

评级: 买入(维持)

市场价格: 52.92元

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: suny03@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4041.82	4715.27	5776.35	6874.38	8084.62
增长率 yoy%	5.01%	16.66%	22.50%	19.01%	17.61%
净利润(百万元)	780.00	1150.88	1451.25	1746.20	2097.88
增长率 yoy%	77.10%	47.55%	26.10%	20.32%	20.14%
每股收益(元)	1.21	1.79	2.25	2.71	3.26
每股现金流量	3.33	3.03	0.20	2.62	2.56
净资产收益率	7.55%	10.74%	13.17%	15.43%	17.97%
P/E	43.69	29.61	23.48	19.52	16.24
P/B	3.30	3.18	3.09	3.01	2.92

备注: 数据截止 2024/7/17

### 投资要点

- 我们在这篇报告中着重回答了当前市场对于公司的几点疑虑:
- 中药滋补品类是否景气下行?  
从中康数据来看, 中药滋补品类市场规模平稳扩容, 2023年市场规模回到255亿元, 超过疫情前水平。其中补气血类占据半壁江山, 2023年规模占比达到63%。2024年一季度, 这一比例并没有出现明显的大幅回落, 我们认为补气血品类的旺盛需求或可延续, 并非疫后的一过性现象。除了阿胶系列, 具有补气血功效的黄芪精和气血康口服液近几年也有较快增长, 2019-2023年复合增速分别为52%、12%。因此, 我们判断中药滋补品类并未出现景气下行。
- 医保是否会成为复方阿胶浆放量的限制因素?  
我们复盘2017年至今医保对于复方阿胶浆的支付政策变化, 以及复方阿胶浆的销售情况, 从时间点对比来看, 医保限制是从2017年下半年开始陆续执行, 而阿胶浆的零售终端销售是在2018年达到峰值26亿。2018-2020年公司管理层频繁变动, 处于经营调整阶段, 这期间复方阿胶浆的销售逐年下滑, 并于2021年触底。我们认为, 复方阿胶浆的销售固然受医保政策的影响, 但与公司整体的经营状态和产品战略更为相关。2022年起多个省市陆续解除医保支付限制, 到2023版医保目录的解限, 这与公司品牌重塑、聚焦阿胶浆大品种战略的时间线重合, 双重催化下才导致了复方阿胶浆的快速放量。此外, 由于阿胶浆的销售聚焦院外零售渠道, 医保支付仍然以个人账户为主, 统筹结算占比较小, 我们预计医保政策再度转向的可能性较小。
- 药店比价对其影响如何?  
药店比价预计影响较小。以复方阿胶浆为例, 根据医药魔方统计的中标数据, 复方阿胶浆在大部分省市的单位中标价格为6.22元/支(20ml)。参考中康的院外销售数据, 2024年一季度平均售价为329.85元/盒(48支), 即折算单位价格为6.87元/支, 差价约为10.5%, 属于合理区间。京东、阿里渠道的线上售价为333元/盒(48支), 线上线下无明显差价。公司作为老牌OTC药企, 终端控价维护较好。
- 盈利预测和投资建议: 我们预计2024-2026年公司实现营业收入57.76、68.74、80.85亿元, 同比增长22.50%、19.01%、17.61%, 实现归母净利润14.51、17.46、20.98亿元, 同比增长26.10%、20.32%、20.14%。考虑到公司为中药滋补老字号, 随着公司品牌重塑, 核心产品阿胶系列销售稳健增长, 正在逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 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; 第三方数据失真风险。

### 基本状况

总股本(百万股)	644
流通股本(百万股)	644
市价(元)	52.92
市值(亿元)	341
流通市值(亿元)	341

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

东阿阿胶-2024 中报预告点评: 业绩预告符合预期, Q2 维持高增态势-买入 (中泰证券\_祝嘉琦、孙宇瑶)20240711

## 内容目录

中药滋补品需求坚韧，补气血类增速亮眼.....	- 3 -
医保支付是复方阿胶浆放量的催化之一，但并非决定性因素 .....	- 4 -
药店比价预计影响较小 .....	- 6 -

