

东阿阿胶(000423)

中药 II / 医药生物

发布时间: 2023-03-31

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

寿人济世, 滋补国宝

报告摘要:

历史遗留问题逐步出清, 华润系全面接管, 公司有望实现良性稳健增长。公司在 2010 年-2018 年累计发出公告对产品进行 15 次提价, 引发公司库存及终端库存积压。经过 2019 年后控货及库存消化, 存货和应收账款周转逐渐恢复正常。公司现任管理层董事长白晓松、总裁程杰均来自华润集团, 总裁程杰具有较为丰富的 OTC 产品开发及营销管理经验。随着历史遗留问题出清和华润系管理层接管, 公司业绩有望实现长期良性增长。

国内滋补中药龙头, 有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动格局。

药品方面: 1) 东阿阿胶有望恢复性稳健增长。原材料驴皮价格可控, 东阿阿胶零售价已回归正常价值预期。东阿阿胶历史市占率最高接近 70%, 当前市占率有所下滑, 公司作为行业龙头, 品牌和品质优势明显, 经战略调整有望逐步恢复至历史高水平。2) 复方阿胶浆医疗+零售双渠道放量。①**医疗渠道:** 积极开拓医疗渠道增量。公司启动“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”, 此外积极开展在改善睡眠和辅助生殖领域的研究, 循证医学证据不断获得认可。医保支付标准试点开展, 复方阿胶浆医保支付限制取消, 恢复至说明书范围, 有望在医疗渠道端开拓增量。②**零售渠道:** 复方阿胶浆通过实施品牌唤醒和品牌焕新的整合营销策略, 加强终端合作, 提高品牌品类曝光度。此外学术循证研究有望为零售渠道赋能, 协同放量。

健康消费品方面: 经营理念转变, 积极开发新品种。公司更加注重消费逻辑, 设立健康消费品中心和新零售中心, 陆续在上海、深圳等地建立办公中心, 以全新的思路和理念经营健康消费品板块, 积极推广“阿胶奶茶”等新产品为快消品赋能, 有望迎来新发展期。

盈利预测及投资建议。 预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 47.69/54.39/62.08 亿元, 归母净利润分别为 9.44/11.09/13.16 亿元, EPS 分别为 1.44/1.70/2.01 元/股。公司阿胶行业龙头地位稳固, 有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动, 选取可比上市公司 PE, 给予 2023 年 38 倍 PE 估值, 目标价 54.85 元, 维持“增持”评级。

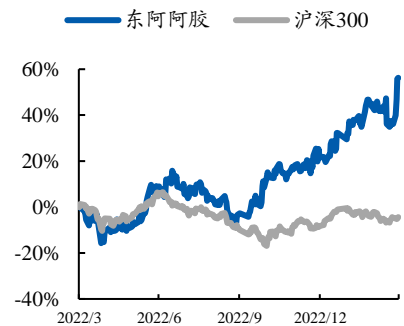
风险提示: 驴皮原材料价格波动风险; 盈利预测及估值不及预期风险等

股票数据

2023/03/30

6 个月目标价 (元)	54.85
收盘价 (元)	52.01
12 个月股价区间 (元)	28.57~52.01
总市值 (百万元)	34,015.66
总股本 (百万股)	654
A 股 (百万股)	654
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	7

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	9%	28%	55%
相对收益	9%	23%	60%

相关报告

《东阿阿胶 (000423): 经营指标持续向好, 关注复方阿胶浆院内潜力》

--20220822

《万物皆可偶联: DS8201 后时代的弯道超车》

--20230322

《中药行业重磅政策频出, 关注基药目录调整》

--20230306

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,849	4,042	4,769	5,439	6,208
(+/-)%	12.89%	5.01%	17.98%	14.05%	14.16%
归属母公司净利润	440	780	944	1,109	1,316
(+/-)%	917.43%	77.10%	21.08%	17.43%	18.67%
每股收益 (元)	0.68	1.21	1.44	1.70	2.01
市盈率	71.69	33.64	36.02	30.67	25.85
市净率	3.20	2.58	3.13	2.95	2.75
净资产收益率 (%)	4.42%	7.55%	8.69%	9.62%	10.66%
股息收益率 (%)	1.27%	1.19%	1.34%	1.49%	1.64%
总股本 (百万股)	654	654	654	654	654

证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

研究助理: 赵朝旋

执业证书编号: S0550122070034

13167519491 zhaozx@nesc.com

目 录

1.	滋补国药传承，阿胶行业领导者	6
1.1.	滋补国宝，未来可期	6
1.2.	华润系接管，新管理层上任	7
1.3.	经营逐渐向好，业绩恢复增长	9
1.4.	驴皮供应紧张引发公司产品提价	10
1.5.	存货清理，应收账款周转回归正常	12
2.	药品+健康消费品双轮驱动	14
2.1.	东阿阿胶：市占率逐步恢复，稳健增长可期	15
2.2.	复方阿胶浆：医疗价值重塑，冲击大单品	19
2.3.	男科滋补品类：有待开拓市场	21
2.4.	健康消费品：经营理念转变，贴近年轻化市场	21
3.	年轻化战略布局，有望客户拓新	22
4.	盈利预测及估值	24
4.1.	盈利预测	24
4.2.	相对估值	24
5.	风险提示	25

图表目录

图 1:	东阿阿胶历史发展脉络	6
图 2:	东阿阿胶历史股价及营业收入表现图	7
图 3:	东阿阿胶实控人股权穿透图	7
图 4:	东阿阿胶实际控制人历史股权变动	8
图 5:	2012-2022 年公司营业收入（亿）及增长率	9
图 6:	2012-2022 年公司归母净利润（亿）及增长率	9
图 7:	我国驴存栏量骤降，2010-2021 年 CAGR 为-8.30%	10
图 8:	全球驴存栏量接近 5,000 万头，近年来保持稳定	10
图 9:	2010 年-2021 年驴皮和驴肉价格走势	11
图 10:	2017-2021 年我国马科动物皮进口量（吨）	11
图 11:	2013-2022 年公司存货周转天数	12
图 12:	2013-2022 年公司应收账款周转天数	12
图 13:	公司存货账面价值原材料不断下降（单位：亿）	12
图 14:	2017 年至 2022 年公司应收账款账龄分析（单位：亿）	12
图 15:	公司主要产品分类	14
图 16:	2015-2022 年公司阿胶及其系列产品营业收入（亿）及增长率	14
图 17:	2015-2022 年公司阿胶及系列产品毛利率（%）	14
图 18:	2016-2021 年中国居民医疗保健人均支出	15

图 19: 2016-2021 年中国居民医疗保健人均支出占总支出比例	15
图 20: 未来三个月准备增加支出的项目, 居民选择各项占比	16
图 21: 2016-2020 年中国 OTC 市场规模 (亿) 及增长率	16
图 22: 2020 年中国 OTC 市场渠道占比	17
图 23: 2019-2020 年分季度各渠道销售同比增速	17
图 24: 2015-2021 年中国城市实体药店补气补血类中成药销售额 (亿) 及增长率	18
图 25: 2015-2021 年中国城市实体药店终端阿胶销售额 (亿) 及增长率	18
图 26: 2015-2021 年中国城市实体药店终端东阿阿胶及福胶阿胶品类销售额 (亿) 及增长率	18
图 27: 2015-2021 年阿胶品类城市实体药店端份额占比	18
图 28: 2015-2021 年中国实体药店复方阿胶浆销售额 (亿) 及增长率	19
图 29: 2015-2022 年保健品子公司营业收入 (亿) 及增长率	22
图 30: “东阿阿胶+奈雪”联名阿胶奶茶	22
图 31: 东阿阿胶借助抖音平台进行品牌推广	22
图 32: 2017-2021 年京东和阿里平台东阿阿胶品牌销售额 (万)	23
图 33: 2021 年中国网上药店中成药市场各大类金额 (亿) 及增长率	23
表 1: 公司高管人员	8
表 2: 2010-2018 年公司公告产品提价情况汇总	11
表 3: 2021 年主要计提资产减值准备项目	13
表 4: 2021 年销售额 TOP20 零售 OTC+保健品	17
表 5: 复方阿胶浆在辅助抗癌、升高 WBC 等方面的临床研究统计	20
表 6: 龟鹿二仙和海龙胶药品批文	21
表 7: 东阿阿胶营收拆分	24
表 8: 可比公司估值	24

投资聚焦

品牌壁垒高：公司为阿胶行业领导者，兼具品牌、品质、技术标准、科研等多重优势。公司作为中华老字号企业，地处道地正宗阿胶发源地——山东省东阿县，拥有广泛认知的资源优势，同时又是阿胶行业标准的制定者，龙头地位稳健。

公司近况梳理：

华润系全面接管，有利公司长期健康发展。公司实际控制人为华润集团，华润集团为国务院国资委子公司，一致行动人合计持股 32% 股权。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，公司有望在全新管理体系下重新起航，实现良性增长。

公司库存及应收账款周转已恢复正常，历史遗留问题逐步出清。受役用价值逐渐降低影响，国内驴存栏量骤降，2010 年-2021 年国内驴存栏量 CAGR 为 -8.30%。驴皮供应紧张，2010 年至 2016 年驴皮价格从 20 元/kg 升至 148 元/kg，增长近 6 倍。公司在 2010 年-2018 年累计发出公告对产品进行 15 次提价，引发公司库存及终端库存积压。经过 2019 年后控货及库存消化，当前存货和应收账款经营指标已恢复正常。

OTC 及补气补血中成药行业：

居民医疗保健支出占比不断提升。2021 年中国居民医疗保健人均支出达到 2,115 元，占总支出比例为 8.8%。根据《2022 年第四季度城镇储户问卷调查报告》，在全国 50 个城市进行的 2 万户城镇储户问卷调查显示，未来三个月准备增加支出的项目，医疗保健选择比例达到 29.6%，超过教育 27.9%，排在第一位。随着居民对健康状况的愈加关注，同时中医药在保健养生、治未病等方面具有优势，预计未来居民医疗保健支出比例能够继续提升。

