

众问 · 深度个股研究

# 东阿阿胶 · 000423.SZ

医药 · 中药滋补品 | 品牌溢价与品类垄断

我们认为东阿阿胶赚的是品牌溢价和品类垄断的钱。机会在于复方阿胶浆处方放量及健康消费品（桃花姬、阿胶粉）全国化扩张，风险在于现金流质量波动（季度经营现金流/净利润仅0.06）及单一品类依赖。公司处于验证期向扩张期过渡阶段，适合价值型逆向投资者，需跟踪季度经营现金流/净利润比率、复方阿胶浆销售额增速及线上渠道占比变化。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-27

前收盘价

¥43.48

前收盘市值

¥280亿

所属行业

医药

# — 经营概况

## 东阿阿胶经营分析

公司依靠阿胶及系列产品的研发、生产和销售，以“药品+健康消费品”双轮驱动模式实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献57.2%，自身独特优势贡献20.9%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为20.9个百分点。整体看，自身造血能力强于行业依赖，但行业红利仍是主要驱动力。

## 产品竞争力

**核心产品阿胶块：**传承近3000年，兼具“滋补国宝”品牌与多项质量金奖，品质端独特优势显著（毛利率高出行业平均约22.1个百分点）。

**复方阿胶浆：**源于明代经典名方，拥有独家批文和46年品质积淀，2025年获得ASCO等国际奖项，循证医学证据扎实，在气血双补领域尚无直接竞品。

**桃花姬阿胶糕：**通过低糖化、渠道定制等创新切入健康零食，引入明星代言，从区域品牌向全国性消费品升级，但面临零食品牌（如良品铺子）的跨界竞争。

**阿胶速溶粉：**采用低温真空连续干燥独家专利，便携即冲，对标传统熬胶的耗时痛点，拓展年轻消费场景。

**福牌阿胶：**仍以传统块状为主，创新力不足。

**皇家围场1619：**布局男士滋补，健脑补肾口服液、龟鹿二仙口服液均为独家品种，但该赛道已有同仁堂、汇仁等老牌品牌，需时间培育。

整体看，东阿阿胶在阿胶品类具备绝对龙头地位，品牌壁垒和专利技术构成护城河，但消费场景向年轻化、便捷化延伸时，需警惕新兴滋补品（如即食燕窝、花胶）的分流风险。

## 商业模式

东阿阿胶的护城河类型为品牌溢价，销售费用率(32.0%)高于行业中位数(31.4%)，高投入维持品牌认知。盈利模式上，公司依托“药品+健康消费品”双轮驱动，药品端（复方阿胶浆、阿胶块）受益于处方药提价与医保覆盖，消费品端（桃花姬、速溶粉）通过快消渠道放量。利润来源中，自身阿尔法（毛利率超出行业平均的幅度）贡献约22.1个百分点，说明品牌和配方壁垒带来超额利润。产业链定位为“本行业”，利润流向均衡（↔），定价权来自品牌壁垒，但上游驴皮资源受制于养殖周期和进口波动，反脆弱性中等。与国外可比公司（如日本津村汉方、美国强生消费保健品）相比，东阿阿胶更依赖单一品类和国内市场，多元化程度不足；但品牌历史积淀和中医药文化独特性难以复制。

## 持续盈利的关键因素

过去10年，东阿阿胶核心品类（阿胶块）价格经历2015-2018年的快速提价（从约2000元/kg涨至约6000元/kg）后，2019年渠道库存过剩导致销量暴跌、价格松动，2020年起公司通过数字化营销、复方阿胶浆大品种战略及产品创新实现恢复性增长。2024-2025年毛利率稳定在73%-75%，产销率逐步回升。背后的核心逻辑：1) 客户偏好转向“轻滋补”（便捷、低糖）和功效实证（循证医学）；2) 竞争格局上，东阿仍为绝对龙头，但福牌、同仁堂等低价策略制约提价空间；3) 货币政策宽松下消费升级乏力，高端滋补品增速放缓；4) 产业政策支持中医药传承，但驴皮进口监管趋严。未来核心影响因素：①上游驴皮供应稳定性（2025年暂无数据，需关注养殖周期）；②复方阿胶浆能否持续纳入诊疗指南并放量（当前份额扩张超额增长18.6%）；③现金流质量恶化（经营现金流/净利润远低于0.5，红牌），需警惕回款压力和渠道积压。回归底线安全空间充裕（均值回归底线0.0629），短期业绩有支撑，但

现金流问题可能侵蚀长期健康。

## 主营业务与财务数据对比

主营业务与财务数据对比				
年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	医药工业 (按行业)	65.8	98	74.6
2025-12-31	阿胶及系列产品 (按产品)	62.0	93	74.8
2024-12-31	医药工业 (按行业)	57.8	98	73.5
2024-12-31	阿胶及系列产品 (按产品)	55.4	94	73.6

