

东阿阿胶（000423.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	400.70亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	46.98	DDM估值 上行空间	32%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	302.54亿	状态	偏低估	产业格局	★★★★★
PE-TTM	18.02	价值	433.82亿	护城河	★★★★★
PB-MRQ	3.04	动态估值 上行空间	43%		
		状态	偏低估		

核心评级结论

东阿阿胶是阿胶领域龙头，隶属华润集团，专注阿胶及滋补产品。旗下东阿阿胶、复方阿胶浆、“桃花姬”等产品广受认可，并打造“皇家围场1619”等男士滋补品牌，引领中式滋补健康潮流。

公司成长空间较好，未来营收增速处于中等偏上水平，公司盈利趋势一般，盈利展望较为中性，基本与行业同步。公司产业格局优异，上下游议价能力强、替代风险低，主要系上游原材料来源较为分散，下游直接面向消费者/渠道，因此在产业链具有议价能力，同时由于消费者对阿胶补气血的长期认知，产品较难被替代。公司护城河较深，品牌和线下渠道具有优势，主要系东阿阿胶几乎成为高端阿胶的代名词，品牌认可度高。

随着老龄化进程以及健康消费需求的提升，阿胶块基本盘稳固，复方阿胶浆和阿胶速溶粉目标人群渗透率有望提升至当前阿胶块的水平。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前估值偏低估。

我们区别于市场的观点

市场担忧阿胶随着多年的销售和推广在核心客户中的渗透率已经到达瓶颈，后续业绩增长动力不足。我们认为公司核心产品阿胶块基本盘稳固，后续增长看点在于复方阿胶浆和阿胶速溶粉在其对应潜在客户中渗透率的提升，同时公司通过“阿胶+”和“+阿胶”策略不断丰富产品矩阵为成长提供动能。

风险提示

原材料价格波动：公司核心原材料为优质驴皮，历史上驴皮价格出现过较大幅度波动，我们认为其具有一定周期属性，因此在后续假设中使用周期中枢值进行测算。但近期畜牧业协会相关人员表示我国正面临“缺驴”危机，若势态进展超预期，或大幅影响驴皮价格，进而影响公司利润水平。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 供应商集中度	5
3.4 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

东阿阿胶股份有限公司隶属央企华润集团，前身为1952年创立的山东东阿阿胶厂，1996年在深交所挂牌上市。公司专注于阿胶及系列产品，是行业标准制定者。旗下产品多样，东阿阿胶是OTC第一大单品与滋补养生第一品牌；复方阿胶浆传承四百多年；“桃花姬”阿胶糕受女性喜爱；阿胶速溶粉便捷养生。此外，公司布局男士滋补，推出“皇家围场 1619”等产品畅销国内外，是滋补健康引领者。

2. 业务介绍

对于东阿阿胶公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

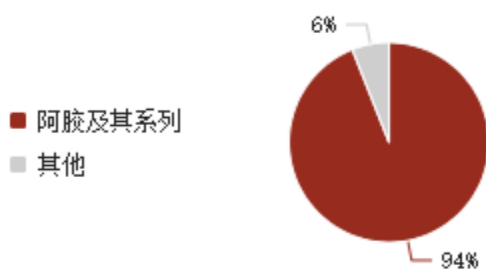
阿胶及其系列：

公司阿胶及系列产品主要包括阿胶块、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕和阿胶速溶粉等，其中阿胶块传承近3000年，是滋补名贵中药材与OTC第一大单品；复方阿胶浆源自明代古方，补气养血；“桃花姬”阿胶糕引领滋补潮流；阿胶速溶粉便捷即冲即饮。该业务上游依托驴养殖获取优质驴皮，下游通过连锁药店、商超、线上电商平台等渠道触达消费者。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他：

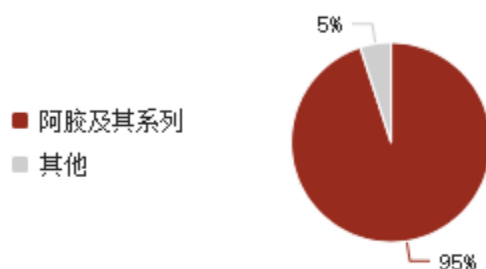
公司其他产品主要包括“皇家围场1619”品牌下的健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液等独家批文产品，以及40余种战略储备产品，其中“皇家围场1619”系列主打温补肾阳、固本培元，专门拓展男士滋补养生新人群。该业务上游依托道地中药材种植基地保障原料品质，下游通过连锁药店、男士健康专属渠道及线上平台等触达目标消费者。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司产品具有消费品属性，需要较高营销强度，增强消费者/患者对品牌的了解以及零售终端对产品的推介。公司产品不依靠单一客户或供应商，整体供应链集中度较低，在产业链中具有议价能力，能够实现较高利润水平。公司全产业链布局，上游驴养殖和加工需要较多基础设施，因此公司具有较高资产强度。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