2021 年全国 OTC 药品规模已达近 2,400 亿，未来年均增速有望保持 4%-5%。中国 OTC 市场规模从 2016 年 2,010.72 亿增长至 2020 年 2,360.22 亿，CAGR 为 4.09%。IQVIA 预测十四五期间，中国非处方药市场规模将从 2021 年的 2,482.95 亿人民币增长到 2025 年的 3,061.13 亿人民币，CAGR 为 5.3%。

补气补血类中成药有望在疫后恢复性增长。补气补血类中成药在中国城市零售药店终端，近年来销售额为 100 亿左右。补气补血类在 2020 年收到疫情影响下滑 14.2%，2021 年销售额为 105 亿，同比增长 5.4%。随着疫情放开，预计滋补类 OTC 药物需求有望增加，未来补气补血类中成药有望逐步恢复历史高水平并进一步稳健增长。

国内滋补中药龙头，未来有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动格局。

药品方面：1) 东阿阿胶有望恢复性稳健增长。原材料驴皮价格可控，东阿阿胶零售价已回归正常价值预期。东阿阿胶历史市占率最高接近 70%，当前市占率有所下滑，公司作为行业龙头，品牌和品质优势明显，经战略调整有望逐步恢复至历史高水平。

2) 复方阿胶浆医疗+零售双渠道放量。
① 医疗渠道：积极开拓医疗渠道增量。公司启动“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”，此外积极开展在改善睡眠和辅助生殖领域的研究，循证医学证据不断获得认可。医保支付标准试点开展，复方阿胶浆医保支付限制取消，恢复至说明书范围，有望在医疗渠道端开拓增量。
② 零售渠道：复方阿胶浆通过实施品牌唤醒和品牌焕新的整合营销策略，加强终端合作，提高品牌品类曝光度。此外学术循证研究有望为零售渠道赋能，协同放量。

健康消费品方面：经营理念转变，积极开发新品种。公司更加注重消费逻辑，设立健康消费品中心和新零售中心，陆续在上海、深圳等地建立办公中心，以全新的思路 and 理念经营健康消费品板块，积极推广“阿胶奶茶”等新产品为快消品赋能，有望迎来新发展期。

渠道和品牌推广：

深耕数字化营销模式，线上互联网渠道增长迅速。2021年补气补血类中成药在网上药店销售额为9亿元，为第6大品类，增速达到10%。2021年东阿胶品牌销售额在阿里和京东等线上渠道快速增长，已实现接近4亿销售额。

以炼行计划为依托，推动全国重点区域营销战略落实，不断提高品牌影响力。2022年7月12日，“炼行计划”于山东省东阿县正式启动。“炼行计划”以阿井水为纽带，名字取自“三千年淬炼，七十年同行”，活动宗旨是将公司对品质坚守、振兴民族中药信念和关怀消费者传递至全国各地。

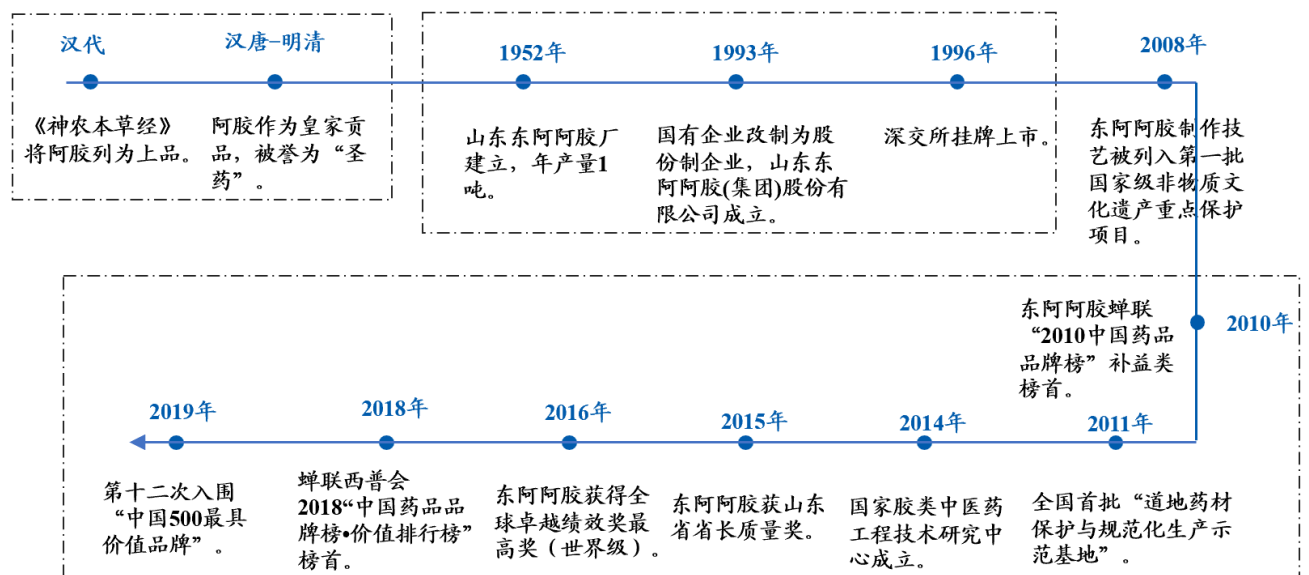
1. 滋补国药传承，阿胶行业领导者

1.1. 滋补国宝，未来可期

滋补国宝传承，制作工艺由来已久。阿胶最早见于《神农本草经》记载，被列为“上品”，此后汉唐至明清时期一直被作为皇家贡品。公司前身是1952年成立的山东东阿阿胶厂，1993年从国有企业改制为股份制企业，并于1996年在深交所挂牌上市。公司上市以后至今经历了将近30年的发展，已成为名副其实的滋补国宝。

阿胶行业领导者，兼具品牌、品质、技术标准、科研等多重优势。公司主要从事阿胶及其系列产品的研发、生产及销售，同时是国家胶类工程技术研究中心，国家胶类中药标准制定者，在阿胶等胶类中药研发技术包括人才以及资源方面处于行业领先地位。

图 1：东阿阿胶历史发展脉络

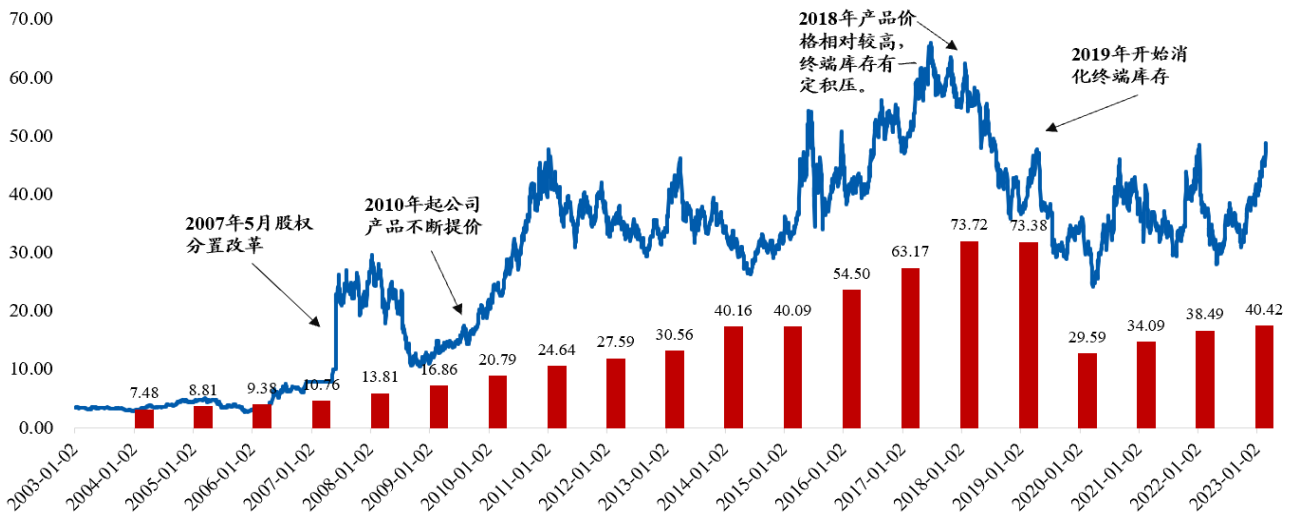


数据来源：公司官网，东北证券

回顾公司业绩历史，2019年以前公司营业收入增速相对较快，但也积累了一定的问题。2019年后公司妥善处理历史遗留问题，有望迎来发展新阶段。

- **2003-2009年：高速扩张期。**公司规模相对较小，增速更快，处于高速扩张阶段，2003年至2009年营业收入CAGR为18.57%。
- **2010-2018年：高速发展期：产品提价。**受驴皮原材料供应紧缺影响，公司产品不断提价，2010年至2018年营业收入CAGR为14.62%。
- **2019-2021年：调整期：清理库存。**公司库存和终端库存均得到清理，期间实际发货量小于终端动销量，前期遗留的库存得到清理，同时关闭非核心业务，计提资产减值，公司资产进一步得到优化。2021年公司营收恢复至38.5亿。
- **2022年后：新阶段：价值重塑。**药品+健康消费品双轮驱动，终端动销有望逐步恢复增长，华润系高管接受公司，引入华润管理体系，公司有望实现健康产长期发展。