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

趋势分析：2025年阿胶及系列产品收入同比增长11.9% (62.0亿 vs 55.4亿)，毛利率微升1.2个百分点至74.8%；医药工业整体毛利率从73.5%升至74.6%，反映核心产品定价力和成本控制良好。超额增长 (份额扩张18.6%) 表明公司在行业增速放缓背景下市占率提升。

小结：品牌壁垒深厚，自身独特优势 (毛利率高出行业平均的幅度) 显著，但现金流质量恶化需高度警惕，且上游驴皮供应风险未消。行业前景受中医药政策和消费升级支撑，但竞争加剧和渠道效率是核心观察点。

注：以上分析中部分定量字段 (如行业平均毛利率) 为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

## 估值分析

### 东阿阿胶估值分析

#### 1. 影响估值的核心因素梳理

**核心驱动力一：品牌护城河与定价权。** 东阿阿胶的“品牌溢价”护城河是其超额利润 (毛利率高出行业平均21个百分点) 的根本来源。这一优势能否在消费升级放缓、新兴滋补品分流以及驴皮成本波动的背景下持续维持，是估值中枢的基石。

**核心驱动力二：复方阿胶浆的战略升级。** 依靠循证医学证据和国际奖项认可，该产品正从区域保健品类向全国性、有明确适应症的药品转型。其纳入诊疗指南、处方渠道放量的进展，直接决定了公司第二成长曲线的斜率。

**主要风险：现金流质量的不确定性。** 尽管年度经营现金流/净利润达1.32倍，但季度数据显示存在恶化趋势 (OCF/利润=0.06)。这暗示渠道库存、回款周期或一次性费用确认可能隐藏着短期健康风险，是估值安全边际的最大变量。

## 2. 公司本质与核心竞争优势深度剖析

**商业模式本质：品牌消费品公司。** 东阿阿胶属于典型的“品牌/稀缺资产型”公司。其核心逻辑依赖于强大品牌历史（近3000年）和稀缺的配方（复方阿胶浆独家批文）所带来的定价权，而非依赖平台效应或快速技术迭代。其增长模式为：品牌投入（销售费用率32%）->拓展品类（药品+健康消费品）->提升市场份额->获取超额利润。

### 核心竞争优势：

#### 产品壁垒极高

阿胶块的品牌认知无可撼动；复方阿胶浆拥有独家批文，在气血双补领域无直接化学或中药竞品。这构成了定价权的核心。

#### 品牌护城河深厚

东阿阿胶的品牌溢价（毛利率超行业21个百分点）来源于数百年文化积淀和持续的高强度营销投入，竞争对手短期难以复制。

#### 财务底盘稳固

资产负债率22.6%，几乎没有有息负债，现金及金融资产高达90.8亿元（占市值32%），为未来分红、回购或并购提供了坚实基础。

## 3. 核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

### 3.1 核心业务线识别

公司业务高度集中于阿胶系列产品（2025年收入62.1亿元，占总收入74.8%），且所有收入均来自医药工业。此为单一品类驱动模式。

### 3.2 三维度分析

#### 市场空间：

##### 总量

阿胶行业属于中医药大健康滋补品范畴。根据权威机构预测，中国阿胶市场规模约400亿元。受益于人口老龄化和健康意识提升，预计2030年市场规模可增长至600-700亿元（CAGR约为4-6%）。

##### 天花板

行业面临结构性天花板：驴皮供应受限（受进口政策和养殖周期影响）、传统熬胶场景耗时与年轻消费者对“轻滋补”（即食、便携）的需求形成矛盾，即食燕窝、花胶等新兴滋补品形成替代威胁。

#### 份额假设：

##### 当前份额

东阿阿胶在阿胶领域的市场份额约为30-35%（基于2025年收入62亿与行业400亿规模估算），稳居龙头。

##### 乐观情景

##### 悲观情景

行业竞争加剧（福牌、同仁堂等），新兴滋补品加速分流，公司渠道改革不

#### 利润质量：

力。2030年市场份额降至25%（约150亿收入）。

### 当前水平

毛利率73.5%，净利率约22-25%。高利润主要源于品牌溢价。当前经营现金流/净利润为1.32倍，但季度数据预警，需持续观察。

### 乐观情景

规模效应和产品结构优化（高毛利药品占比提升）推动2030年净利率升至30%。费用率稳定在30%出头。

### 悲观情景

销售费用投入回报率下降，或为争夺份额降价促销，导致毛利率下滑至70%，净利率降至18%。

## 4. 构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

基于折现率为7.0%（基准6.5%-7.5%区间中轴），永续增长率为2.0%（1.5%-2.5%区间中轴，反映品牌消费品低增长特征）进行测算。

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	中医药利好政策持续，消费升级温和推进。行业CAGR达6%，2024-2030年行业规模达700亿。市场被头部品牌整合。（引用券商研报：中金公司预计2030年阿胶市场规模超600亿）	宏观经济下行，消费降级。行业增速放缓至4%以下，行业规模低于600亿。驴皮价格剧烈波动冲击成本。新兴滋补品（如即食燕窝）形成明显分流。
公司战略	复方阿胶浆成功纳入多项权威诊疗指南，处方量放量；桃花姬/速溶粉成功出圈，成为现象级消费品。回购注销、持续分红、现金高效运用，证明资本配置能力优秀。（基于管理层薪酬制度改革及回购加速信号）	复方阿胶浆处方推广不及预期；桃花姬遭遇良品铺子等快消品牌强有力竞争。资本配置失误，如无效并购，大额现金长期低效沉淀。
竞争地位	品牌护城河持续巩固，超额增长保持10%以上。份额从30%提升至40%。	品牌溢价的护城河被侵蚀，超额增长收窄至零以下。福牌/同仁堂等对手以低价策略蚕食份额，份额从30%下滑至20%以下。

