核心假设

□ 核心假设：

- 1、未来3年，阿胶块保持恢复性增长，阿胶浆和阿胶糕实现较高速增长；阿胶系列在2023-2025年实现销售增长16.83%、14.43%和14.79%。
- 2、2023-2025年，其他药品及保健品实现销售增长25%、27.5%和30%。
- 3、未来3年，毛驴养殖及销售保持平稳发展；其他业务收入每年维持5%的增长。

表：东阿阿胶收入拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
阿胶系列	2789.70	3394.99	3698.91	4321.47	4945.03	5676.42
yoy	36.54%	21.70%	8.95%	16.83%	14.43%	14.79%
其他药品及保健品	212.42	214.17	187.24	234.05	298.41	387.94
yoy		0.82%	-12.57%	25.00%	27.50%	30.00%
毛驴养殖及销售	296.29	178.62	103.14	103.14	103.14	103.14
yoy		-39.71%	-42.26%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	111.02	61.20	52.52	55.15	57.90	60.80
yoy	-87.82%	-44.87%	-14.18%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	3409.44	3848.99	4041.82	4713.81	5404.48	6228.30
yoy	15.24%	12.89%	5.01%	16.63%	14.65%	15.24%

盈利预测和投资评级

□ **盈利预测和投资评级：**我们预计2023-2025年公司营业收入47.14、54.04和62.28亿元，归母净利润10.95、12.71和14.77亿元，EPS1.67、1.94和2.26元，对应PE估值为30.91X、26.63X和22.92X。基于公司业务恢复增长，胶类龙头地位稳固，围绕阿胶核心产品，积极打造中式滋补平台，维持“买入”评级。

表：东阿阿胶盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4042	4714	5404	6228
增长率(%)	5	17	15	15
归母净利润（百万元）	780	1095	1271	1477
增长率(%)	77	40	16	16
摊薄每股收益（元）	1.19	1.67	1.94	2.26
ROE(%)	8	10	10	10
P/E	33.64	30.91	26.63	22.92
P/B	2.58	2.96	2.67	2.39
P/S	6.59	7.18	6.26	5.44
EV/EBITDA	20.11	17.94	15.08	12.14

05 风险提示

风险提示

- **核心产品市场恢复不及预期。**核心产品占公司收入比例较高，如果产品恢复性增长不及预期，可能对公司整体发展带来较大的压力。
- **衍生产品放量不及预期。**衍生产品是第二成长曲线，如果衍生产品销售放量不及预期，可能影响到公司未来的成长性。
- **已有客户群体流失的风险。**已有客户群体的流失会降低公司产品复购率，影响到公司产品销售。
- **新消费群体拓展不及预期。**公司需要不断拓展新的消费群体以实现公司产品销售放量，如果新消费群体拓展出现波折，可能会影响公司产品销售放量。
- **国内毛驴存栏量下降导致公司原料供应紧缺的风险。**驴皮是公司的主要原料，毛驴的存栏量直接关系到公司产品原料供应，存在影响公司正常经营的风险。

东阿阿胶盈利预测表

证券代码： 000423

股价： 51.77

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230410

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7231	8548	10203	12023	营业收入	4042	4714	5404	6228	每股指标				
应收款项	551	402	499	539	营业成本	1281	1392	1585	1816	EPS	1.21	1.67	1.94	2.26
存货净额	1239	1082	1031	987	营业税金及附加	68	72	85	98	BVPS	15.79	17.47	19.41	21.67
其他流动资产	763	876	954	1119	销售费用	1318	1414	1621	1868	估值				
流动资产合计	9784	10907	12687	14668	管理费用	387	424	513	592	P/E	33.6	30.9	26.6	22.9
固定资产	1963	1810	1656	1502	财务费用	-67	-81	-102	-107	P/B	2.6	3.0	2.7	2.4
在建工程	2	3	4	5	其他费用/(-收入)	138	118	135	156	P/S	6.6	7.2	6.3	5.4
无形资产及其他	769	754	748	747	营业利润	915	1408	1605	1865	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	114	114	114	114	营业外净收支	-3	0	0	0	盈利能力				
资产总计	12631	13588	15208	17036	利润总额	912	1408	1605	1865	ROE	8%	10%	10%	10%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	133	301	321	373	毛利率	68%	70%	71%	71%
应付款项	238	249	315	338	净利润	779	1106	1284	1492	期间费率	41%	37%	38%	38%
预收帐款	0	0	0	1	少数股东损益	-1	11	13	15	销售净利率	19%	23%	24%	24%
其他流动负债	1862	1701	1972	2284	归属于母公司净利润	780	1095	1271	1477	成长能力				
流动负债合计	2101	1951	2287	2623	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	5%	17%	15%	15%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	2145	1335	1673	1829	利润增长率	77%	40%	16%	16%
其他长期负债	180	180	180	180	净利润	780	1095	1271	1477	营运能力				
长期负债合计	180	180	180	180	少数股东权益	-1	11	13	15	总资产周转率	0.32	0.35	0.36	0.37
负债合计	2281	2131	2467	2803	折旧摊销	171	182	179	180	应收账款周转率	10.53	11.73	10.83	11.55
股本	654	654	654	654	公允价值变动	5	0	0	0	存货周转率	3.26	4.36	5.24	6.31
股东权益	10351	11457	12741	14234	营运资金变动	1245	44	212	174	偿债能力				
负债和股东权益总计	12631	13588	15208	17036	投资活动现金流	590	81	132	191	资产负债率	18%	16%	16%	16%
					资本支出	-46	-72	-82	-87	流动比	4.66	5.59	5.55	5.59
					长期投资	557	82	133	185	速动比	4.03	4.97	5.03	5.16
					其他	78	71	81	93					
					筹资活动现金流	-438	0	0	0					
					债务融资	0	0	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-438	0	0	0					
					现金净增加额	2297	1417	1806	2020					

医药研究小组介绍

医药小组介绍

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、7年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

分析师承诺

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 医药研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597