图 2：东阿阿胶历史股价及营业收入表现图

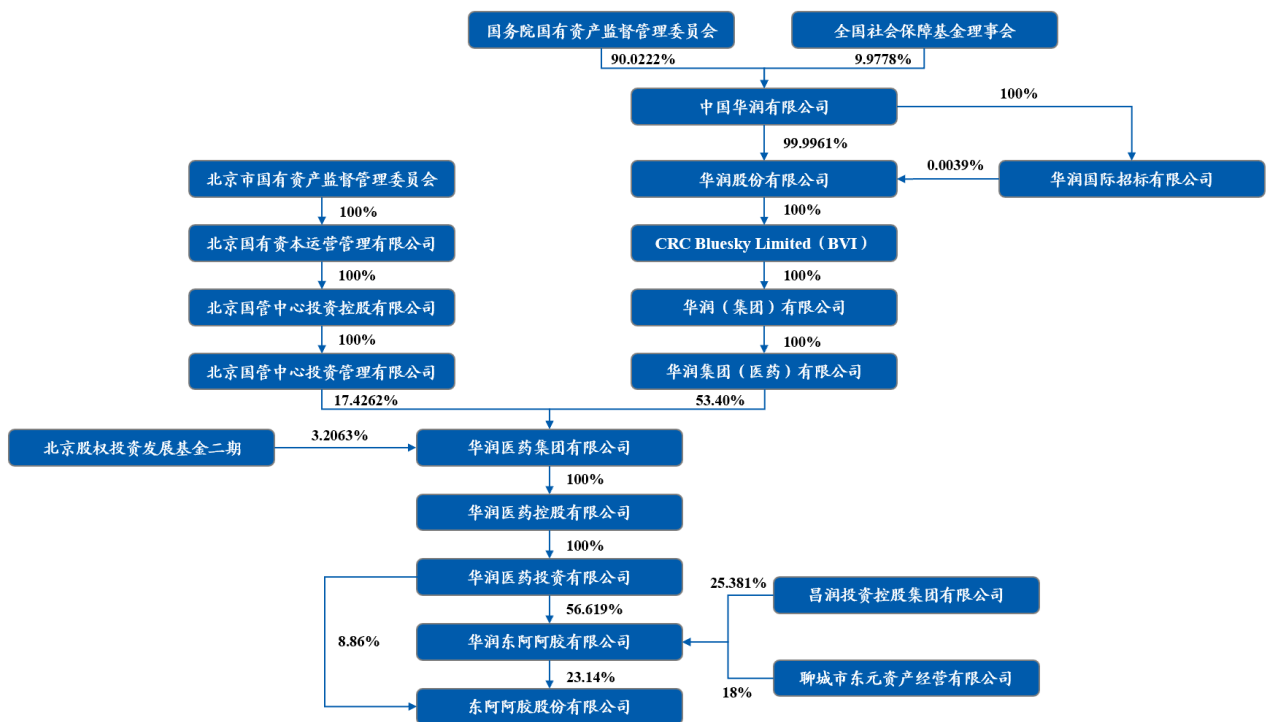


数据来源：Wind，公司公告，东北证券

1.2. 华润系接管，新管理层上任

公司实际控制人为华润集团，华润集团为国务院国资委子公司，一致行动人合计持股 32% 股权。2005 年经聊城市国资委受让股权，华润东阿阿胶成为公司第一大股东，此后华润医药投资经过在二级市场不断增持，至今持有公司 8.86% 股权，两者为一致行动人，合计共持有公司 32% 股权。公司在华润体系中属于医药板块的重要一环，通过更深层次地引入华润管理体系，公司有望更长期稳定健康发展。

图 3：东阿阿胶实控人股权穿透图



数据来源：公司公告，东北证券

图 4: 东阿阿胶实际控制人历史股权变动



数据来源: 东北证券

华润系高管掌舵，迎来发展新阶段。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。在管理上华润系高管正式掌舵，有望为公司带来稳健发展的管理经验。

表 1: 公司高管人员

职务	姓名	成员介绍
董事长	白晓松	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第十届董事会董事长。
总裁	程杰	毕业于沈阳药科大学，获中药学学士学位。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，999 感冒灵产品经理，OTC 销售市场部总监，营销中心副总经理，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。
副总裁	李新华	本科学历，学士学位。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。
副总裁	刘广源	本科学历。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。
副总裁	王延涛	硕士学位，主管中药师。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。
副总裁、董事会秘书	邓蓉	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，华润双鹤财务管理中心总经理，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。
副总裁	卢家轩	东北财经大学硕士毕业。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。

数据来源: 公司公告, 东北证券

1.3. 经营逐渐向好，业绩恢复增长

2012年至2017年公司营业收入及归母净利润增长迅速，营业收入CAGR为19.26%，归母净利润CAGR为14.47%，由于产品提价使后续终端库存有一定积压，2019年后逐渐恢复，促进公司及终端库存消化。2020至2022年业绩恢复明显，2022年实现营业收入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%。随着公司开展品牌价值重塑等系列战略调整，未来营业收入有望保持稳定良性增长。

图 5: 2012-2022 年公司营业收入（亿）及增长率



数据来源：公司公告，东北证券

图 6: 2012-2022 年公司归母净利润（亿）及增长率

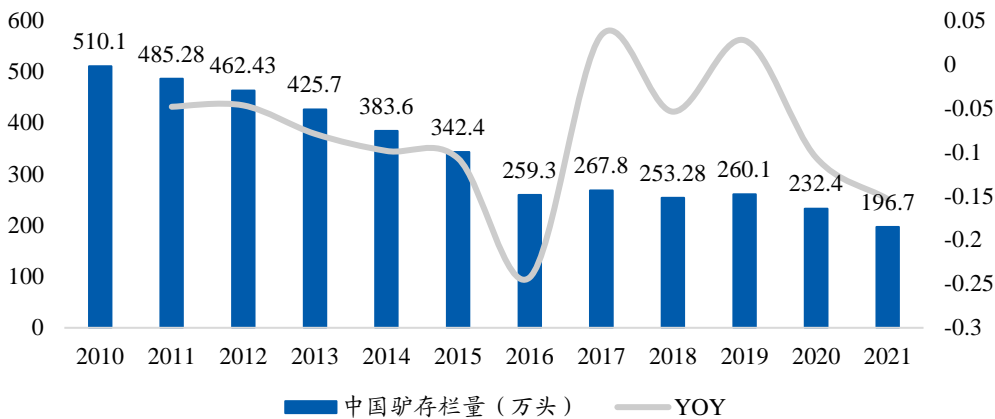


数据来源：公司公告，东北证券

1.4. 驴皮供应紧张引发公司产品提价

役用价值逐渐降低，国内驴存栏量骤降。在过去，驴因耐力好、更认路、吃得少，在我国北方农村地区长期都是重要的牲畜饲养对象。随着农业生产机械化普及，驴的役用价值逐渐降低，因此我国驴存栏量开始逐渐减少，1996 年我国驴存栏量为 944.4 万头，2010 年为 510.1 万头，2021 年降至 200 万头以下，2010 年-2021 年 CAGR 为-8.30%。

图 7: 我国驴存栏量骤降，2010-2021 年 CAGR 为-8.30%

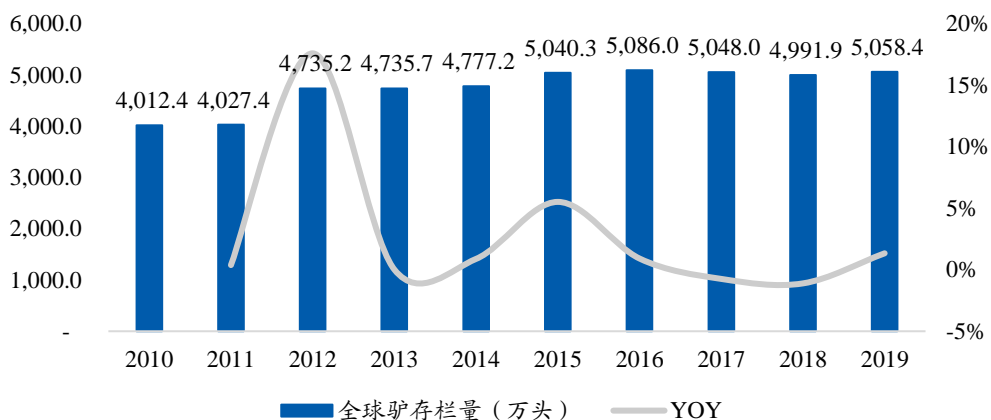


数据来源：中国统计年鉴，东北证券

受驴存栏量骤降影响，驴皮价格不断攀升。在供给端，国内驴存栏量骤降，而需求端，以东阿阿胶为代表的阿胶生产企业对驴皮需求激增。受供需关系影响，2010 年至 2016 年驴皮价格不断攀升，从 20 元/kg 升至 148 元/kg，增长近 6 倍。

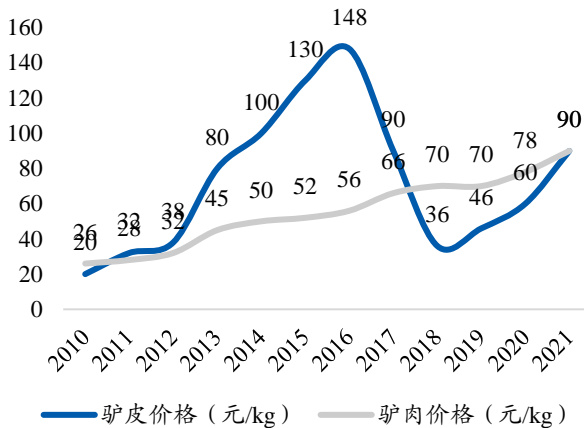
全球驴存栏量较为稳定，驴皮依赖进口缓解国内供给端压力。全球驴存栏量来看，近几年稳定维持在 5,000 万头左右，非洲驴存栏量占比迅速提升，由 26.9% 提升至 61%，在当地役用价值依旧突出，而亚洲存栏量占比由 49.4% 下降至 26%。2017 年至 2021 年我国累计进口马科动物皮累计达到 5.90 万吨，很大程度上缓解驴皮价格上涨压力，此后驴皮价格逐渐回落，2018 年降至 36 元/kg。

