

汉森制药 (002412)

证券研究报告
2019年08月02日

明星大单品渐次推出，区域制药龙头再争上游！

汉森制药：区域药品的领军企业

公司前身为国有企业，改制后成为湖南益阳市第一家上市公司。公司发展紧密围绕主营业务展开，布局结构清晰。刘令安先生为公司实际控制人，同时担任湖南省医药行业协会会长，且为南岳生物制药（主营血制品）的第一大股东。公司营收持续稳定增长，盈利能力强，同时对外参股优质标的三湘银行，高投资收益优化利润结构。

行业：中药行业调整进行时，鼓励政策频繁出台利好发展

中药行业上游：药材种植面积与产量双增长；中游：产能优化进行时，制造企业数量减少的同时质量提升；下游：中药销售占总体药品市场比例小，公立医院需求持续增长。目前中药在整体市场占比较小，未来行业发展潜力巨大。政策方面，医改政策给有关企业从产业链的各个环节带来挑战。同时国家频频出台中药行业鼓励政策，提振企业信心，有利行业良性发展。

公司核心优势：供应链优化+营销渠道下沉，支持明星单品再造业绩拐点！

一、构建主打+潜力+储备的产品梯队，持续探索业绩新增长点。公司目前产品按策略可分为：1) 主打产品：四磨汤口服液，是长期支撑公司营收增长的主力产品，在国内非处方消化类药品中排名前列，是市场上唯一的复合型肠胃动力药。公司长期致力于提升该产品的品质及消费者认可度；2) 潜力产品—有望成长为明星大单品的类别：公司拥有多个中西药品种，主要包括缩泉胶囊、银杏叶胶囊和全资子公司永孜堂制药旗下的天麻醒脑胶囊等，或将成为公司新的业绩增长来源；3) 储备产品：研发新药的同时挖掘已有产品潜力，化药一致性评价进程加速推进，为覆盖消费新需求做储备。

二、供应链实力持续提升，全方位助力营销开发新市场。公司在产品链1) 上游：以外延方式向种植端延伸，强化原材料掌控能力；2) 中游：通过生产线自动化改造提供充沛产能，良好供应链管控能力实现常年高产销比和低库存，同时在产品研发方面，公司不断加大研发投入；3) 下游：公司长期坚持自建专业销售团队适应“两票制”等医改政策实施，为公司在该背景下将销售重心从医院等大B端下沉到基层等小B端，再到零售等C端占得了先机。

盈利预测与投资建议。我们预计2019-2021年，公司实现营业收入11.34/13.87/17.91亿元，净利润2.04/2.65/3.45亿元。对应EPS 0.41/0.53/0.68元。我们看好公司在中西药品领域持续推出明星单品，以及对营销渠道的不断开拓，给予公司2020年30倍PE，目标价格15.90元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：医药行业政策/安全环保风险，原材料采购/产品结构单一/质量/药品安全/研发风险，商誉减值风险，销售费用率较高，规模快速扩张带来的管理风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	829.94	921.95	1,133.72	1,387.03	1,791.25
增长率(%)	3.94	11.09	22.97	22.34	29.14
EBITDA(百万元)	182.93	257.15	277.76	339.40	427.03
净利润(百万元)	108.81	147.54	203.86	264.57	344.51
增长率(%)	28.10	35.60	38.17	29.78	30.22
EPS(元/股)	0.22	0.29	0.41	0.53	0.68
市盈率(P/E)	59.75	44.07	31.89	24.57	18.87
市净率(P/B)	5.33	4.77	3.67	3.19	2.73
市销率(P/S)	7.83	7.05	5.73	4.69	3.63
EV/EBITDA	27.97	16.89	23.15	17.69	13.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	13.09元
目标价格	15.90元

基本数据

A股总股本(百万股)	503.20
流通A股股本(百万股)	489.30
A股总市值(百万元)	6,586.89
流通A股市值(百万元)	6,404.97
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	23.50
一年内最高/最低(元)	21.36/8.15