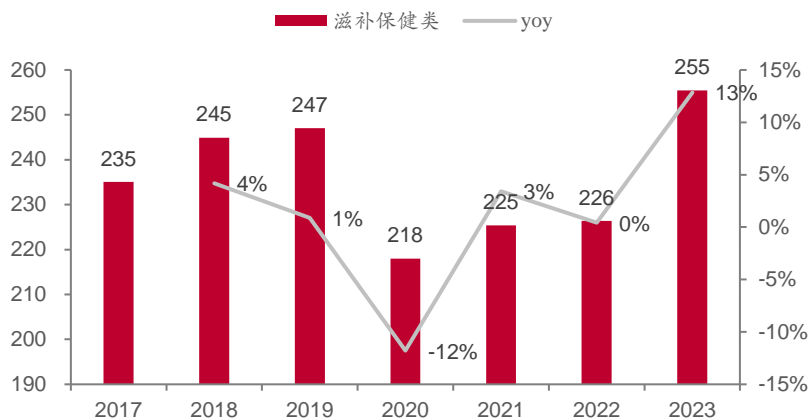
## 图表目录

图表 1: 零售药店滋补保健品类销售情况 (亿元; %)	- 3 -
图表 2: 零售药店补气补血类销售情况 (亿元; %)	- 3 -
图表 3: 黄芪精零售药店终端销售规模 (百万)	- 4 -
图表 4: 气血康口服液零售药店终端销售规模 (百万)	- 4 -
图表 5: 东阿阿胶品牌旗下产品线上销售增长情况 (%)	- 4 -
图表 6: 复方阿胶浆医保政策复盘.....	- 5 -
图表 7: 复方阿胶浆零售药店终端销售规模 (百万)	- 5 -
图表 8: 东阿阿胶复方阿胶浆季度销售量 (万盒)	- 5 -
图表 9: 复方阿胶浆中标地图单位价格 (单位: 元/20ml)	- 6 -
图表 10: 东阿阿胶财务预测模型.....	- 7 -

## 中药滋补品需求坚韧，补气血类增速亮眼

- **中药滋补品类需求坚韧，受益于疫后健康意识提升、市场明显扩容。**根据中康数据，零售药店滋补保健类销售规模近几年稳步回升，2023年市场规模回到255亿元、超过疫情前水平。

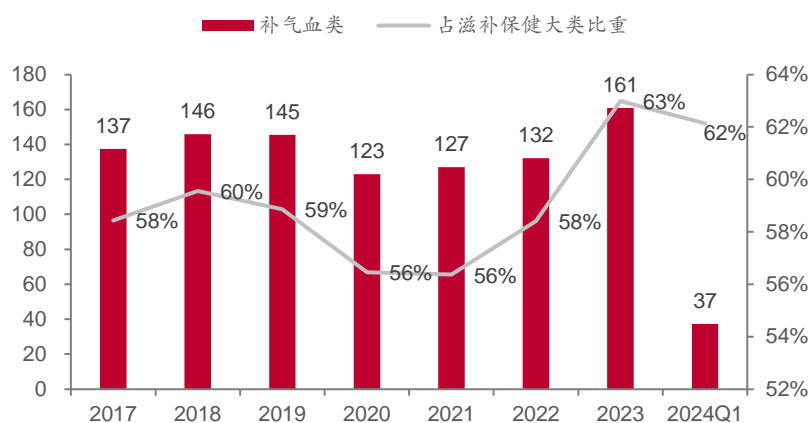
**图表 1: 零售药店滋补保健品类销售情况 (亿元; %)**



来源：中康数据，中泰证券研究所

- **分结构看，补气血品类占据半壁江山，且占比持续提升。**补气血品类占据滋补保健类产品的一半以上规模，2023年在疫后旺盛的滋补保健需求带动下，补气血品类销售占比达到63%。2024年一季度，这一比例并没有出现明显的大幅回落，我们认为补气血品类的旺盛需求或可延续，并非疫后的一过性现象。