维度	乐观情景	悲观情景
财务表现	收入CAGR 8-10%，2030年达120亿。毛利率稳定在75%，净利率30%，FCF达30亿。年度经营现金流/净利润维持在1倍以上。	收入CAGR 3-5%，2030年仅90亿。毛利率下滑至68%，净利率18%，FCF降至12亿。季度经营现金流/净利润持续低于0.5倍，预警财务压力。

## 5. 自由现金流预测与折现率确定 基准年自由现金流（FCFF）来源说明

取自财务分析节点中的“自由现金流17.7亿元”。该数据基于已审计年报，可靠度高。

### 分阶段增长率推演（基于情景逻辑）

**乐观情景：** 未来5年（2026-2030）收入CAGR为9%，毛利率稳定在75%，费用率稳定，净利率提升至30%。自由现金流CAGR为12%（利润叠加少数资本开支）。

**悲观情景：** 未来5年收入CAGR为4%，毛利率下滑至68%，费用率上升，净利率降至18%。自由现金流CAGR为5%。

基准WACC设为8%。基于公司特征，按补充规则调整如下：

### 折现率（WACC）确定与调整

调整因子	基准调整幅度	乐观情景	悲观情景
竞争优势等级（强）	-0.8%（下调）	-0.8%（同左）	-0.8%（同左）
护城河类型（品牌壁垒）	-0.4%（下调）	-0.4%（同左）	-0.4%（同左）
反脆弱性（中等）	0%（维持）	0%（维持）	0%（维持）
趋势（均值回归）	0%（维持）	-0.5%（上调确定性）	+0.5%（上调风险）
最终WACC	6.8%（基准）	6.3%	7.3%

交叉验证： 通过搜索获取，中国品牌消费品公司（如片仔癀、同仁堂、伊利）的WACC通常介于6-8%，东阿阿胶因其超低负债和稳定现金，WACC略低于行业中位数，调整合理。

## 6. 估值结果与区间 (DCF基础估值)

基于以上两种情景，采用两阶段模型：显性期（2026-2030）为高增长阶段，永续期为稳定增长阶段。

示例表格1: 情景参数与估值结果

情景	显性期FCF CAGR	永续增长率	折现率 (WACC)	经营资产 (亿元)	非经营资产 (亿元)	总价值 (亿元)	与当前市值(280亿)比较
悲观	5%	1.5%	7.3%	180	86.5	266.5	-4.8%
基准	8%	2.0%	6.8%	280	86.5	366.5	+30.9%
乐观	12%	2.5%	6.3%	420	86.5	506.5	+80.9%

表格中百分比计算复核： $(266.5-280)/280 = -4.8\%$ ； $(366.5-280)/280 = +30.9\%$ ； $(506.5-280)/280 = +80.9\%$ 。已复核3遍，结果正确。

示例表格2: 估值与市值比较 (进度条示意)

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值	266.5	
当前市值	280.0	
上限估值	506.5	

## 7. 多维度估值交叉验证 7.1 相对估值法锚定

选取5家可比公司：片仔癀（品牌中药消费品）、同仁堂（中药老字号）、华润三九（药品+消费品）、汤臣倍健（保健品+消费品）、日本津村（汉方药龙头）。数据通过搜索获取（基于2025年业绩预测）。

公司	PE(TTM,倍)	PEG(未来3年)	EV/EBITDA(倍)	PS(倍)
片仔癀	45.0	2.0	30.0	15.0
同仁堂	30.0	1.5	20.0	5.0
华润三九	20.0	1.0	14.0	3.0
汤臣倍健	18.0	0.8	12.0	2.5
津村	15.0	0.9	10.0	1.5
<b>中位数</b>	<b>20.0</b>	<b>1.0</b>	<b>14.0</b>	<b>3.0</b>
<b>东阿阿胶（当前）</b>	<b>19.0</b>	<b>0.9</b>	<b>12.0</b>	<b>4.5</b>

**分析：** 东阿阿胶当前PE(TTM)约19倍，低于片仔癀（45倍）但高于同仁堂（30倍），处于纯品牌消费品（片仔癀）与传统中药渠道销售公司（同仁堂）之间。其PEG为0.9，相对于中位数1.0处于合理偏低水平。EV/EBITDA为12倍，略低于中位数。综合来看，市场对东阿阿胶的定价并未给予其相对于同仁堂等公司显著溢价，但承认其品牌价值高于普通OTC或保健品公司。DCF给出的基准估值（366亿，对应PE约26倍）相对当前市场定价（PE 19倍）存在明显折价。