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
戴飞	联系人
daifei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 汉森制药：二十年打造区域药品领军企业.....	4
1.1. 深耕中成药领域，发展历程紧密围绕主业.....	4
1.2. 业绩快速上行，盈利能力持续边际改善.....	5
1.3. 对外参股优质标的，高投资收益优化利润.....	6
2. 中药行业调整进行时，鼓励政策频繁出台利好发展.....	7
2.1. 中药行业质量优化正当时，行业发展潜力巨大.....	7
2.2. 医药政策不断出台背景下，挑战与机遇并存.....	9
3. 构建主打+潜力+储备的产品梯队，持续探索业绩新增长点.....	10
3.1. 主打：四磨汤口服液——营收稳定增长的主力单品.....	11
3.2. 潜力：多品种蓄势待发，天麻新系列打造业绩拐点.....	13
3.3. 储备：推陈出新+开展一致性评价，备战覆盖新需求.....	15
4. 提升供应链实力，全方位助力营销开发新市场.....	16
4.1. 外延方式向种植端延伸，强化原材料掌控能力.....	16
4.2. 自动化打破产能瓶颈，高效生产为前端提供可靠支撑.....	17
4.3. 营销重心从 B 端向 C 端下沉，打开市场新空间.....	19
5. 盈利预测与投资建议.....	20
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：汉森制药发展历程.....	4
图 2：公司结构示意图.....	4
图 3：南岳生物制药公司结构.....	5
图 4：公司营收与同比增速（百万元，%）.....	5
图 5：公司归母净利润与同比增速（百万元，%）.....	5
图 6：公司毛利率与净利率（%）.....	6
图 7：公司三费占营收比例（%）.....	6
图 8：公司 ROE 于 2016 年后回升（%）.....	6
图 9：公司 EPS 于 2016 年后回升（元）.....	6
图 10：三湘银行股本结构.....	7
图 11：三湘银行业绩情况（百万元）.....	7
图 12：归属汉森制药的投资收益（百万元）.....	7
图 13：中药产业链示意图.....	7
图 14：药材种植面积（千公顷，%）.....	8
图 15：药材产量（万吨，%）.....	8
图 16：中成药制造高技术产业企业数(个).....	8
图 17：中成药制造主营业务收入、利润总额及利润率（亿元，%）.....	8

图 18: 中草药及中成药成交额结构及占药品总额的比例 (亿元, %)	9
图 19: 公立医院中药收入及占总药品收入比例 (亿元, %)	9
图 20: 2018 年公司产品营收结构 (%)	10
图 21: 四磨汤产品示意图	12
图 22: 四磨汤营收及同比增速 (百万元, %)	12
图 23: 四磨汤毛利及毛利率 (百万元, %)	12
图 24: 银杏叶胶囊产品示意图	13
图 25: 银杏叶胶囊营收及同比增速 (百万元, %)	14
图 26: 银杏叶胶囊毛利及毛利率 (百万元, %)	14
图 27: 天麻产品示意图	14
图 28: 云南永孜堂-天麻醒脑胶囊营收及同比增速 (百万元, %)	15
图 29: 云南永孜堂-天麻醒脑胶囊毛利及毛利率 (百万元, %)	15
图 30: 其他药品历年营收 (百万元)	15
图 31: 其他药品历年毛利率对比 (%)	15
图 32: 造影剂-复方泛影葡胺注射液	15
图 33: 造影剂-碘海醇注射液	15
图 34: 南洞庭湖区枳壳成苗基地	17
图 35: 公司医药工业产量 (量按营收折算为金额, 百万元, %)	17
图 36: 公司医药工业库存 (量按营收折算为金额, 百万元, %)	17
图 37: 公司生产线及质检中心示意图	18
图 38: 公司注射剂新版 GMP 证书	18
图 39: 片剂、口服液、硬胶囊剂 (含中药提取) 新版 GMP 证书	18
图 40: 公司研发投入及占总营收比例 (百万元, %)	19
图 41: 公司与多家研究机构建立了密切的合作关系	19
图 42: 销售人员及占员工总数比例 (人, %)	19
图 43: 员工结构-按专业构成 (%)	19
图 44: 公司药品历年营收-按地区 (百万元)	20
图 45: 2018 年各地区药品营收占比 (%)	20
表 1: 近年医药行业政策梳理	9
表 2: 近年来国家出台的中医药政策	10
表 3: 公司主要产品	11
表 4: 盈利预测基本假设	20
表 5: 公司盈利预测假设 (百万元)	20
表 6: 估值对比 (截至 2019 年 7 月 31 日)	22