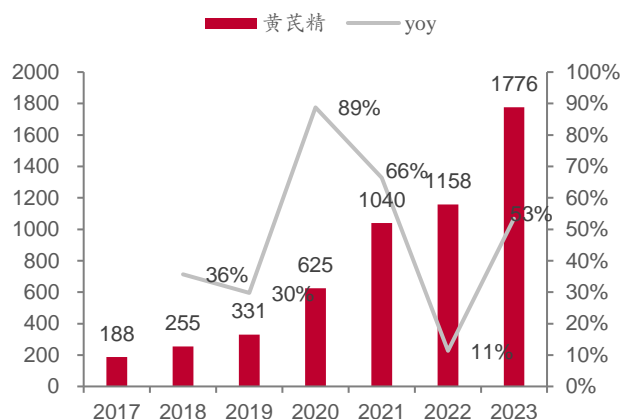
**图表 2: 零售药店补气补血类销售情况 (亿元; %)**



来源：中康数据，中泰证券研究所

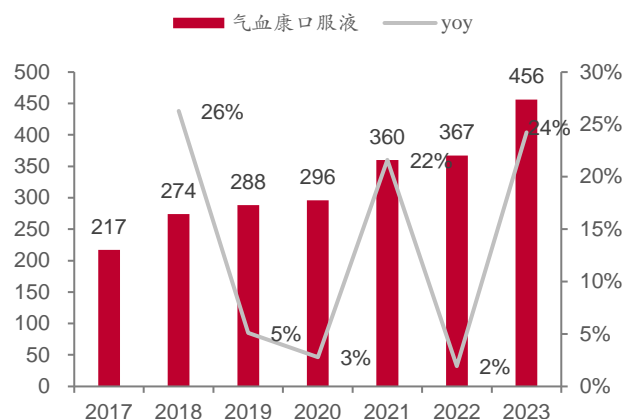
- **阿胶系产品的竞品增速同样亮眼。**中康数据显示，具有补气血功效的黄芪精和气血康口服液近几年也有较快增长，2019-2023年复合增速分别为52%、12%，表现亮眼。

图表 3: 黄芪精零售药店终端销售规模 (百万)



来源: 中康数据, 中泰证券研究所

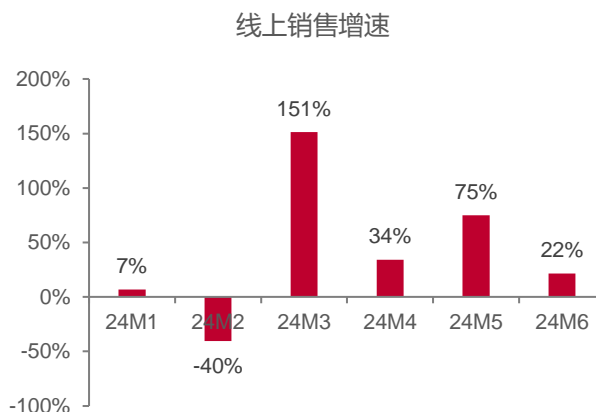
图表 4: 气血康口服液零售药店终端销售规模 (百万)



来源: 中康数据, 中泰证券研究所

- Q2 淡季不淡, 阿胶系保持高增。**根据久谦咨询的月度销售数据, 2024 年上半年东阿阿胶品牌旗下产品线上销售保持良好态势。同时公司于 7 月 11 日发布半年报业绩预告, 预计上半年实现归母净利润 6.95-7.6 亿元, 同比增长 31%-43%; 实现扣非归母净利润 6.58-7.23 亿元, 同比增长 34%-48%。

图表 5: 东阿阿胶品牌旗下产品线上销售增长情况 (%)



来源: 久谦咨询, 中泰证券研究所 (注: 为线上抓取数据, 不能代表公司实际销售额)

## 医保支付是复方阿胶浆放量的催化之一, 但并非决定性因素

- 我们复盘了从 2017 年以来复方阿胶浆医保支付相关的政策。**2017 年的医保目录中首次要求凭严重贫血处方诊断才能使用医保购买复方阿胶浆, 从医保支付端对复方阿胶浆进行了限制。2021 年底, 医保局就 2021 年目录调整工作接受记者采访时提到, “限定医保药品支付范围在特定历史条件下对维护基金安全、防止药品滥用发挥了一定作用。但同时, 限定支付范围的公平性、合理性也屡受质疑。”自 2022 年起, 上海、北京、江苏、浙江等 20 个省市相继发布医保支付标准试点药品名单, 复方阿胶浆在多个地区的试点目录之中。2023 年底, 国家医保目录解除了对于复