资产强度旨在衡量公司长期经营性资产绝对值及收入对其依赖程度，2024年公司固定资产和在建工程合计约18亿，固定资产周转率为3.26次，处于较高水平。公司固定资产中房屋及建筑物占比高，主要由于阿胶生产特殊需求以及原料储存要求，公司拥有较多的专业厂房，同时公司全产业链布局，拥有养驴基地、驴屠宰加工厂，这些上游设施也属于房屋及建筑物。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 **高**

营销强度旨在衡量公司业绩对营销的依赖程度，2024年公司销售费率为33.33%，处于高水平。公司核心产品属于滋补养生品类，具有较强消费属性，较为依赖各项营销活动来加大产品曝光度，增强消费者对其新产品的了解，同时提升优势产品在年轻消费群体的认可度，共同驱动业绩增长。

3.3 供应商集中度

低 较低 **中等** 较高 高

供应商集中度旨在衡量公司对上游依赖程度，2024年公司前五供应商采购额占比为30.02%，处于中等水平。公司上游主要为优质驴皮供应商，由于毛驴的养殖对气候有一定要求，并且受养殖历史的影响，当前部分地区集中度较高，因此整体供应商集中度处于中等水平，高于其他中药行业公司。

3.4 整体供应链集中度

低 **较低** 中等 较高 高

整体供应链集中度旨在衡量公司对上下游的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为29.82%，前五供应商采购额占比为30.02%，综合处于较低水平。公司产品上游主要为优质驴皮供应商，下游为渠道/消费者，公司在整体产业链中话语权较强，具有较强的议价能力，有助于公司维持较高利润水平。

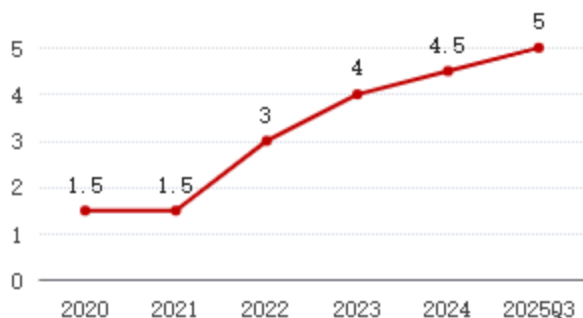
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力和成长能力强、业务控制力及财务健康表现较好、股东回报优秀，且均呈现上升态势，主要系近年公司加强渠道库存管控，实现业绩的健康成长，同时公司品牌力较强，带来强劲的盈利能力，现金流表现优异，公司重视投资者回报，分红比例高。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



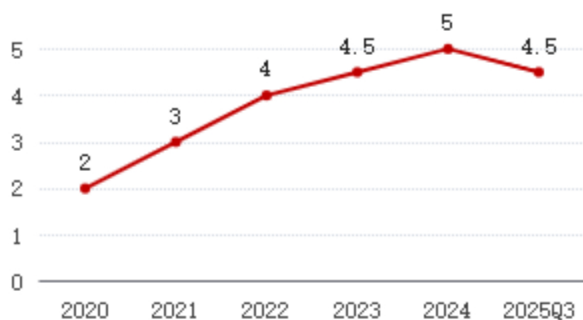
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力强，且呈现上升趋势，2024年ROE高于15%，扣非净利率近25%，近五年均呈现上升态势。2018年以前由于公司产品频繁提价，经销商大量囤货，导致渠道价格体系混乱、应收账款大幅增加。2019年公司主动压缩渠道库存，控制发货，导致业绩大幅下滑，2020年逐步消化库存压力，2021年开始步入良性成长期。由于公司阿胶产品定位高端市场，毛利率高，具有较强盈利能力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



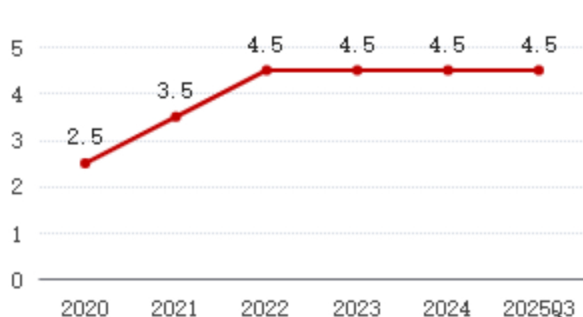
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力优秀，且呈现上升趋势，2024年营收增速超25%，归母净利润增速超35%，近五年实现较快增长。2018年以前由于公司产品频繁提价，经销商大量囤货，导致渠道价格体系混乱、应收账款大幅增加。2019年公司主动压缩渠道库存，控制发货，导致业绩大幅下滑，2020年逐步消化库存压力，2021年开始步入良性成长期。近年得益于复方阿胶浆医保支付范围的扩大，公司维持高速增长。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