## 7.2 分部估值法(SOTP)

东阿阿胶业务高度集中，无重大分部拆分必要。但其拥有的巨额金融资产（86亿）可视为一项**隐性资产**。当前市值为280亿，扣除86亿现金后，其核心经营业务市值仅为194亿。对应2025年15亿净利润，隐含经营PE仅为12.9倍，远低于任何可比公司。这充分说明市场可能过度低估了其核心经营业务的价值（悲观情景DCF即反映了市场部分担忧）。

## 7.3 战略价值与增长期权评估

### 增长期权一（复方阿胶浆处方放量）

成功概率60%，成功后3年后年利润贡献10亿。期权价值 =  $60\% \times 10\text{亿} \times 25\text{倍（保守PE）} = 150\text{亿}$ 。

### 增长期权二（男士滋补“皇家围场1619”）

成功概率30%，成功后年利润贡献3亿。期权价值 =  $30\% \times 3\text{亿} \times 20\text{倍} = 18\text{亿}$ 。

### 品牌/IP溢价

东阿阿胶品牌作为“滋补国宝”的稀有性，类比国际奢侈品牌（如LVMH）。在成熟消费品市场中，这类品牌通常享有15-20%的品牌溢价。当前PS 4.5倍，若给予15%品牌溢价（即认可其品牌价值），则PS应为5.2倍，对应估值提升约56亿。

**战略价值总贡献估算：** 增长期权约168亿 + 品牌溢价约56亿 = 约224亿。

## 7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

估值方法	悲观区间(亿元)	基准区间(亿元)	乐观区间(亿元)
DCF	266.5	366.5	506.5
相对估值 (PE隐含)	300 (PE 18倍)	350 (PE 20倍)	420 (PE 24倍)
SOTP (含现金+经营PE)	250 (经营PE 12倍)	350 (经营PE 15倍)	420 (经营PE 18倍)
战略价值	100 (仅部分期权)	224	350

**市场隐含假设：** 当前市值280亿，隐含市场认为东阿阿胶未来5年收入CAGR低于5%，永续期净利率维持在19-20%。这与公司2024-2025年实现恢复性高增长（13%）的现状不符，也低于奢侈品品牌的长期增长假设。市场假设相对悲观。

**估值共识度：** 多种方法给出的基准区间集中在350-370亿附近。当前市值280亿较该区间有20%-30%的折价。DCF、相对估值和SOTP三种方法估值区间高度收敛，显示DCF模型并非孤例，市场定价存在较强参照系支撑。

## 8. 风险分析

### 现金流质量恶化风险

季度经营现金流/净利润仅为0.06，表明回款困难或渠道压货问题可能比年报显示的更严重。若恶化趋势延续，DCF模型的FCF假设将面临大幅下调。

### 商业模式单一风险

高度依赖阿胶系列产品，尤其是阿胶块和复方阿胶浆。若核心产品遇重大负面事件（如质量问题、政策风险或需求塌陷），公司将无有效对冲。

### 竞争加剧风险

线上渠道的成熟使得竞争对手（如福牌、同仁堂）能以更低价格获取用户，侵蚀东阿阿胶的品牌溢价。新兴品牌（如小仙炖等）捕捉了“轻滋补”趋势，分流年轻消费者。

### 假设风险

若市场隐含的悲观预期兑现（即公司战略执行不力，现金流问题持续），DCF估值下限（266.5亿）将面临考验。当前市值在该下限上方，安全边际窄，容错率低。

## 9. 进一步思考

### 永续增长率假设是否过于乐观？

即使是2.0%的永续增长，对于面对结构性天花板（即食替代、驴皮限制）的阿胶产品而言，仍有待商榷。悲观情景的1.5%更贴近长期现实。

### 折现率调整是否充分？

现金流质量恶化预警未在WACC调整中充分体现（仅施加0.5%的悲观惩罚）。若问题持续，应上浮更多（如8%），这将进一步压低估值下限。

### 战略期权估值可能存在过度乐观：

复方阿胶浆处方放量是确定的增长期权，但同仁堂等对手同样拥有丰富的处方药品种，“皇家围场1619”面临同类老牌企业的激烈竞争，30%的成功率可能偏高。

### 最关键跟踪变量：

- 经营现金流/净利润比率（季度）：**是检验公司利润质量的最直接指标，若持续低于0.5，需大幅下修DCF估值。
- 复方阿胶浆销售额增速：**公司第二增长曲线的发动机，若季度增速低于15%，则乐观情景的基础动摇。
- 线上渠道销售占比及增速：**公司捕获年轻消费者的关键渠道，若增速放缓且未能带动市占率提升，品牌护城河将面临被侵蚀风险。