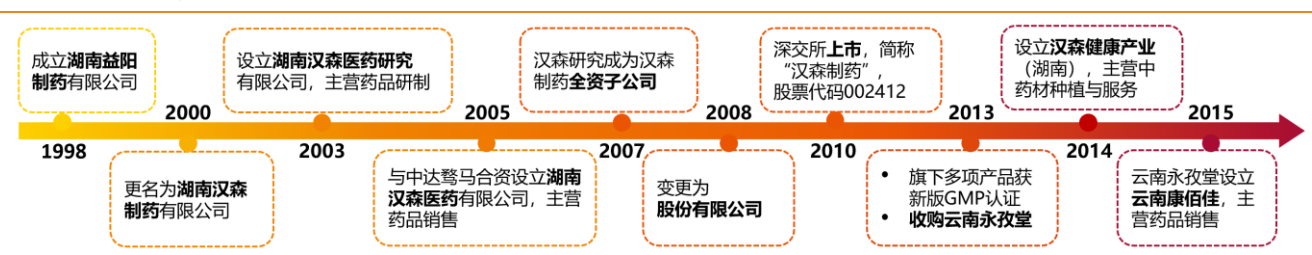
1. 汉森制药：二十年打造区域药品领军企业

湖南汉森制药股份有限公司成立于1998年，2010年5月于深交所上市，股票代码为002412。公司主营药品的研发、生产和销售，是湖南省高新技术企业和湖南省重点医药工业企业。公司产品以中西药制剂为主，目前营收过亿单品包括四磨汤口服液、银杏叶胶囊。

1.1. 深耕中成药领域，发展历程紧密围绕主业

公司前身为国有企业，改制后成为湖南益阳市第一家上市公司。公司前身为湖南益阳制药有限公司，于1998年由益阳国资公司以湖南益阳制药厂的部分流动资产作为出资，与其他13位自然人共同组建；1999年，公司经历破产，由汉森投资（原海南汉森）及其子公司深圳汉森收购；2000年，公司更名为湖南汉森制药有限公司；2008年，公司变更为股份有限公司，发起人主要包括汉森投资和上海复星，后于2010年5月在深交所上市。

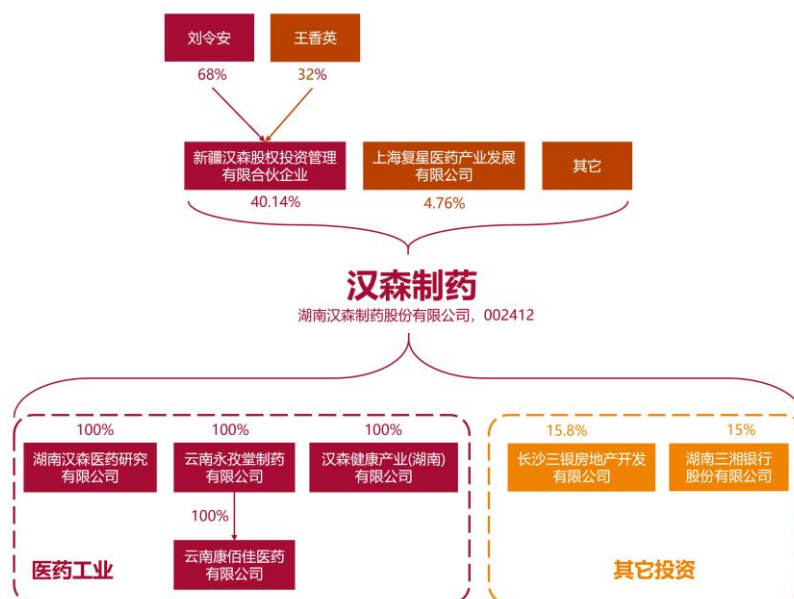
图 1：汉森制药发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

发展紧密围绕主营业务展开，布局结构清晰。主营业务方面：公司目前拥有控股子公司3家，包括：1) 湖南汉森医药研究有限公司，于2003年设立，主营药品研制；2) 云南永孜堂制药有限公司，公司于2013年收购其80%股份，主营云药的生产销售。云南永孜堂制药于2015年全资设立云南康佰佳医药有限公司，主营药品销售；3) 汉森健康产业(湖南)有限公司，于2014年设立，主营中药材种植与大健康服务，旨在推进公司产业链向上延伸至中药材规范种植，向下延伸至大健康产业；投资业务方面：公司于2016年与三一重工合资设立了湖南三湘银行，公司持有其股权15%；2018年公司参股长沙三银房地产开发有限公司股权15.8%。二者投资收益或可为公司利润带来优质增量。