图 8: 全球驴存栏量接近 5,000 万头，近年来保持稳定



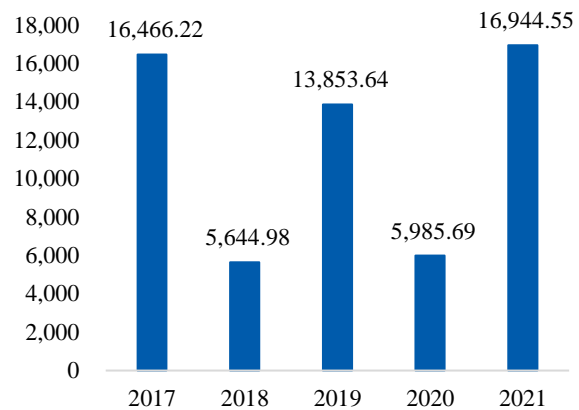
数据来源：联合国粮食及农业组织（FAO），东北证券

图 9: 2010 年-2021 年驴皮和驴肉价格走势



数据来源: 中国畜牧业协会驴皮分会, 东北证券

图 10: 2017-2021 年我国马科动物皮进口量 (吨)



数据来源: 中国畜牧业协会驴皮分会, 东北证券

受原材料驴皮供应紧张影响,公司产品 2010 年-2018 年多次提价。自 2010 年至 2018 年累计发出公告对产品价格调整共计 15 次,其中阿胶价格调整 12 次,复方阿胶浆 5 次,“桃花姬”阿胶糕 3 次,最高一次价格涨幅达到 60%。公司调价策略短期内为营收及利润增长做出贡献,但长期看,不断增长的价格没有与消费者建立良好的关系。当前公司核心产品价格已有下降且保持稳定,利于公司长期良性发展。

表 2: 2010-2018 年公司公告产品提价情况汇总

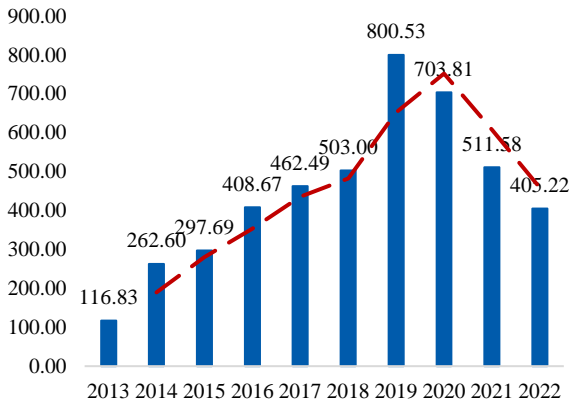
时间	产品	产品调整情况
2010/2/1	阿胶	价格上调 20%
2010/5/26	阿胶	上调 5% 出厂价
2010/10/12	阿胶	上调 10% 出厂价
2011/1/6	阿胶	出厂价上调幅度不超过 60%
2012/1/5	复方阿胶浆	零售价上调幅度不超过 30%, 出厂价亦做相应调整
2012/1/20	阿胶	上调零售指导价 10%
2013/7/13	阿胶	出厂价上调 25%, 零售价亦做相应调整
2014/1/15	阿胶	出厂价上调 19%, 零售价亦做相应调整
2014/8/16	复方阿胶浆	最高零售价格上调不超过 53%, 出厂价做相应调整
2014/9/13	阿胶	出厂价上调 53%, 零售价将做相应调整
2015/4/10	桃花姬阿胶糕	出厂价上调 25%, 零售价亦做相应调整
	阿胶	
2015/11/17	复方阿胶浆	出厂价上调 15%, 零售价亦做相应调整
	桃花姬阿胶糕	
	阿胶	出厂价上调 14%, 零售价亦做相应调整
2016/11/18	复方阿胶浆	出厂价上调 28%, 零售价亦做相应调整
	桃花姬阿胶糕	出厂价上调 25%, 零售价亦做相应调整
	阿胶	出厂价上调 10%, 零售价亦做相应调整
2017/11/20	复方阿胶浆	出厂价上调 5%, 零售价亦做相应调整
2018/12/21	阿胶	上调 6% 出厂价

数据来源: 公司公告, 东北证券

1.5. 存货清理，应收账款周转回归正常

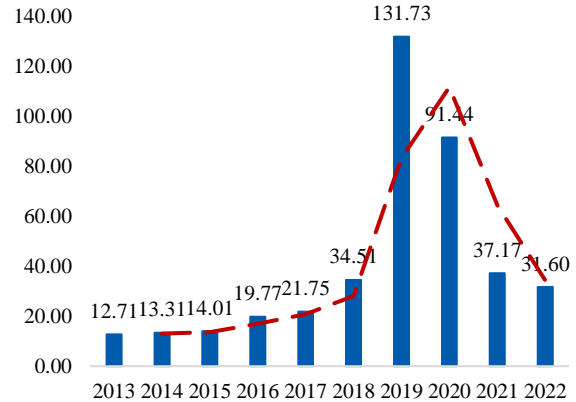
营运能力明显恢复，经营指标回归正常。截至 2022 年年报，公司存货周转天数为 405.22 天，应收账款周转天数为 31.60 天。存货周转天数已恢复至 2016 年水平，应收账款周转天数已恢复至 2018 年水平。

图 11: 2013-2022 年公司存货周转天数



数据来源：公司公告，东北证券

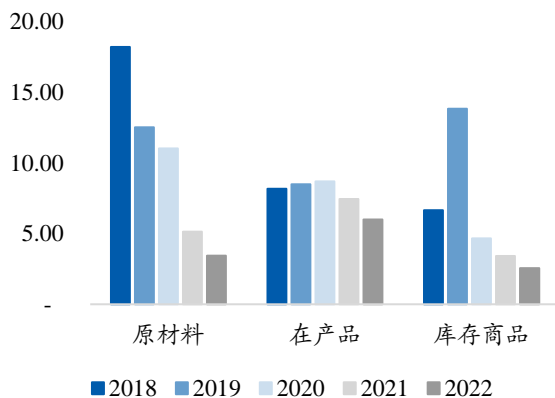
图 12: 2013-2022 年公司应收账款周转天数



数据来源：公司公告，东北证券

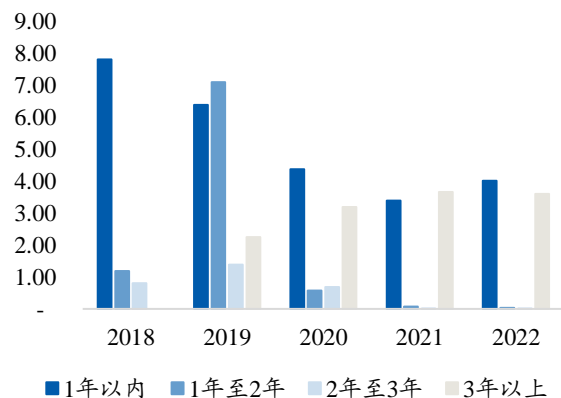
公司存货结构来看，原材料已大幅下降，从 2017 年 20 亿水平降至 2021 年 5 亿水平，体现公司经营理念转变，提高实际终端动销量，在产品历年保持稳定。库存商品经过 2019 年后的控货以及终端库存消化，已经下降至合理水平。2022 年已累计计提应收账款坏账准备 3.81 亿，3 年以上应收账款全额计提，信用减值损失风险逐渐出清。

图 13: 公司存货账面价值原材料不断下降（单位：亿）



数据来源：公司公告，东北证券

图 14: 2017 年至 2022 年公司应收账款账龄分析（单位：亿）



数据来源：公司公告，东北证券

资产减值损失方面，2021 年公司大额资产减值准备项目共包括 1 个存货项目和 4 个固定资产项目，存货项目主要是西洋参类产品计提 1.51 亿减值准备，固定资产方面，主要针对养驴场、食品厂、屠宰车间、饮片车间等非核心业务的固定资产进行减值。2022 年计提资产减值损失 0.78 亿，主要是固定资产方面计提 0.51 亿，存货跌价风

险已逐渐出清。

表 3：2021 年主要计提资产减值准备项目

项目	具体资产	减值金额	计提原因
存货	西洋参类产品	1.56 亿	中药饮片销售从严，大部分西洋参难以销售， 全额计提 跌价准备
固定资产	养驴场及国外原料基地生产线设备等	0.34 亿	东阿阿胶养驴场闲置
固定资产	内蒙古黑毛驴场前区综合楼、养殖基地干草棚等	0.18 亿	关闭 养殖业务
固定资产	内蒙古食品厂前区综合楼、屠宰车间、驴舍等	0.19 亿	关闭 屠宰和食品加工业务
固定资产	铁岭春天饮片车间、厂区办公楼房等	0.14 亿	停止 鹿类药品的加工业务

数据来源：公司公告，东北证券

2. 药品+健康消费品双轮驱动

阿胶及其系列产品为核心，药品+健康消费品双轮驱动。公司产品以阿胶等胶类系列为核心，专注中式滋补健康领域，逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动产品格局。当前阿胶及其系列产品贡献公司主要收入及利润，药品和健康消费品有望互相协同赋能。