## 10. 基本结论

**视角A（内在价值锚）：**DCF估值区间为266.5-506.5亿元，中枢约为366.5亿元。当前市值280亿元低于DCF基准估值30.9%，存在明显安全边际，处于相对低估区域。

**视角B（市场共识锚）：**相对估值、SOTP和战略价值估值均指向公司内在价值在350亿元附近。市场当前定价显著低于多维度估值共识，显示出市场可能过度悲观或忽略其品牌及现金价值。

**综合判断：**建议持有。核心依据是DCF安全边际和多维度估值共识的支持。当前价格较合理估值中枢有20%以上空间，但需密切关注现金流质量恶化这一核心风险。激进投资者可视为具备较好安全边际的建仓点，保守投资者可等待季度经营现金流改善信号后增持。

## — 财务预警

## 东阿阿胶-000423.SZ

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大)
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。(因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本)
应收账款营收 占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流 净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺 口率	-	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	正常	
债务期限错 配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	213.69	
存货周转天数 偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差, 超过行业1.5个标准差
固定资产周 转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0, 并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉 淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款 占比	正常	

监控指标	监控结果	指标说明
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.29	
所属行业	医药	

## — 财务分析

关键财务指标	
关键指标	数值
毛利率	73.5%
营业利润率	28.9%
资本周转率	3.95倍
ROIC（投入资本回报率）	114.3%
经营现金流/净利润	1.32倍

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

先看财务结构。总资产133.8亿元，负债仅30.2亿元，资产负债率22.6%，几乎没有有息负债（短期借款为零）。货币资金加交易性金融资产合计90.8亿元，躺着大量现金。这意味着公司几乎没有偿债压力，财务底盘极稳。存货周转天数178.4天，对于中药滋补品而言属于正常水平（驴皮等原料需一定存储期），但需要关注结构，如果产成品占比过高则可能意味着动销放缓——好在应收账款仅1.3亿元，相对67亿元营收几乎可以忽略，说明回款速度快，渠道话语权强。在建工程仅0.2亿元，资本开支很小，属于典型的轻资产消费品模式。

盈利能力是核心看点。毛利率73.5%，相比行业毛利率中位数52.5%高出21.0个百分点，公司特有优势非常突出，这背后是东阿阿胶的品牌溢价和定价权。营业利润率28.9%，配合资本周转率3.95倍，投入资本回报率高达114.3%，这是极其罕见的水平。拆解来看，高ROIC主要来自高净利率和高周转的双轮驱动。销售费用率32.0%确实不低，且近三年从31.5%升至32.0%左右——这部分增量主要投向哪里？年报披露

主要是品牌推广和渠道建设。坦白讲，32%的销售费用率在消费品里偏高，但考虑到公司营收增速（2025年营收67.0亿，同比增长13.2%），费用投入确实拉动了份额扩张：超额增长18.6%，意味着公司营收增速比行业均值高18.6个百分点，正在快速蚕食市场。研发费用率4.1%，对于中药企业而言属于合理水平，持续投入产品升级。

利润含金量方面，经营现金流/净利润为1.32倍，非常健康，说明利润是真金白银。筹资现金流净额-17.2亿元，主要是分红和回购，体现回报股东意愿。投资现金流+1.1亿元，可能是理财产品到期。自由现金流17.7亿元，造血能力极强。但季度信号显示现金流质量有波动（信号矛盾，趋于中性），我们仍需警惕：年度数据虽然好看，但若某季度经营现金流骤降，可能与渠道压货有关——这是品牌消费品常见的隐性风险。

风险与盲点。数据可靠性评级为“中”，意味着部分数据来源于系统推导（如行业平均毛利率），盲点在于无法验证渠道库存真实水平、经销商流失率以及终端动销的实时数据。尽管应收账款极低，但如果渠道库存积压，经销商后续回款能力可能走弱。另外，销售费用率持续高位，如果换不来持续的收入增长，费用效率可能下降。产业链定位上，公司处于上游原料（驴皮）到下游终端，定价权强，但需关注驴皮价格波动对毛利率的侵蚀。目前毛利率稳定，但若原料涨价不能及时传导，可能压缩利润空间。

**小结：**盈利能力强，现金流充沛，品牌护城河深厚，但需警惕销售费用投入边际递减及渠道库存变化。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

## — 近期事件

### 东阿阿胶近期核心事件投资影响分析

基于对近期多份公告的筛选与量化评估，以下为对投资有实质影响的三个最重要事项，按其影响力排序。

● 2026-06-02

**事项一：股份回购加速实施，注销式回购提升每股价值**

**事件类型：**回购实施公告

**核心数据摘要：**截至2026年5月31日，公司累计回购326.89万股，占总股本0.51%，累计金额1.60亿元。其中5月份单月回购164.03万股（金额约8000万元），环比4月份（此前连续两月无新增回购）显著加速。回购价格区间48.09-50.30元/股，远低于调整后的上限70.65元/股。

**投资影响分析：**5月份回购速度显著提升，表明公司对当前股价（约50元）处于低估区域的判断更为坚定，执行力增强。按当前进度（5月单月完成计划约0.25%），若公司保持此速度，剩余2.4亿元回购额度（总计划4亿元）可能在约3个月内完成，将注销总股本的0.75%以上。这将直接增厚每股收益（EPS）约0.75%，对股价估值有稳定的正面支撑作用。与前两月（3-4月）零进展对比，趋势明显改善。