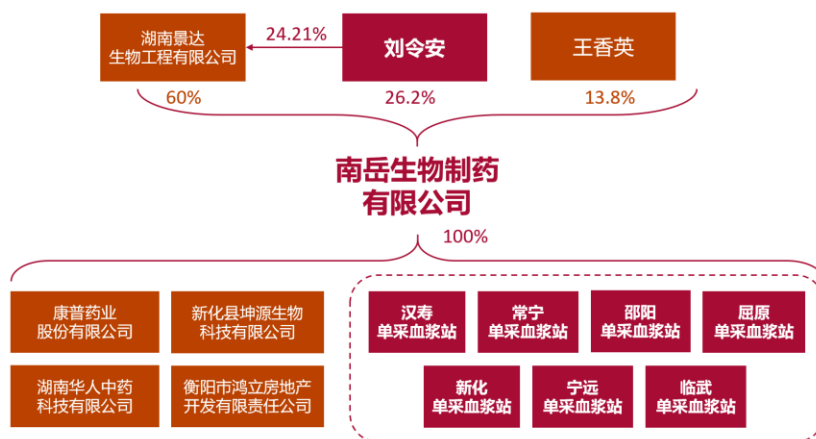
图 2：公司结构示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

刘令安先生为公司实际控制人，同时担任湖南省医药行业协会会长，以及南岳生物制药实际控制人。公司股权较为集中，便于业务开展。刘令安先生为公司董事长和实际控制人，合计持股约 27.30%，同时担任楚天科技（300358）的董事，并为南岳生物制药有限公司的董事和第一大股东，合计持有南岳生物制药的股份大于 40%。南岳生物制药始建于 1968 年，前身为广州军区后勤供血研究所，目前已成为国家首批血液制品生产企业之一，也是湖南省唯一的血液制品生产厂家，公司下辖 7 个单采血浆站，主要产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（PH4）、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白。

图 3：南岳生物制药公司结构

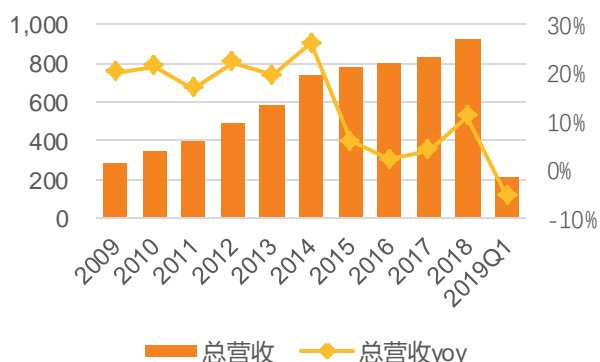


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 业绩快速上行，盈利能力持续边际改善

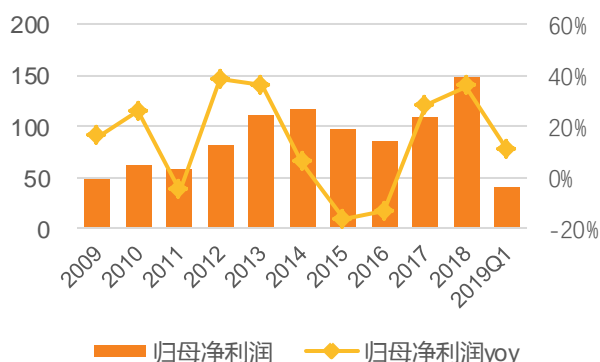
公司营收持续上涨，净利润近年来呈现上行趋势。公司通过打造明星单品、打造潜力产品逐渐多元化产品结构提升竞争力与抗风险能力，并持续优化供应链实力支持前端市场开拓，实现营收长期稳健增长。2018 年，公司实现营收 9.22 亿元，同比增 11.09%，归母净利润 1.48 亿元，同比增 35.60%，业绩的增长一方面是因为加大了对产品营销的力度，另一方面得益于内控机制的加强。2019 年第一季度，公司实现营收 2.14 亿元，同比降 5.44%，归母净利润 0.40 亿元，同比增 10.52%。