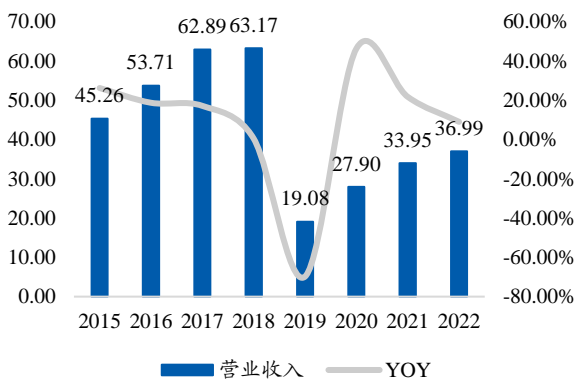
图 15: 公司主要产品分类

	药品	健康消费品
阿胶及其系列产品	东阿阿胶、复方阿胶浆、九朝贡胶、阿胶补血颗粒 	桃花姬阿胶糕、阿胶粉 
非阿胶产品	海龙胶口服液、黄明胶、龟甲胶、鹿角胶 	颜真卿燕窝 

数据来源：公司官网，东北证券

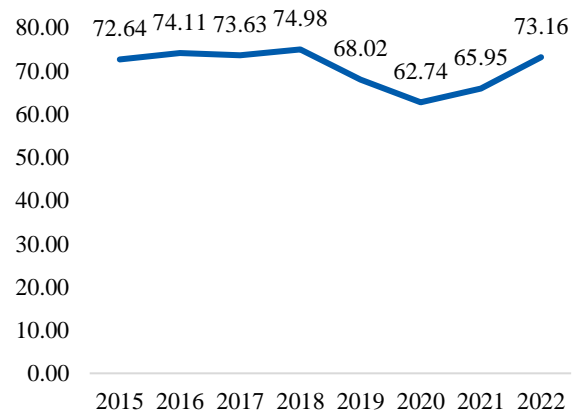
近三年阿胶及其系列产品收入逐年增长，毛利率有一定回升。2015-2022 年阿胶及其系列产品年度收入最高为 2018 年 63.17 亿，同年毛利率为近年来最高水平，达到 74.98%。2019 年公司为清理终端库存，在发货上进行了一定控制，当年阿胶及其系列产品收入降至 20 亿左右，此后逐年增加，2021 年达到 33.95 亿，2021 年毛利率水平为 65.95%。2022 年达到 36.99 亿，同比增长 8.95%，毛利率为 73.16%，较 2021 年增加 7.21 个百分点。当前东阿阿胶每盒零售价控制在 999 元，较 2018 年价格有一定回落，毛利率自 2020 年稳中有升。

图 16: 2015-2022 年公司阿胶及其系列产品营业收入(亿)及增长率



数据来源：公司公告，东北证券

图 17: 2015-2022 年公司阿胶及系列产品毛利率(%)



数据来源：公司公告，东北证券

2.1. 东阿阿胶：市占率逐步恢复，稳健增长可期

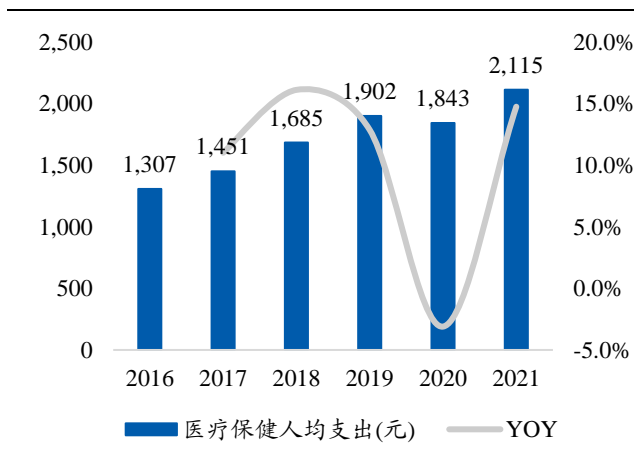
阿胶具有丰厚的历史底蕴，同时公司近来积极加强对阿胶的循证研究，东阿阿胶成为我国首个具有循证医学证据的阿胶产品。

阿胶最早见于《神农本草经》记载，被列为“上品”，此后汉唐至明清时期一直被作为皇家贡品，《本草纲目》称其为补血圣药。现代以来，东阿阿胶分别于 1980 年、1985 年、1990 年三次荣获国家质量金奖。2021 年 9 月，东阿阿胶连续第 7 年荣获“健康产业药品品牌价值 TOP50”榜单冠军。2021 年 10 月，东阿阿胶入围首批中国 OTC 品牌集群，入选“2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜”。

循证医学研究结果证实，东阿阿胶能够显著改善血虚证患者头晕症状、减缓红细胞数目及红细胞压积的下降，提高白细胞及中性粒细胞数目，提高血虚患者生活质量，也成为国内首个具有循证医学证据的阿胶产品。2021 年 11 月，上海市药学会中药专业委员会主任委员徐宏喜教授作了“东阿阿胶药效临床评价”研究报告，评价研究主要从患者特征、中医证候、外周血细胞变化及生活质量等方面研究东阿阿胶对中医血虚症状的改善，并对东阿阿胶的临床安全性进行评价。通过 210 例患者服用 8 周的详实研究数据，证实东阿阿胶能显著改善血虚证患者头晕的症状、减缓红细胞数目及红细胞压积的下降，同时提高白细胞及中性粒细胞数目，从而提高血虚患者的生活质量。该评价研究采用循证医学最高等级评价标准进行研究方案的设计，以随机、双盲的 RCT 研究方法进行功效及安全性评价，取得的研究成果充分证实了东阿阿胶的功效以及安全性。

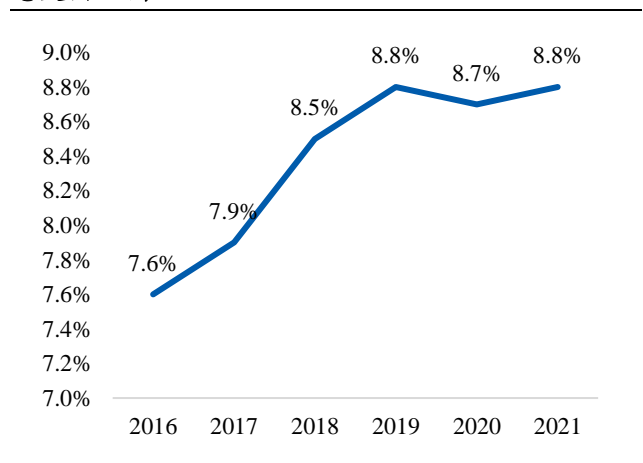
居民医疗保健支出占比不断提升。2021 年中国居民医疗保健人均支出达到 2,115 元，占总支出比例为 8.8%。根据《2022 年第四季度城镇储户问卷调查报告》，在全国 50 个城市进行的 2 万户城镇储户问卷调查显示，未来三个月准备增加支出的项目，医疗保健选择比例达到 29.6%，超过教育 27.9%，排在第一位。随着居民对健康状况的愈加关注，同时中医药在保健养生、治未病等方面具有优势，预计未来居民医疗保健支出比例能够继续提升。

图 18：2016-2021 年中国居民医疗保健人均支出



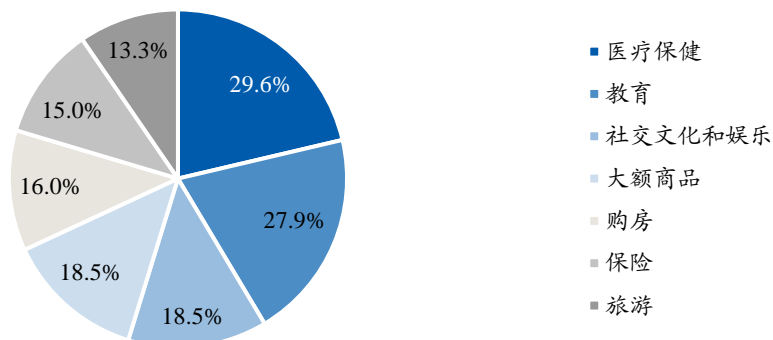
数据来源：国家统计局，东北证券

图 19：2016-2021 年中国居民医疗保健人均支出占总支出比例



数据来源：国家统计局，东北证券

图 20: 未来三个月准备增加支出的项目, 居民选择各项占比



数据来源:《2022 年第四季度城镇储户问卷调查报告》, 东北证券

2021 年全国 OTC 药品规模已达近 2,400 亿, 未来年均增速有望保持 4%-5%。中国 OTC 市场规模从 2016 年 2,010.72 亿增长至 2020 年 2,360.22 亿, CAGR 为 4.09%。IQVIA 预测十四五期间, 中国非处方药市场规模将从 2021 年的 2,482.95 亿人民币增长到 2025 年的 3,061.13 亿人民币, CAGR 为 5.3%。

图 21: 2016-2020 年中国 OTC 市场规模 (亿) 及增长率

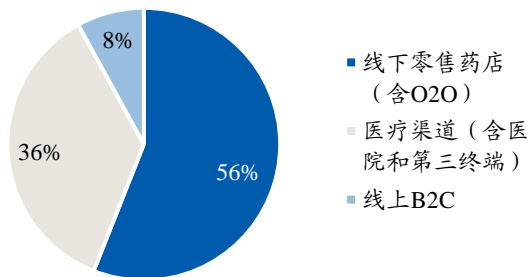


数据来源: IQVIA, 东北证券

线下零售占比最大, 线上 B2C 渠道高增速。2020 年, 线下零售药店 (含 O2O) 为非处方药的主要销售渠道, 占比达到 56%; 其次是医疗渠道 (含医院和第三终端), 占比 36%; 线上 B2C 占比 8%。