**后续关注点：**后续月份的回购节奏能否保持5月的高效水平，以及回购完成后注销股份的时间安排。

● 2026-05-19

## 事项二：核心高管职位补强，治理结构优化

事件类型：高管人员任职变动

**核心数据摘要：**东阿阿胶选举丁红岩为副董事长；同时审议通过《董事、高级管理人员薪酬管理制度》及2026年度薪酬方案，上述两项决议均需经股东大会审议通过（已于6月6日股东大会合法通过）。

**投资影响分析：**新副董事长到位，补强了公司核心领导层。更关键的是，新的薪酬管理制度及2026年薪酬方案经股东大会高票通过，其“同意率超99.9%”表明管理层激励与股东利益高度绑定。此举有望提升管理层执行效率及长期战略定力，对长期企业价值（而非短期股价）构成正向边际贡献。该事件与回购加速形成协同，均体现了管理层对公司未来的信心。

**后续关注点：**新副董事长的分管领域及未来可能推动的业务战略调整。

### ● 2026-05-16

## 事项三：年度股东大会高票通过多项关键议案，股东支持度极高

事件类型：回复问询函公告（此处为年度股东会法律意见书，但实质等同于通过重大议案）

**核心数据摘要：**2025年年度股东大会各项议案同意率均超99.9%，包括修改公司章程（特别决议）。出席股东持股占总股本38.28%。

**投资影响分析：**如此高的通过率说明公司核心决策层与大股东、中小股东在战略方向上达成了高度一致。特别是《公司章程》的修订（特别决议需2/3以上同意），通常涉及公司治理、分红政策等核心条款，超99%的同意率消除了市场对内部人控制或战略分歧的担忧。这为回购注销、未来可能的行业整合或资本运作铺平了制度道路，对中期估值中枢有上修作用。该事项与事项二、三共同构建了“高层稳定+激励到位+股东支持”的积极信号链。

**后续关注点：**新公司章程修改的具体内容，特别是是否涉及分红率提升等股东回报条款。

## — 机构调研

### 最新调研（2026-04-25）

以下是对本次机构调研内容的精简总结，重点提炼了公司未来战略、核心业务布局及关键进展。

#### 一、“十五五”发展方向与布局

融入国家大健康发展战略，围绕“1238”战略主线；推进药品+健康消费品“双轮驱动”与文化+产业“双轮驱动”；依托“一中心 三高 地+N 联合”打造研发创新引擎，并通过外延并购寻求新机遇。

#### 二、健康消费品业务布局

2026年一季度呈现品类结构优化、进销存动态平衡的高质量增长态势；构建主力引领、利润支撑、新品突破的全品类协同布局，以阿胶糕为核心，加速阿胶黄芪粉等新品铺货。

### 三、复方阿胶浆增长驱动力

围绕品牌建设与终端动销两大主线构建长期增长动能；以科技叙事、效率提升、品牌整合为抓手筑牢心智壁垒；通过强化终端陈列、聚焦核心市场、推动用户年轻化等方式实现终端动销增长。

### 四、AI领域规划与布局

以“数据为基、AI为翼”为主线，已建成算力调度中心和统一技术开发底座；成立公司级AI探索组织；落地多项AI应用，并持续推进滋补健康行业大模型建设。

### 五、与山姆合作进展

已与山姆会员店建立深度合作，通过多品类新品开发夯实合作基础；下一步将持续优化产品组合，深化渠道运营。

### 六、研发创新工作亮点

首次发现“促骨抑脂”活性肽；“阿胶肽”新原料备案成功；《品质中药材——阿胶》标准发布；与知名院校联合获批产学研协同创新中心。

### 七、男科业务规划

“皇家围场 1619”依托东丰马记药业，围绕“科技赋能+文化破圈+全链升级”推进鹿产业应用拓展；肉苁蓉业务依托阿拉善道地产区资源，推动核心单品放量及品类矩阵完善。

### 八、新品规划与布局

重点打造阿胶复配粉系列（阿胶黄芪粉、阿胶红参粉）；围绕复方阿胶浆丰富气血品类矩阵；桃花姬聚焦低糖便携定制化；男士滋补以“皇家围场 1619”与“壮本”双品牌发力。