图 4：公司营收与同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润与同比增速（百万元，%）

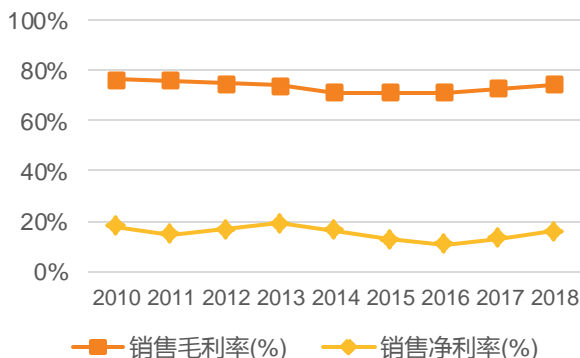


资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利能力强，销售成本提升背景下净利率仍呈现上行态势。公司盈利能力与医药行业特征相符，具有毛利率高，销售费用率高的特点。公司毛利率长期保持在 70% 以上，2018 年，公司毛利率为 74.32%，较上年增 1.43pct。净利率为 16.00%，较上年增 2.89%，净利率得以提升的原因有三：1) 公司产品结构调整、销售进一步扩容；2) 内部控制良好，公司销售费用、管理费用、财务费用占总营收比例较为稳定，2018 年三者分别为 45.93%（较上年

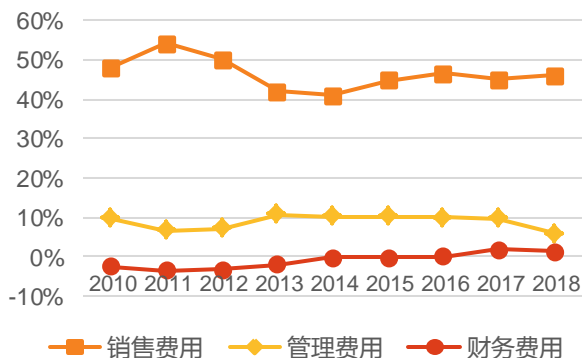
+0.95pct)、5.99% (-3.76pct)、1.41% (-0.40pct); 3) 投资收益的提升。湖南三湘银行是公司三一重工的联营企业, 公司对其直接持股 15%, 2018 年三湘银行实现净利润 1.53 亿元, 来自优质投资标的的收益有效提升了公司净利率水平。

图 6: 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

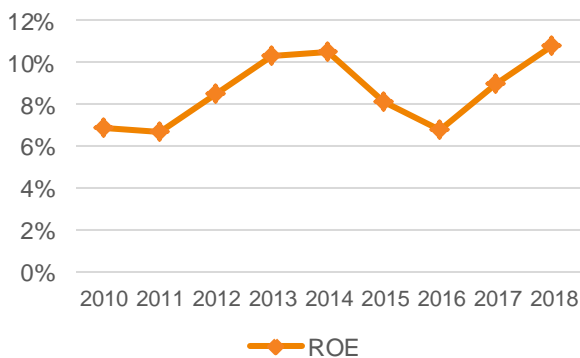
图 7: 公司三费占营收比例 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

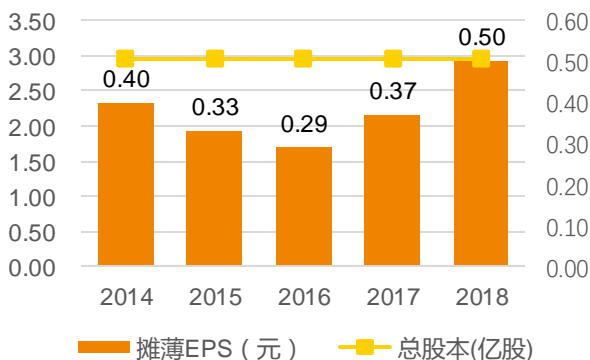
ROE 自 2016 年重回上升通道, 公司自有资金利用效率不断提高。2013 至 2016 年, 公司业绩因受不实传闻事件影响, 拖累 ROE 与 EPS 指标。后因公司不断优化产品结构与销售体系, 2016 年后二者均呈上升趋势。2018 年, 公司 ROE 为 10.82%, 较上年增 1.9pct, 公司自有资金利用效率的不断提高; 2014 年至 2018 年间公司总股本为 2.96 亿股, 此期间 EPS 于 2016 年后回升, 反映公司盈利能力提升, 2018 年为 0.50 元, 较上年增 35.14%。

图 8: 公司 ROE 于 2016 年后回升 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 公司 EPS 于 2016 年后回升 (元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