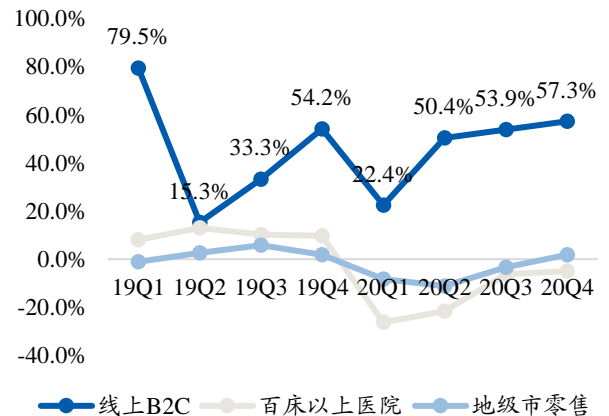
自我诊疗意识不断加强, 线上 B2C 渠道有望逐步扩大份额。非处方药在提高自我药疗、便捷接受有效治疗、降低就医成本等方面发挥着重要作用, 对于患者和消费者具有较高的临床和经济价值。伴随着我国医疗卫生体制改革的不断深化和人民健康水平的提高, 我国医药卫生服务逐步由“以治病为中心”向“以人民健康为中心”转变, 自我药疗的便捷性、“防未病”、降低疾病发生率的社会价值也逐步被消费者和社会广泛应用和接受。推动非处方药的合理使用, 促进轻微疾病、慢性病的自我治疗和及时缓解, 不仅有利于有限医疗卫生资源的合理配置, 还可以减轻医疗卫生机构压力和医保基金负担, 有助于实现我国医改和药物分类管理政策的方针和目标。

图 22: 2020 年中国 OTC 市场渠道占比



数据来源: IQVIA, 中国非处方药物协会, 东北证券

图 23: 2019-2020 年分季度各渠道销售同比增速



数据来源: IQVIA, 东北证券

东阿阿胶仍为零售渠道第一大单品, 2021 年销售额同比下降 15.8%。竞品福牌阿胶排在销售额第 19 位, 同比下降 23.4%。考虑到公司在 2021 年仍为战略调整期, 经过战略转型及数字化营销体系建设, 加强与终端消费者沟通, 预计在未来有望逐步恢复增长。

表 4: 2021 年销售额 TOP20 零售 OTC+保健品

排名	产品	厂商	增速
1	阿胶	东阿阿胶	-15.80%
2	钙尔奇系列	惠氏制药	-2.60%
3	汤臣倍健健力多氨糖软骨素钙片	汤臣倍健	-11.70%
4	益安宁丸	同溢堂	16.00%
5	锌钙特	澳诺(中国)	14.10%
6	汤臣倍健蛋白质粉	汤臣倍健	-12.90%
7	维生素 D 滴剂	青岛双鲸	7.20%
8	善存系列	惠氏制药	6.80%
9	莲花清瘟胶囊	以岭药业	-28.10%
10	蓝芩口服液	扬子江	-17.10%
11	朗迪	振动康远	13.40%
12	舒筋健腰片	白云山	1.80%
13	日日高	国药星鲨	11.80%
14	999 感冒灵	华润三九	3.70%
15	蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈庵	-5.20%
16	健胃消食片	江中药业	-1.30%
17	藿香正气口服液	太极集团	-10.40%
18	铁皮枫斗颗粒	浙江天皇	20.80%
19	阿胶	福牌	-23.40%
20	伊可新	华特达因	9.10%

数据来源: IQVIA, 东北证券

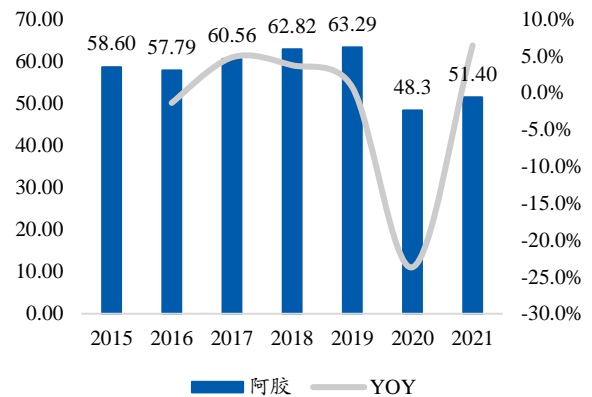
补气补血类中成药在中国城市零售药店终端，销售额为 100 亿左右。补气补血类在 2020 年收到疫情影响下滑 14.2%，2021 年销售额为 105 亿，同比增长 5.4%。随着疫情放开，预计滋补类 OTC 药物需求有望增加，未来补气补血类中成药有望逐步恢复历史高水平并稳健增长。

图 24: 2015-2021 年中国城市实体药店补气补血类中成药销售额 (亿) 及增长率



数据来源: 米内网, 东北证券

图 25: 2015-2021 年中国城市实体药店终端阿胶销售额 (亿) 及增长率

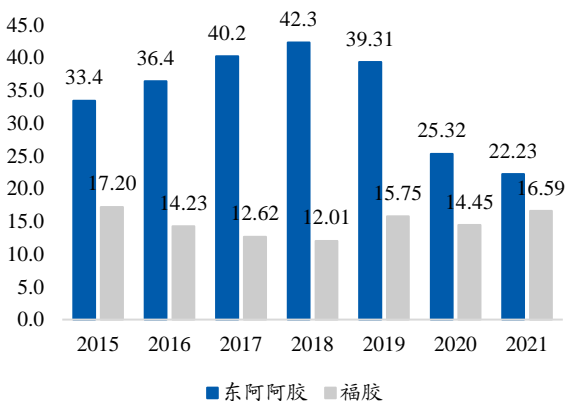


数据来源: 米内网, 东北证券

终端动销来看，近年来东阿阿胶市占率有所下滑，我们认为下滑与近年来公司内部调整有较大关系。长期来看东阿阿胶具有较强的品牌壁垒，未来市占率恢复有较强预期。

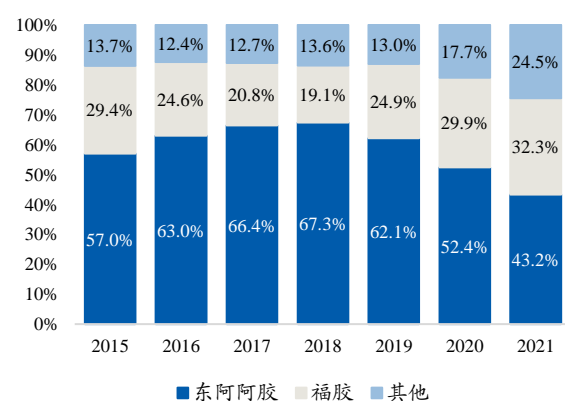
品牌壁垒高: 东阿阿胶仍为 OTC 第一大单品，“东阿阿胶”仍然为滋补养生知名品牌。“阿胶，出东阿，故名阿胶”，东阿阿胶作为中华老字号企业，地处道地正宗阿胶发源地——山东省东阿县，拥有广泛认知的资源优势。

图 26: 2015-2021 年中国城市实体药店终端东阿阿胶及福胶阿胶品类销售额 (亿) 及增长率



数据来源: 米内网, 东北证券

图 27: 2015-2021 年阿胶品类城市实体药店端份额占比



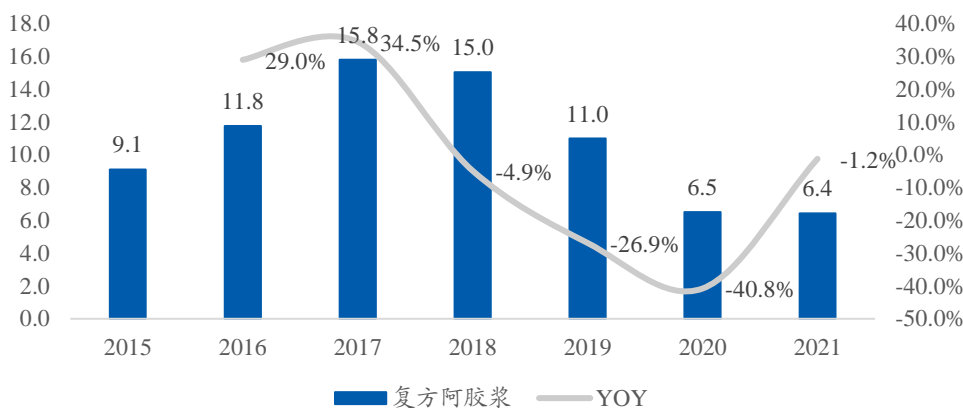
数据来源: 米内网, 东北证券

2.2. 复方阿胶浆：医疗价值重塑，冲击大单品

经典补益古方加味而成，现代补气补血 OTC。复方阿胶浆是在明代著名医家张介宾《景岳全书》中“两仪膏（组方为党参、熟地黄）”的基础上，按中医“气血互生，气生血长”的理论，加味（阿胶、人参、山楂）而成。1980 年复方阿胶浆上市以来，43 年间，凭借经典组方，精选道地药材，依托现代科技，“无蔗糖”、“无防腐剂”等优势，荣获国家中药保护品种、国家秘密技术品种等荣誉称号，持续引领气血品类发展。

推行品效合一营销策略，有望推动合作终端动销增长。2022 年，复方阿胶浆全面实施品牌唤醒和品牌焕新的整合营销策略，携手全国 33 个城市核心客户，开展楼宇广告、公交车体品牌共建，实现品牌曝光超 58.6 亿，累计触达 70 亿人次。同时深化“气血加油站”行业 IP，开展气血关爱主题的大篷车活动，2023 年着力打造复方阿胶浆飞盘运动健康新 IP。上述举措，通过增加品牌品类曝光度，有望促进终端动销。

图 28：2015-2021 年中国实体药店复方阿胶浆销售额（亿）及增长率



数据来源：米内网，东北证券

复方阿胶浆属于气血双补类滋补药物，有望在院内市场打开“辅助抗癌”治疗领域的空间。公司与天津中医药大学院士及权威专家合作开展试验，有望切入辅助生殖领域。治疗早发性卵巢功能不全。公司重启医疗市场，成立医疗事业部，重点进行学术推广和循证医学研究，提高临床医师对产品的疗效认知，有望增加临床处方量，带动医疗渠道放量，成为未来潜在的增长点。