方阿胶浆的“重症贫血限制”，至此，医保支付端的禁锢得以解除。

- 实际上，由于阿胶浆的销售聚焦院外零售渠道，因此医保支付仍然以个人账户为主，统筹结算占比较小。医保局数据显示，截止 2023 年 8 月，全国约 21% 的零售药店开通了门诊统筹报销服务，而药店统筹结算金额占门诊统筹整体结算金额仅约 5.3%。

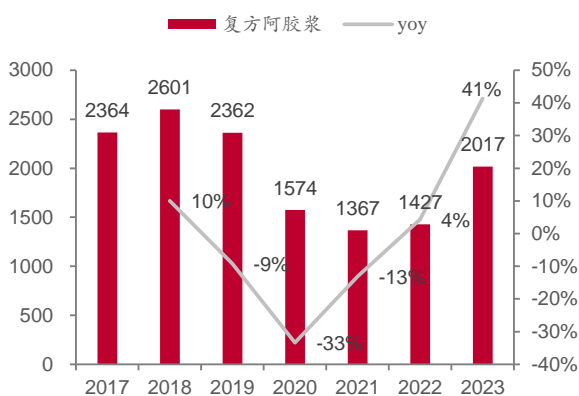
图表 6：复方阿胶浆医保政策复盘

政策文件/会议	发布时间	涉及复方阿胶浆的主要内容	执行时间
《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)》	2017/2/21	限有重度贫血检验证据	2017/8/31前
国家医保局相关负责同志就2021年目录调整工作接受记者采访	2021/12/7	决定开展医保支付标准试点，30种药品被纳入试点范围，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	2022年
20省市医保局发布开展部分医保药品支付标准试点工作的通知	河南	2022/1/14	对复方阿胶浆在内的29种药品开展支付标准试点工作。全省所有医保定点医疗机构和医保定点零售药店，由医保基金支付试点药品费用
	上海	2022/3/14	对包含复方阿胶浆在内的27种药品开展支付标准试点
	江苏	2022/3/25	对复方阿胶浆在内的25个药品开展医保支付标准试点，试点药品的现行医保支付范围修改为按照药品说明书支付
	北京	2022/4/25	将复方阿胶浆在内的27种药品纳入医保支付标准试点范围
《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年版)》	2023/12/13	医保目录备注删除“限有重度贫血检验证据”	2024/1/1

来源：国家医保局，各地医保局，中泰证券研究所

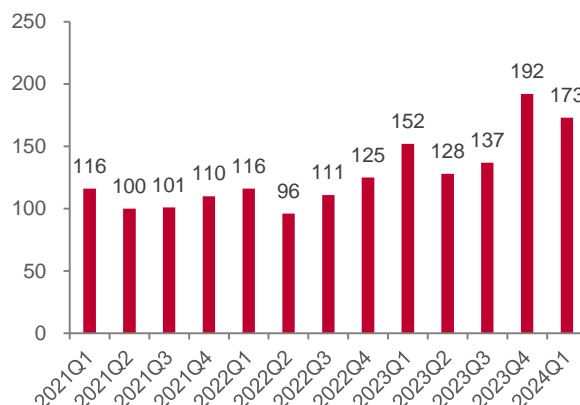
- 医保支付是复方阿胶浆放量的催化之一，但并非决定性因素。对于复方阿胶浆的医保限制是从 2017 年下半年开始陆续执行，其销售是在 2018 年达到峰值 26 亿。2018-2020 年公司管理层频繁变动，处于经营调整阶段，这期间阿胶浆的销售逐年下滑。因此我们认为，复方阿胶浆的销售固然受医保政策的影响，但与公司整体的经营状态更为相关。从季度销量来看，2022 年下半年开始复方阿胶浆的销量逐渐恢复，2023 年在医保支付和疫后滋补需求的双重催化下，量增明显。中康数据显示，24Q1 复方阿胶浆销量同比增长 14%，环比增速略有放缓，预计是由于 2023 年全国多个省市的医保支付已经实质上解限，因此 2023 版的医保目录解限带动的销量变化并不显著。