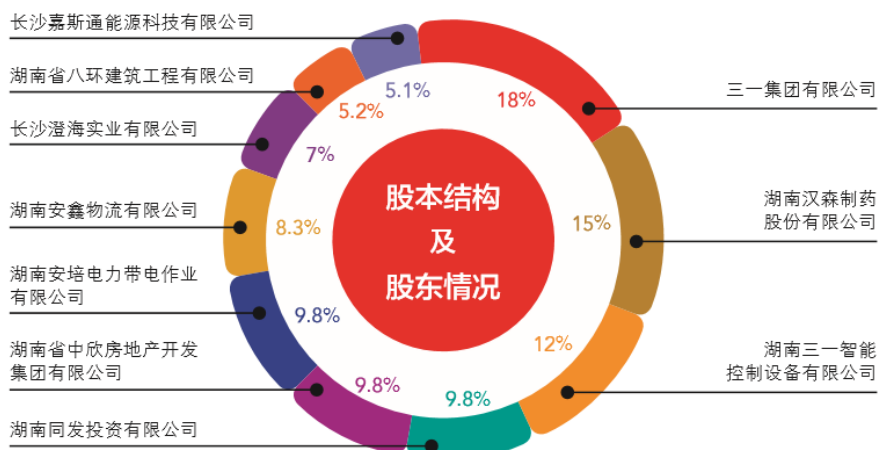
1.3. 对外参股优质标的, 高投资收益优化利润

参股三湘银行, 服务产业金融。公司携手三一集团等 10 家民营企业, 于 2016 年 12 月共同设立了湖南三湘银行。截至 2018 年, 三一集团持股比例达 18%, 为三湘银行第一大股东, 汉森制药持股比例为 15%, 为第二大股东。三湘银行致力于发展成为一家专业服务于“中国制造 2025”国家战略、服务于产业链金融、科技引领实现普惠金融的创新型民营银行, 主攻包括高端制造、医药医疗、文化旅游、新能源与新材料以及政府平台在内的五大方向。

目前, 三湘银行的业务范围包括: 1) **产业银行。**围绕核心企业, 以产业供应链整合上下游, 缓解小微企业融资难题; 2) **发展普惠,**重点方向有普惠金融、惠农金融、社区金融等, 以“建设高收益 2C 端的信贷银行、建设数字化的零售交易和结算银行、建设民营银行中最具特色的零售精品银行”为目标; 3) **同业金融。**目前公司已基本形成股份制银行基本覆盖, 省内城农商行全覆盖, 全国同业机构重点合作的同业业务网络; 4) **科技金融:** 公司全年共启动 49 个系统建设, 其中 41 个系统完成投产; 加速对接人行二代支付、超级网银等系统; 将区块链技术和在线供应链业务相结合, 已于 2018 年 4 月 30 日成功落地第

一笔业务。

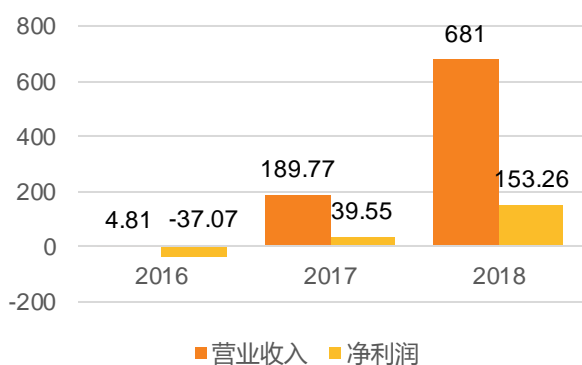
图 10：三湘银行股本结构



资料来源：三湘银行 2018 年年报，天风证券研究所

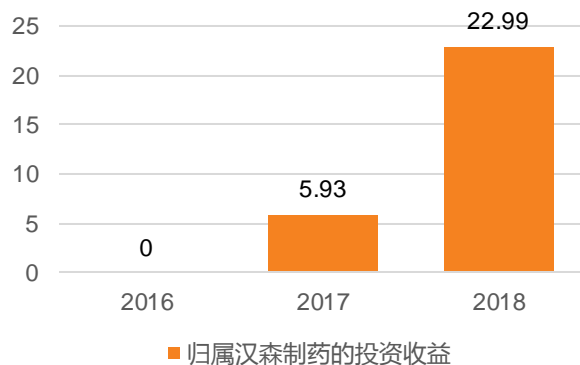
三湘银行现已实现利润，或将持续为汉森制药带来可观投资收益。三湘银行于 2017 年实现正营收，同年实现正利润，盈利能力强。2017 年、2018 年，三湘银行分别实现营收 1.90/6.81 亿元，净利润 0.40/1.53 亿元。汉森制药于 2017 年、2018 年分别获得投资收益 0.06/0.23 亿元，公司的利润结构得到显著优化。我们认为，随着三湘银行业务持续开展，未来或将成为汉森制药盈利能力的一大强力保障。