表 5: 复方阿胶浆在辅助抗癌、升高 WBC 等方面的临床研究统计

作用	研究结果	临床病例
改善癌性贫血	化疗联用复方阿胶浆的患者 血红蛋白水平改善的总有效率 明显高于单纯化疗的患者(83.33%vs48%)	49
	治疗组(加服复方阿胶浆 40ml/d)患者的 中医临床症状积分、Karnofsky 功能状态(KPS)评分及血红蛋白(Hb)水平改善 均优于对照组	92
	采用常规疗法结合复方阿胶浆治疗的患者 RBC、Hb 水平 均优于单纯给予常规疗法治疗的患者	98
	复方阿胶浆对化疗引起的 WBC 减少具有明显的治疗作用 ，临床总有效率达 92.3%	100
升高 WBC	治疗组恶性肿瘤患者的 Hb 及 WBC 水平 均有所提升，且治疗组患者的症状缓解时间较阳性对照组缩短[(7.1±0.01)dvs(9.2±0.06)d]	85
	配合口服复方阿胶浆的治疗组与单纯常规化疗的对照组，其 升高 WBC 总有效率 分别为 83.3%、53.3%	60
	化疗后第 7 天及化疗第 2 周期前 1d，对照组(单纯化疗)与治疗组(化疗+口服复方阿胶浆 80ml/d)患者的 WBC 计数及 KPS 评分 比较，差异均有统计学意义	99
	试验组(化疗+复方阿胶浆口服)患者的 中性粒细胞和 WBC 计数升高 的疗效总有效率均高于对照组(单纯化疗)，且 显效及有效病例 WBC 水平恢复正常 的天数较对照组缩短，化疗后患者的 WBC 分布情况 也优于对照组	97
改善癌性骨髓抑制	对照组(单纯化疗)与治疗组(化疗+复方阿胶浆口服)患者在 症状缓解情况、KPS 评分分级改善 等方面，差异均有统计学意义	30
	对照组(单纯化疗)与治疗组(化疗+复方阿胶浆口服)在 KPS 评分改善及症状缓解 方面，差异有统计学意义，且治疗组患者 WBC 恢复正常所需时间 较对照组缩短。	30
	治疗组(EP 化疗方案+复方阿胶浆口服)患者的 化疗完成率 高于对照组(单纯 EP 化疗方案)，且治疗组患者的 WBC、中性粒细胞下降幅度 均显著低于对照组	135
改善癌性贫血	治疗组(EP 化疗方案+复方阿胶浆口服)患者的 骨髓抑制程度 较对照组(单纯 EP 化疗方案)明显减轻。	80
	治疗组(常规化疗+复方阿胶浆口服)和对照组(常规化疗)的 癌性疲乏发生率 分别为 32.3%和 86.7%，治疗组患者的癌性疲乏发生率明显低于对照组	92

数据来源：东北证券

扎实推进真实世界研究，循证医学证据不断获得认可。公司通过循证医学研究推动中医药高质量发展，系统研究阿胶物质基础及作用机制，复方阿胶浆的临床学术价值得到专家认可。2023 年 1 月发布的《新型冠状病毒感染者恢复期中西医结合康复方案专家共识》指出，复方阿胶浆入选为新冠恢复期中西医结合康复方案的推荐用药。

医保支付标准试点工作开展，逐步将医保目录药品支付范围恢复至说明书范围。限定医保药品支付范围自 2004 年开始施行，其在特定历史条件下对维护基金安全、防止药品滥用等发挥了一定作用。但随着药品使用监督管理能力和水平显著提高，在说明书之外再对药品支付范围进行限定的必要性已大幅降低。同时，越来越多的医务人员和患者反映，医保药品支付范围限定逐渐成为影响临床合理用药、甚至引发医患纠纷的重要因素。从维护患者用药公平、改善医患关系、便于临床合理施治的角度，有必要将目录内药品支付范围逐步恢复至药监部门批准的药品说明书的范围，将用药选择权、决策权真正还给临床医生。2021 年底开始执行，将部分中成药和化药在内的 30 种药品，按照规则重新确定医保支付标准，并将支付范围恢复至药品说明书范围。

经统计，已有 23 省出台医保支付标准试点的通知，其中 17 省明确医保支付标准试点药品中包含复方阿胶浆。复方阿胶浆在医保目录中限有重度贫血检验证据，恢复说明书使用范围后将不必提供重点贫血检验证据。同时国家医保局将根据试点进展情况，在确保基金安全和患者用药公平的前提下，按照减少增量、消化存量的原则，逐步将目录内更多药品的支付范围恢复至药品说明书范围。

2.3. 男科滋补品类：有待开拓市场

男科滋补类品类有待开拓。公司主推两款男科滋补类用药均为口服液制剂，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。海龙胶口服液也是海龙胶通用名里唯一口服液制剂。

表 6：龟鹿二仙和海龙胶药品批文

批准文号	产品名称	生产单位	批准文号	产品名称	生产单位
国药准字 Z37021272	海龙胶	福牌阿胶	国药准字 Z41022262	龟鹿二仙膏	新四方制药
国药准字 Z41020798	海龙胶	老君堂制药	国药准字 Z41022262	龟鹿二仙膏	新四方制药
国药准字 Z37021393	海龙胶	东阿阿胶	国药准字 Z20050229	龟鹿二仙口服液	东阿阿胶
国药准字 Z20070041	海龙胶颗粒	东阿阿胶	国药准字 Z36021605	龟鹿二仙膏	和明制药
国药准字 Z41021997	海龙胶	辅仁堂制药	国药准字 Z42021918	龟鹿二仙膏	康源药业
国药准字 Z20028002	海龙胶口服液	东阿阿胶	国药准字 Z42020052	龟鹿二仙膏	老中醫制药

数据来源：国家药监局，东北证券

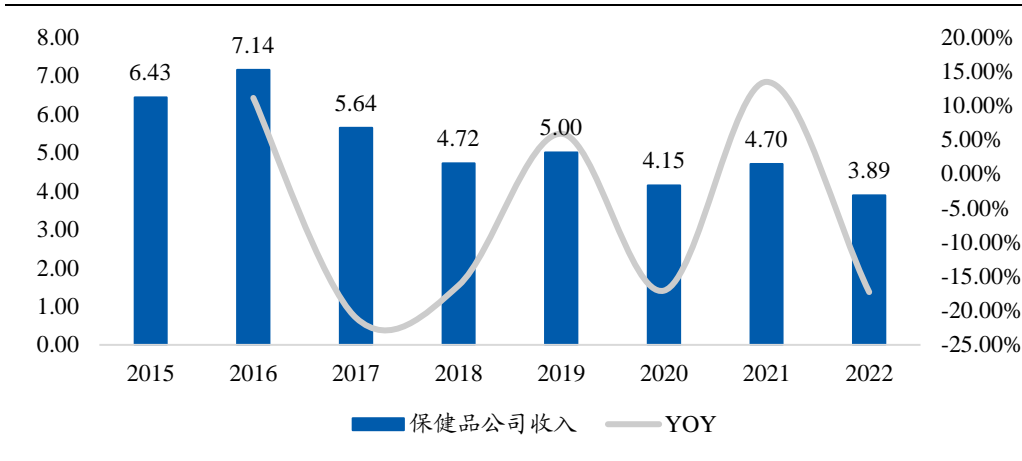
2.4. 健康消费品：经营理念转变，贴近年轻化市场

保健品子公司收入有一定波动，成长潜力较大。2015 年-2022 年，公司保健品子公司收入波动较大，2022 年收入为 3.89 亿，同比有一定下滑。未来随着公司品牌曝光度提升，品牌建设不断取得突破，预计健康消费品有望成为公司另一个增长点，形成药品+健康消费品双轮驱动增长格局。

“桃花姬”阿胶糕：目前公司健康消费品最大单品。“桃花姬”阿胶糕优选道地原材料，产品包装采用中国风设计，更适合高端女性和有礼品需求的人群，通过食补，自内而外焕发美丽真颜，是东阿阿胶在年轻化领域的力作，先后推出了经典口味、莲子杏仁味、红枣腰果味、草莓味等四种口味。公司在新媒体平台年轻化营销上不断取得突破，“桃花姬”和“东阿阿胶”一并荣获“2022 年度最具有社交影响力营养保健品牌”。

阿胶粉：来自国家胶类中药工程技术研究中心，历时十五年实现工艺技术重大突破，三次迭代升级，2020 年重磅上市。即冲即饮，方便时尚，拓展多元化服用场景，为开创年轻人群奠定坚实基础。公司将阿胶粉和奶茶结合，推出“阿胶奶茶”，实行跨界营销，提升品牌曝光度。阿胶粉的适用场景和人群更为广泛，公司持续深耕“阿胶+”领域，为消费者提供便捷、年轻化的滋补选择。

图 29: 2015-2022 年保健品子公司营业收入 (亿) 及增长率



数据来源: 公司公告, 东北证券

3. 年轻化战略布局, 有望客户拓新

推广形式多样, 着力打造产品年轻化。公司借机推出符合年轻人消费习惯的新品“奈雪东阿阿胶奶茶”。“奈雪东阿阿胶奶茶”受到众多与会嘉宾和年轻消费者的欢迎, 体现公司以消费者为核心的产品创新思维, 展示公司品牌日趋年轻化的发展趋势。随着当下消费者对健康需求日趋迫切, 养生逐渐年轻化, 22-30 岁的女性白领已经成为了养生的主力军, “补血养颜”成为阿胶直接联想和主要标签。“阿胶奶茶”上线一天, 获得了 1.6 亿+的话题曝光量, 5.9 万+的话题讨论, 凭借双方联合力量, 真正走进年轻女性的消费日常。