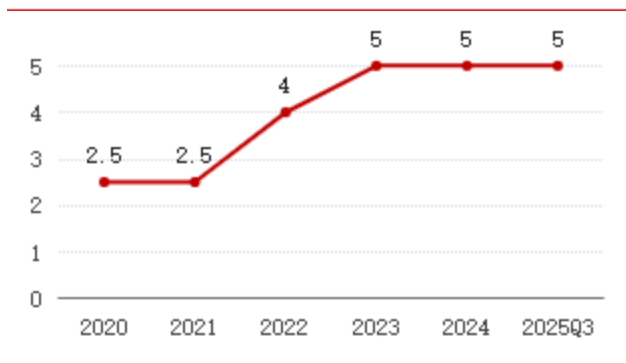
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现较好，2024年经营性现金流净额/营业总收入为36.66%，高于行业平均，主要系公司自2019年起加强渠道库存管控，提升回款效率，公司现金流情况逐年好转；上下游净占款/总资产为2.28%，高于行业平均，主要系公司整体供应链集中度较低，公司具有较强话语权，能够实现一定比例的占款。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报优秀，2024年现金分红比例近100%，股息率近4%，主要由于公司盈利能力强，同时作为消费级中药企业，无需大规模的资本开支，研发费用控制在合理水平，现金流情况良好，并且公司隶属央企华润集团，积极响应国家政策，增强投资者回报，分红比例高。

5. 四维评级

公司具有极强的护城河优势以及优质的产业格局，主要源于公司较高的品牌认可度。东阿阿胶几乎作为阿胶的代名词，在阿胶领域认可度极强，在高端滋补养生领域，品牌是核心竞争力，这也导致整个产业内较难出现新竞争者，公司的品牌护城河得以持续。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力较强，未来5年营收CAGR预计高于10%。公司产品在滋补养生领域具有较强品牌力，阿胶块基本盘稳固叠加新兴产品贡献高增长，有望随着居民健康消费需求的提升而稳健增长。

阿胶及其系列(3.5星)：

公司阿胶及其系列产品成长能力较强，未来5年该业务营收CAGR预计达10%以上。受益于居民健康消费意愿的增长，复方阿胶浆有望继续实现快速增长，同时随着加大营销强度，阿胶糕和速溶粉有望实现高增长，叠加传统优势产品阿胶块稳固的基本盘，该业务有望实现稳健增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势一般，毛利率或维持较高水平，市占率基本稳定。公司深耕阿胶行业多年，高端化定位深入人心，为公司高毛利水平奠定基础，由于阿胶市场较为成熟，竞争格局较为稳定，短期市占率稳定。

阿胶及其系列(3星)：

公司阿胶及其系列产品盈利趋势一般，主要系未来供需趋势、盈利展望都较为中性。由于公司此前有过频繁提价致渠道库存积压，大幅影响公司业绩的情况，因此预计公司接下来提价等行为会相对谨慎，盈利能力变化趋势和行业同步。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司产品上游原材料来源较为分散，下游直接面向消费者/渠道，因此公司在产业链具有议价能力。由于消费者对阿胶补气血的长期认知，产品较难被替代。

阿胶及其系列(4.5星)：

公司阿胶及其系列产品产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司产品下游直接面向消费者/渠道，客户分散，上游原材料来源较为分散，因此上下游议价能力较强。由于阿胶多年来在消费者心中补气血的认知，较难被其他品类替代，基本盘稳固。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现优异，主要系盈利能力强，经壹评级调整后ROE、ROIC处于45%左右，来源于其品牌和线下渠道护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
阿胶及其系列	(5星)公司阿胶及其系列产品护城河宽度优异，主要系盈利能力较强，经壹评级调整后ROE、ROIC近50%。同时公司市占率较高，在阿胶市场市占率排名第一。	(3.5星)公司阿胶及其系列产品护城河持续性较好，其核心护城河来源为品牌和渠道优势。东阿阿胶几乎成为高端阿胶的代名词，品牌认可度高，预计可以维持。渠道方面，由于当前线上电商的火热，以及传统药店的承压，未来渠道护城河可能减弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