图表 7：复方阿胶浆零售药店终端销售规模（百万）



来源：中康数据，中泰证券研究所

图表 8：东阿阿胶复方阿胶浆季度销售量（万盒）

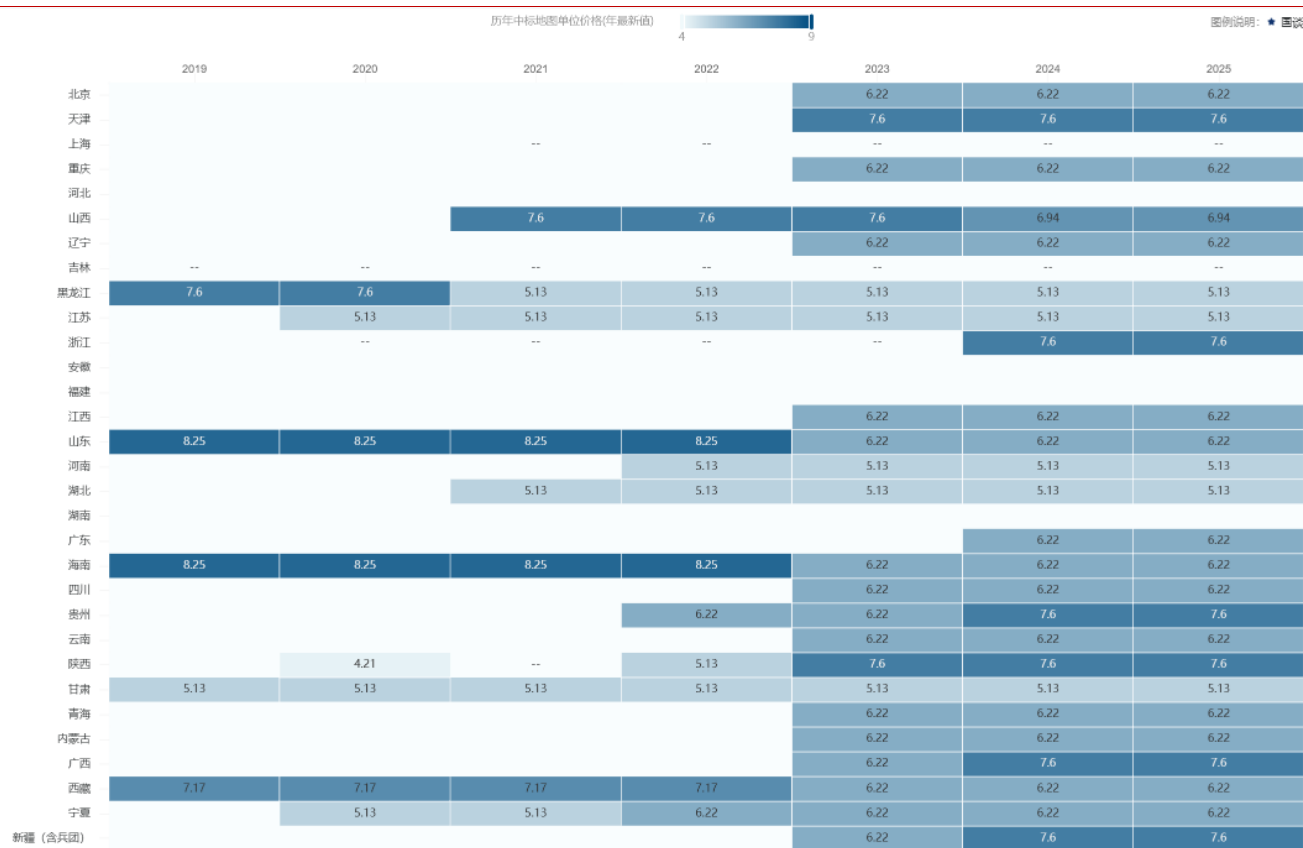


来源：中康数据，中泰证券研究所

## 药店比价预计影响较小

- 预计药店比价实质性影响较小。**以复方阿胶浆为例，根据医药魔方统计的中标数据，复方阿胶浆在大部分省市的单位中标价格为 6.22 元/支（20ml）。参考中康的院外销售数据，2024 年一季度平均售价为 329.85 元/盒（48 支），即折算单位价格为 6.87 元/支，差价约为 10.5%，属于合理区间。京东、阿里渠道的线上售价为 333 元/盒（48 支），线上线下无明显差价。