改善吃法固有印象, 直接触达年轻消费人群。消费者对阿胶的吃法用法, 一直以来存在着很多惯性固化认知, 更多人对吃阿胶的方式、时节、搭配认知其实非常模糊甚至缺失。阿胶作为一种能够与生活、饮食中很多场景进行很多丰富的搭配的健康品, 借由奶茶这种最普遍的饮食习惯走入年轻人的日常生活, 直接快捷, 触达更多年轻消费群体。

图 30: “东阿阿胶+奈雪”联名阿胶奶茶



数据来源: 东北证券

图 31: 东阿阿胶借助抖音平台进行品牌推广

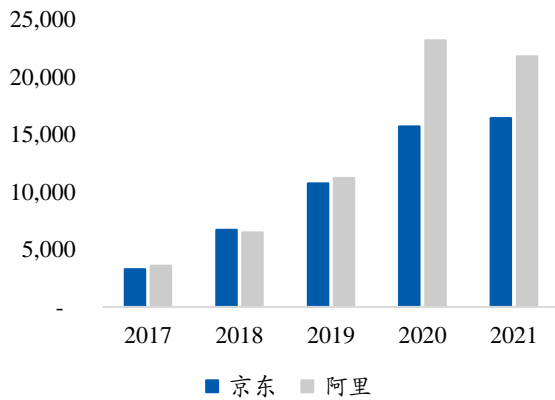


数据来源: 线上数据调研, 东北证券

深耕数字化营销模式, 线上互联网渠道增长迅速。公司持续进行数字化转型和商业模式创新, 利用已有数字化平台与工具, 采用移动互联网+的线上营销模式, 打造了

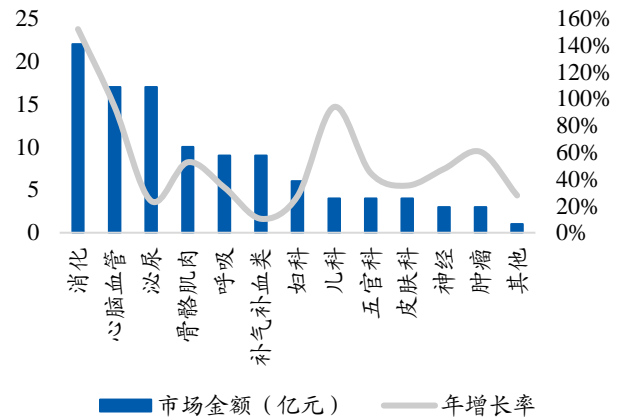
社交新零售平台“娇生活”，深入实践社群运营商业模式，迎合线上化、多元化、高性价比的新消费习惯，实践多渠道触达和消费者差异化需求满足，为消费者提供更优质的产品与服务。2021年补气补血类中成药在网上药店销售额为9亿元，为第6大品类，增速达到10%。东阿胶品牌销售额在阿里和京东等线上渠道快速增长，已实现接近4亿销售额。

图 32: 2017-2021 年京东和阿里平台东阿阿胶品牌销售额 (万)



数据来源: 线上数据调研, 东北证券

图 33: 2021 年中国网上药店中成药市场各大类金额 (亿) 及增长率



数据来源: 米内网, 东北证券

以炼行计划为依托，推动全国重点区域营销战略落实，不断提高品牌影响力。2022年7月12日，“炼行计划”于山东省东阿县正式启动。“炼行计划”以阿井水为纽带，名字取自“三千年淬炼，七十年同行”，活动宗旨是将公司对品质坚守、振兴民族中药信念和关怀消费者传递至全国各地。截止2023年3月24日，炼行计划到达江苏，已在全国重点省/市走过19站，下一站将回到起源地东阿县，也意味着此次炼行计划即将圆满结束。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

关键假设:

- 东阿阿胶 OTC 渠道收入稳健增长。复方阿胶浆 OTC 渠道稳定增长，医疗渠道开拓新增量。
- 其他产品年度增长率维持 10%，毛驴养殖业务每年增速为-5%，其他业务增速为-5%。

我们预计公司 2023/2024/2025 年营业收入为 47.69/54.39/62.08 亿元，同比增长 17.98%/14.05%/14.16%。预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 9.44/11.09/13.16 亿元，EPS 分别为 1.44/1.70/2.01 元/股。

表 7: 东阿阿胶营收拆分

营收拆分	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
阿胶系列产品	27.90	33.95	36.99	44.41	51.06	58.68
YOY	46.23%	21.70%	8.95%	20.07%	14.98%	14.92%
其他产品	2.12	2.14	1.87	1.87	2.06	2.27
YOY	16.27%	0.82%	-12.57%	10.00%	10.00%	10.00%
毛驴养殖及销售	2.96	1.79	1.03	0.93	0.84	0.75
YOY	-59.90%	-39.72%	-42.26%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
其他	1.11	0.61	0.53	0.47	0.43	0.38
YOY	-14.10%	-44.88%	-14.19%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
营业收入	34.09	38.49	40.42	47.69	54.39	62.08
YOY	15.24%	12.89%	5.01%	17.98%	14.05%	14.16%

数据来源：东北证券

4.2. 相对估值

选取 4 家 A 股上市的中药可比公司，2023 年平均 PE 为 34.80 倍。鉴于公司有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动格局，药品方面阿胶有望实现良性增长；复方阿胶浆积极开拓医疗市场，有望冲击大单品；健康消费品方面公司转变经营思路，更为贴近年轻群体，有望实现放量增长。我们预计 2023 年将实现 9.44 亿归母净利润，参考 38 倍 PE，目标价为 54.85 元，给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值

公司	代码	2021A	2022A	2023E	2024E
片仔癀	600436.SH	108.47	70.49	53.17	43.90
云南白药	000538.SZ	47.88	32.55	22.50	18.73
同仁堂	600085.SH	50.26	42.98	44.13	37.80
华润三九	000999.SZ	16.38	18.89	19.38	16.70
平均 PE		55.75	41.23	34.80	29.28

数据来源：Wind 一致预期，东北证券，截止 3 月 30 日

5. 风险提示

- 1、驴皮原材料价格波动风险；
- 2、产品 OTC 终端动销不及预期风险；
- 3、产品医疗渠道推广不及预期风险；
- 4、盈利预测及估值不及预期风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,370	6,112	7,244	8,598
交易性金融资产	1,861	1,862	1,864	1,866
应收款项	551	309	521	392
存货	1,239	1,347	1,095	1,114
其他流动资产	763	767	725	671
流动资产合计	9,784	10,397	11,449	12,641
可供出售金融资产				
长期投资净额	114	91	71	73
固定资产	1,963	1,892	1,959	2,044
无形资产	332	286	231	176
商誉	1	1	1	1
非流动资产合计	2,848	2,684	2,654	2,658
资产总计	12,631	13,082	14,103	15,300
短期借款	0	0	0	0
应付款项	238	305	321	394
预收款项	0	0	0	1
一年内到期的非流动负债	24	24	24	24
流动负债合计	2,101	2,007	2,371	2,753
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	180	180	180	180
长期负债合计	180	180	180	180
负债合计	2,281	2,187	2,551	2,933
归属于母公司股东权益合计	10,329	10,874	11,533	12,349
少数股东权益	22	21	19	18
负债和股东权益总计	12,631	13,082	14,103	15,300

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,042	4,769	5,439	6,208
营业成本	1,281	1,551	1,758	1,989
营业税金及附加	68	76	89	100
资产减值损失	-78	-41	-43	-43
销售费用	1,318	1,598	1,833	2,080
管理费用	387	455	517	590
财务费用	-67	-159	-181	-215
公允价值变动净收益	-5	2	2	2
投资净收益	35	43	66	85
营业利润	915	1,096	1,286	1,524
营业外收支净额	-3	4	5	5
利润总额	912	1,100	1,290	1,529
所得税	133	157	182	214
净利润	779	943	1,108	1,315
归属于母公司净利润	780	944	1,109	1,316
少数股东损益	-1	-1	-1	-1

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	779	943	1,108	1,315
资产减值准备	54	41	43	43
折旧及摊销	171	187	200	213
公允价值变动损失	5	-2	-2	-2
财务费用	2	2	2	2
投资损失	-35	-43	-66	-85
运营资本变动	1,245	37	445	546
其他	-76	-5	-5	-6
经营活动净现金流量	2,145	1,161	1,724	2,025
投资活动净现金流量	590	-17	-140	-169
融资活动净现金流量	-438	-402	-452	-502
企业自由现金流	2,512	958	1,359	1,606

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益 (元)	1.21	1.44	1.70	2.01
每股净资产 (元)	15.79	16.63	17.63	18.88
每股经营性现金流量 (元)	3.28	1.78	2.64	3.10
成长性指标				
营业收入增长率	5.0%	18.0%	14.0%	14.2%
净利润增长率	77.1%	21.1%	17.4%	18.7%
盈利能力指标				
毛利率	68.3%	67.5%	67.7%	68.0%
净利润率	19.3%	19.8%	20.4%	21.2%
运营效率指标				
应收账款周转天数	31.60	25.00	20.00	19.00
存货周转天数	405.24	300.00	250.00	200.00
偿债能力指标				
资产负债率	18.1%	16.7%	18.1%	19.2%
流动比率	4.66	5.18	4.83	4.59
速动比率	4.03	4.45	4.32	4.14
费用率指标				
销售费用率	32.6%	33.5%	33.7%	33.5%
管理费用率	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
财务费用率	-1.7%	-3.3%	-3.3%	-3.5%
分红指标				
股息收益率	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%
估值指标				
P/E (倍)	33.64	36.02	30.67	25.85
P/B (倍)	2.58	3.13	2.95	2.75
P/S (倍)	6.59	7.13	6.25	5.48
净资产收益率	7.6%	8.7%	9.6%	10.7%

研究团队简介:

刘宇腾: 中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

赵朝旋: 复旦大学金融硕士, 北京大学理学学士。2022 年加入东北证券, 现任东北证券医药组研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区洗村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