图 11：三湘银行业绩情况（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：归属汉森制药的投资收益（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 中药行业调整进行时，鼓励政策频繁出台利好发展

2.1. 中药行业质量优化正当时，行业发展潜力巨大

中药产业链由上游的中药材种植企业，中游的药饮片及中成药等制药厂，下游的医院、药店、商超等营销平台组成。

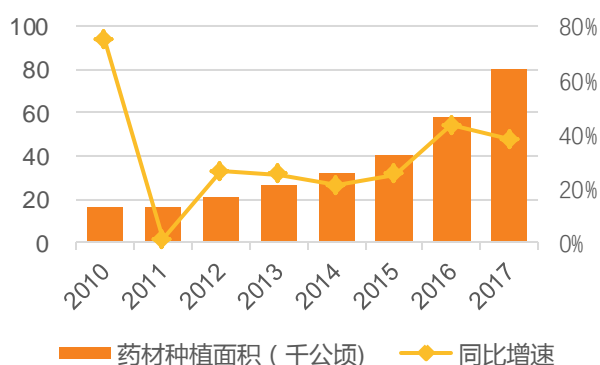
图 13：中药产业链示意图



资料来源：天风证券研究所

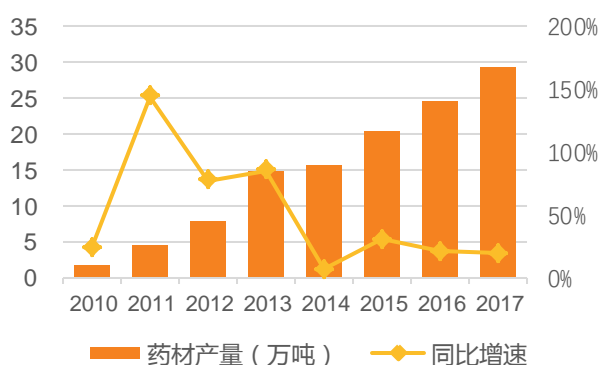
上游：药材种植面积与产量双增长。药材种植面积逐年扩大，2017 年药材种植面积达到 8 万公顷，2010 年-2017 年间的 CAGR 达到 25.19%；药材产量逐年上升，2017 年药材产量达到 29.23 万吨，2010 年-2017 年间的 CAGR 达到 48.45%。我们认为，供给端面积和产量的增加丰富了制造企业在原材料方面的选择，在优化质量和品种的同时，也有利于制造企业提高议价权、平滑原材料价格上涨风险。

图 14：药材种植面积（千公顷，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：药材产量（万吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

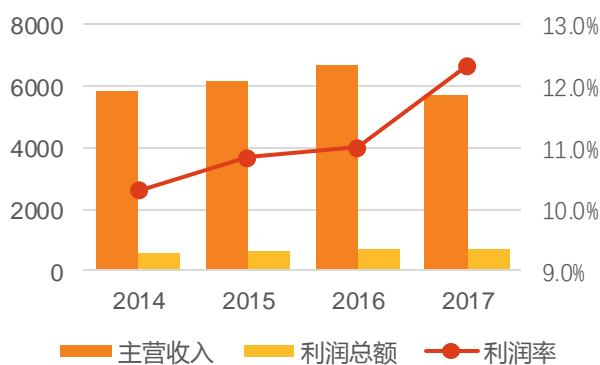
中游：产能优化进行时，制造企业数量减少的同时质量提升。根据国家统计局数据，2017 年，我国中成药制造高技术产业企业数量为 1624 个，较 2016 年减少 16 个；从中成药制造业的营收情况来看，主营业务收入和利润总额于 2017 年有所调整，而利润率却在逐年走高。结合企业数量和营收情况来看，我们认为这反映出中成药制造业正在经历产能调整，尽管部分落后产能被淘汰，但相应的盈利能力也正在提高。

图 16：中成药制造高技术产业企业数(个)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：中成药制造主营业务收入、利润总额及利润率（亿元，%）