图表 9：复方阿胶浆中标地图单位价格（单位：元/20ml）



来源：医药魔方，中泰证券研究所

- 盈利预测和投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 57.76、68.74、80.85 亿元，同比增长 22.50%、19.01%、17.61%，实现归母净利润 14.51、17.46、20.98 亿元，同比增长 26.10%、20.32%、20.14%。考虑到公司为中药滋补老字号，随着公司品牌重塑，核心产品阿胶系列销售稳健增长，正在逐渐形成药品+健康消费品双轮驱动增长，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**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；第三方数据失真风险。

**图表 10: 东阿阿胶财务预测模型**

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10537	10590	11220	11838	<b>营业收入</b>	4715	5776	6874	8085
现金	5826	4951	5361	5441	营业成本	1403	1710	2014	2347
应收账款	63	323	410	467	营业税金及附加	67	82	98	115
其他应收款	75	42	50	59	营业费用	1486	1791	2097	2425
预付账款	11	13	15	18	管理费用	377	462	550	647
存货	1012	1881	2025	2471	财务费用	-93	-79	-76	-80
其他流动资产	3551	3379	3359	3382	资产减值损失	-30	-54	-42	-48
<b>非流动资产</b>	2769	2772	2583	2409	公允价值变动收益	0	-1	-1	-1
长期投资	74	74	74	74	投资净收益	44	30	50	60
固定资产	1837	1905	1786	1666	<b>营业利润</b>	1360	1716	2065	2482
无形资产	323	267	209	162	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	535	527	515	507	营业外支出	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	13306	13362	13803	14246	<b>利润总额</b>	1363	1718	2068	2484
<b>流动负债</b>	2407	2135	2285	2375	所得税	211	266	320	385
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1152	1452	1748	2100
应付账款	275	319	382	448	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	2132	1816	1903	1927	<b>归属母公司净利润</b>	1151	1451	1746	2098
<b>非流动负债</b>	159	181	174	171	EBITDA	1411	1777	2129	2542
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.79	2.25	2.71	3.26
其他非流动负债	159	181	174	171					
<b>负债合计</b>	2566	2317	2459	2546	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	22	23	24	26	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	644	644	644	644	<b>成长能力</b>				
资本公积	402	402	402	402	营业收入	16.7%	22.5%	19.0%	17.6%
留存收益	9675	9977	10274	10629	营业利润	48.7%	26.1%	20.4%	20.2%
归属母公司股东权益	10719	11022	11320	11674	归属于母公司净利润	47.5%	26.1%	20.3%	20.1%
<b>负债和股东权益</b>	13306	13362	13803	14246	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	70.2%	70.4%	70.7%	71.0%
					净利率(%)	24.4%	25.1%	25.4%	25.9%
					ROE(%)	10.7%	13.2%	15.4%	18.0%
					ROIC(%)	58.7%	43.6%	55.1%	61.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	19.3%	17.3%	17.8%	17.9%
					净负债比率(%)	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.38	4.96	4.91	4.98
					速动比率	3.85	4.08	4.02	3.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.36	0.43	0.51	0.58
					应收账款周转率	8	13	13	13
					应付账款周转率	5.47	5.75	5.75	5.66
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.79	2.25	2.71	3.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.03	0.20	2.62	2.56
					每股净资产(最新摊薄)	16.65	17.12	17.58	18.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.61	23.48	19.52	16.24
					P/B	3.18	3.09	3.01	2.92
					EV/EBITDA	18	14	12	10

来源: 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。本报告仅供本公司的客户使用。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。