### 九、外延并购规划

聚焦药品+健康消费品“双轮驱动”，通过投资并购丰富产品管线；药品领域拓展第二增长曲线，健康消费品领域聚焦中式滋补及功能性食品。

### 十、渠道建设规划

渠道库存良性，纯销数据整体稳健，一季度动销良好；下一步将持续优化渠道结构，提升终端动销速率。

### 十一、未来分红规划

自1999年首次分红以来已累计分红29次，总额超110亿元；未来将保持相对稳定且积极的分红政策。

## 调研回顾

● 2026-04-25

#### 2026-04-25 业绩说明会

**核心数据：**未披露具体营收利润数值；2026年一季度健康消费品呈“高质量增长”（未披露具体增幅）。

**重要动态：**

- 发布“十五五”战略：围绕“1238”主线，推进药品+健康消费品“双轮驱动”。
- 健康消费品：以阿胶糕为核心，加速阿胶黄芪粉、阿胶红参粉等新品铺货。
- AI布局：已建成算力调度中心，成立AI探索组织，推进滋补健康行业大模型建设。
- 渠道：与山姆会员店已建立深度合作，下一步优化产品组合、深化渠道运营。
- 研发：首次发现“促骨抑脂”活性肽；“阿胶肽”新原料备案成功；发布《品质中药材——阿胶》标准。
- 男科：“皇家围场1619”依托东丰马记药业，推进鹿产业应用拓展。
- 外延并购：聚焦药品+健康消费品，丰富产品管线，拓展第二增长曲线。
- 分红：累计分红29次，总额超110亿元，未来保持稳定积极政策。

信息来源：公司回应/管理层表态。

● 2025-08-22

### 2025-08-22 业绩说明会

**核心数据：**营业收入30.51亿元，同比增长11.02%；净利润8.18亿元，同比增长10.74%；现金流量净额9.65亿元，同比增长4.70%；基本每股收益1.27元，同比增长10.52%。

#### 重要动态：

- 经营回顾：营收、净利均实现双位数增长。
- 一产：强化全球毛驴原料供应链建设，签订毛驴产业化合作备忘录。
- 二产：升级复方阿胶浆大品种战略；“皇家围场1619”2025年上半年实现翻番增长；投资并购取得突破。
- 三产：启动“百万研学项目”。
- 新品：联合推出黄芪精；桃花姬进驻山姆会员店，从区域市场向全国拓展。
- 渠道：持续聚焦线上布局，抢占数字化消费先机。
- 海外：立足香港、面向东南亚，推进进出口业务及优质原料进口。
- 人才：重点补充研发、业务及智能制造领域高端人才。
- 分红：优先以持续高比例现金分红作为资本市场回报主要方式，股份回购持审慎态度。

信息来源：管理层表态。

## 关键洞察

### 战略主线清晰化，增长目标具象化

从2025年“营收净利双位数增长”的当年目标，升级为2026年“1238”中长期战略框架，聚焦“药品+健康消费品”双轮驱动。驱动因素为国家大健康战略与公司自身发展阶段需求。量化证据：2025年上半年营收30.51亿元（+11.02%）、净利润8.18亿元（+10.74%），管理层兑现了双位数增长承诺。

### 产品矩阵加速扩容，新品贡献逐步显现

2025年重点推广“皇家围场1619”等新品，当年上半年即实现翻番增长；2026年进一步推出阿胶复配粉系列（阿胶黄芪粉、阿胶红参粉），并明确以阿胶糕为核心的全品类协同布局。驱动因素为研发突破（如“阿胶肽”备案）与消费健康化趋势。量化证据：“皇家围场1619”2025年上半年翻番增长（未披露具体收入），印证新品放量能力。

### 渠道与数字化双轮驱动，效率导向明确

2025年聚焦线上渠道与山姆会员店入驻，2026年进一步深化山姆合作、推进AI大模型建设，并成立了专门AI组织。驱动因素为消费渠道变迁与公司“数据为基、AI为翼”的提效战略。量化证据：桃花姬已成功进驻山姆会员店（未披露销售额），AI算力调度中心已建成落地。

## 未来关注

### 复方阿胶浆的终端动销与市占率变化

关注其品牌建设与终端陈列效果，可跟踪季度纯销数据及药店渠道铺货率。若动销增速持续高于行业平均，则验证战略有效性。潜在风险：竞品加大推广力度。可跟踪指标：存货周转天数、应收账款周转率。

### 阿胶复配粉系列（阿胶黄芪粉、阿胶红参粉）的铺货与销售进展

判断标准：若2026年下半年该系列在核心连锁药店的铺货率提升至30%以上（推断），则初步验证新品放量逻辑。潜在风险：消费者接受度不及预期。可跟踪指标：新品收入占比、销售费用率。

### “皇家围场1619”的营收规模与增长持续性

2025年上半年已翻番，需关注高基数下能否保持增长。判断标准：若2026年全年收入增速超过30%（推断），则说明鹿品类拓展顺利。潜在风险：鹿产业市场竞争加剧。可跟踪指标：男科业务收入、毛利率变化。

### 外延并购落地对产品管线的实质补充

关注并购标的与现有业务的协同性，以及并表后的收入与利润贡献。判断标准：若2026年内完成1-2个健康消费品领域并购（推断），则符合战略规划。潜在风险：整合不及预期、商誉减值。可跟踪指标：商誉账面值、投资活动现金流。

### AI应用对运营效率的实际提升效果

关注AI大模型在终端动销预测、库存管理等方面的具体应用成果。判断标准：若2026年存货周转天数同比缩短5%以上（推断），则说明AI提效初步显现。潜在风险：技术落地慢于预期。可跟踪指标：存货周转天数、销售管理费用率。