随着老龄化进程以及国民健康生活需求的提升，阿胶块目标人群渗透率有望轻微提升，复方阿胶浆和阿胶速溶粉目标人群渗透率有望提升至当前阿胶块的水平。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前估值偏低估，主要系公司近期现金流情况出现变化，同时中药行业当前关注度较低。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：阿胶及其系列、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

阿胶及其系列：

收入假设：

1) 潜在客户人数：阿胶块为全国高净值家庭的年龄30+女性（约500万人），阿胶速溶粉为全国高净值家庭的15-30岁女性（约120万人），复方阿胶浆为全国中产+高净值家庭年龄15+人群（约9500万人）。

2) 渗透率：由于阿胶块为公司较为成熟产品，预计较难大幅增长，渗透率小幅提升1%，复方阿胶浆和阿胶速溶粉渗透率提升至当前阿胶块的渗透率水平（约7.7%）。

3) 年服用费用：阿胶块和阿胶速溶粉为日常保养使用，故使用365天*日服用费用（阿胶块约为6570元，阿胶速溶粉约为8600元），复方阿胶浆主要为秋冬季保养使用，故使用32天*日服用费用（复方阿胶浆约为560元）。

盈利能力假设：

考虑到公司产品定位高端化，能够维持较高毛利率（约74%），同时阿胶速溶粉利润水平更高（毛利率80%左右），随着其占比的提升有望对冲成本端可能存在的涨价对利润的侵蚀，因此给予其毛利率基本持平，远期略降的假设（降至约73%）。

其他：

收入假设：

考虑到公司虽布局男性滋补赛道，但当前未见明显增长态势，故仅考虑老龄化影响下整体滋补养身行业的增长，给予其5%增速。

盈利能力假设：

由于公司品牌未涉及低端化产品，并且随着剥离毛驴贸易等低利润水平业务，公司其他业务盈利能力将持续改善，但考虑到品牌力或不如阿胶领域内如此强劲，故远期毛利率低于阿胶及其系列。

表2：公司整体业绩预测

东阿阿胶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.4	47.2	59.2	69.2	80.4	92.0	99.3	105.0
归母净利润(亿)	7.8	11.5	15.6	18.5	21.7	24.7	24.9	25.1
归母净利润增速(%)	77.1	47.5	35.3	18.6	17.5	13.8	0.8	0.9
经营性净利润(亿)	7.1	10.5	14.2	18.2	21.4	24.4	24.5	24.7
经营性净利润增速(%)	97.0	47.2	35.1	28.1	17.6	14.1	0.6	0.9
经营性归母净利润(亿)	7.1	10.5	14.2	18.2	21.4	24.4	24.5	24.7
经营性归母净利润增速(%)	96.5	46.9	35.2	28.1	17.6	14.1	0.6	0.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

阿胶及其系列	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	37.0	43.6	55.4	65.2	76.3	87.6	94.7	100.2
收入增速(%)	9.0	18.0	27.0	17.6	17.0	14.9	8.0	5.8
经营性净利润(亿)	8.0	10.5	13.8	17.7	20.7	23.6	23.7	23.9
经营性净利率(%)	21.7	24.0	24.9	27.1	27.2	26.9	25.0	23.9
经营性净利润增速(%)	101.0	30.9	31.8	28.0	17.1	13.9	0.4	0.9
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.4	3.5	3.8	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8
收入增速(%)	-24.5	2.5	7.3	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-0.9	0.0	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
经营性净利率(%)	-25.8	0.1	9.3	11.5	15.2	17.3	17.8	17.0
经营性净利润增速(%)	-139.6	100.6	6532.5	31.0	38.8	19.4	7.7	0.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
阿胶及其系列	3.9%	中低	非常好	较强	8.0%	15.13	23.8
其他	5.0%	中等-	一般	一般	8.0%	12.15	0.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
阿胶及其系列(亿)	75.8	265.2	341.0	77.5	-	-	418.6
其他(亿)	2.7	7.3	10.0	5.3	-	-	15.3
公司整体测算(亿)	78.5	272.5	351.0	82.8	-	-	433.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
阿胶及其系列(亿)	182.9	124.0	307.0	77.5	-	-	384.5
其他(亿)	6.5	4.4	10.9	5.3	-	-	16.2
公司整体测算(亿)	189.5	128.4	317.9	82.8	-	-	400.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性处于中等偏上水平，主要系公司所处行业产业格局较好，但由于公司历史上因自身原因出现过较大幅度业绩波动，并且公司产品当前仍主要在线下各渠道销售，缺少高频销售数据进行参考，对确定性存在一定削弱。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。