# 最新卖方研究综述

## 一、行业投资逻辑核心认知

品牌中药/滋补品行业的核心投资逻辑在于：强大的品牌护城河（如“东阿阿胶”的国药品牌地位）带来的定价权和消费者粘性；产品壁垒（如阿胶的专利及传统工艺）；以及向“药品+健康消费品”双轮驱动转型，通过拓展阿胶衍生品、男士滋补、功能性食品等新品类打开第二增长曲线。同时，渠道库存的健康度和现金流质量是判断公司经营质量的关键指标。当前消费疲软背景下，品牌力强、分红稳定、库存健康的公司具备较高的防御性和确定性。

## 二、近期行业/公司核心事项

### 业绩表现

东阿阿胶2025年全年营收67.00亿元（同比增长8.83%），归母净利润17.39亿元（同比增长11.66%），扣非归母净利润16.38亿元（同比增长13.62%）。单Q4营收19.34亿元（同比增长21.52%），扣非归母净利润4.83亿元（同比增长28.85%）。（东吴证券、西南证券、开源证券、国金证券）

### 核心业务数据

阿胶及系列产品实现营收61.98亿元（同比增长11.80%），毛利率提升至74.84%（同比+1.23pct）。新业务“其他药品及保健品”实现营收3.86亿元，同比高速增长63.65%。  
（东吴证券、西南证券、开源证券、国金证券）

### 高分红

公司计划2025年现金分红加回购合计达18.19亿元，占全年归母净利润的104.60%，继续实施中期及年度分红。（东吴证券、西南证券、开源证券、国金证券）

### 新布局

公司拟投资14.85亿元建设健康消费品产业园，布局药食同源食品、保健品等领域。（国金证券，2026-03-20）

## 三、核心观点与逻辑

### 业绩增长稳健，Q4增速亮眼，符合市场预期

多家券商一致认为公司2025年业绩符合市场预期。全年归母净利润增长超11%，Q4单季营收及扣非净利润增速均超过20%，表现亮眼。东吴证券评价其“四季度增速亮眼，业绩符合市场预期”。国金证券也明确指出“业绩整体符合预期”。这一增长主要得益于核心阿胶系列产品的稳健放量和新业务的迅猛发展。

### 双轮驱动战略奏效，第二增长曲线初现

公司“药品+健康消费品”双轮驱动战略成效显著，核心逻辑在业绩中得到验证。

### 主业稳固

阿胶及系列产品（营收61.98亿元，+11.80%）是增长基石。西南证券认为这主要

### 新赛道爆发

其他药品及保健品（营收3.86亿元，+63.65%）高速增长，被多家券商视为关键亮

得益于复方阿胶浆大品种战略深化，以及桃花姬等核心单品的良好增长。

点。东吴证券明确指出“增速迅猛，成为公司新的增长极”。西南证券分析认为，这主要归功于男士滋补品牌“皇家围场”的高速成长，以及公司通过收购（内蒙古阿拉善苻蓉集团、东丰马记药业）加速外延布局。

## 经营质量提升，持续高分红彰显信心

研报普遍对公司提质增效和高分红政策给予了正面评价。

### 盈利与效率

开源证券指出，2025年毛利率提升至73.47% (+1.05pct)，净利率稳定。西南证券数据显示存货同比下降9.79%，应收账款及票据同比减少44.72%，渠道库存趋于健康。多家券商均提到销售费用率同比下降，费用控制良好。

### 股东回报

2025年现金分红总额（含中期及回购）预计占当年归母净利润的100%以上（西南证券/国金证券数据为104.6%）。东吴证券、西南证券等均认为，高分红体现了管理层对未来经营现金流的充足信心，以及对股东回报的高度重视。开源证券称“给予股东高回报强信心”。

## 展望未来，战略清晰但需关注消费环境

券商对未来发展路径看法一致，但对短期业绩预期有所下调。

### 战略方向

东吴证券等概括了“十五五”规划的“1238”战略，核心是数字化赋能传统业务和创新驱动新业务（如男士滋补、健康消费品）。国金证券认为，投资14.85亿元建设健康消费品产业园是顺应“养生年轻化”趋势的重要布局。

### 盈利预测

基于国内消费市场承压的宏观背景，东吴证券、开源证券均下调了2026-2027年的盈利预测。这表明券商认可公司长期战略，但认为短期可能受到外部环境影响。

## 风险提示

多家券商提及的主要风险包括：宏观消费环境景气度不足、市场竞争加剧、原材料价格波动风险、新品放量不及预期、以及单一品类占比较大带来的风险。所有内容仅供参考，不构成投资建议。

## — 高管增持

## 近期高管增减持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
------	---------	-------	------	------	----

近一年暂无数据

## 机构持股

### 机构持仓一览

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	54	3528.27	20.17	5.48	5.49
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	1	939.76	5.37	1.46	1.46
券商	4	345.1	1.97	0.54	0.54
信托	-	0	-	-	-
其他	4	25695	146.9	39.9	39.97
机构汇总	63	30508.13	174.41	47.37	47.46

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

\*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。