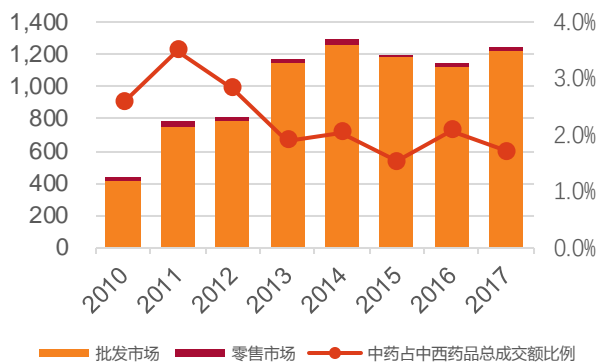


资料来源：药智网，天风证券研究所

下游：中药销售占总体药品市场比例小，公立医院需求持续增长。2017 年，中草药及中成药的成交额占中西药品总成交额的比例仅为 1.70%，中草药及中成药本身交易结构，其中以批发市场渠道为主，中草药及中成药在批发市场的成交额达 1226.70 亿元，占中草药及中成药总成交额的 98.21%，零售市场渠道仅为 1.79%；公立医院的中药收入和其占药品总收入的比例均在逐年上升，2017 年公立医院中药收入为 988.7 亿元，占总药品收入比为 12.47%，这反映出公立医院对中药的需求持续增长。我们认为，公立医院作为当前中药实

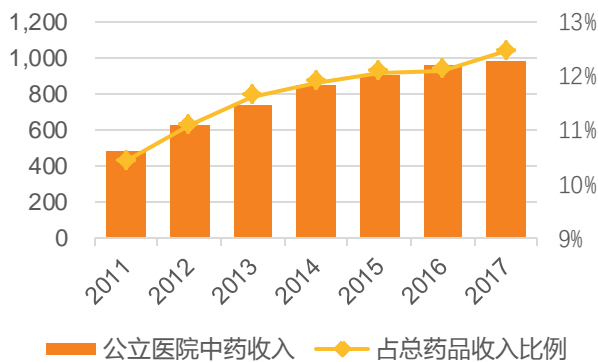
现营收的主要渠道之一，其需求变化具有代表性，该需求变化趋势或逐渐反映到药品整体市场中，而目前中药在整体市场占比较小，未来行业发展潜力巨大。

图 18: 中草药及中成药成交额结构及占药品总额的比例 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 公立医院中药收入及占总药品收入比例 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 医药政策不断出台背景下，挑战与机遇并存

医改政策持续出台，在提升消费者权益的同时，也给有关企业从产业链的各个环节带来挑战。为解决我国医药行业长期存在的药品价格与医疗费用不合理等问题，国家相继出台了多项医改政策，包括“两票制”、带量采购、价格联动、医保目录调整、医保控费等，有关企业为符合政策在采购和流通环节的要求，需要调整自身整体供应链以应对。我们认为，自身供应链原本较为贴近要求及拥有相应资源的龙头企业将在医改中受益。

表 1: 近年医药行业政策梳理

时间	发布部门	文件名称	措施	内容
2015.2.9	国务院办公厅	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	价格联动	在公立医院改革试点城市，允许以市为单位在省级药品集中采购平台上自行采购。试点城市成交价格不得高于省级中标价格。试点城市成交价格明显低于省级中标价格的，省级中标价格应按试点城市成交价格进行调整。
2016.12.26	国务院医改办等八部委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》	两票制	“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票；鼓励公立医疗机构与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与流通企业结算配送费用；公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。
2017.2.23	人力资源和社会保障部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)》	医保目录调整	新增 339 个品种（西药 133 个、中成药 206 个）；对六类药物予以重点考虑（儿童药、创新药、重大疾病治疗药物、中药和民族药、国家谈判药品、国家基本药物）；确定 45 个拟谈判药品，涵盖肿瘤、心脑血管疾病、糖尿病等重大疾病用药。
2017.6.28	国务院办公厅	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	医保控费	进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合支付方式；选择部分地区开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点；强化医保对医疗行为的监管。
2018.11.15	联合采购办公室	《4+7 城市药品集中采购文件》	带量采购	在 11 个试点城市（4 个直辖市：北京、上海、天津、重庆；7 个副省级城市：沈阳、大连、广州、深圳、厦门、成都和西安）开展药品集中采购。确定了 31 个品种（42 个品规），所涉及的原研或通过一致性评价的仿制药都可以参与申报。

资料来源: 国务院, 天风证券研究所

国家政策频繁鼓励，中药行业有望迎来曙光。近年来，中医药的发展逐渐受到国家重视，

国家相继出台了《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》、《中华人民共和国中医药法》《“健康中国2030”规划纲要》等多项文件以规范中医药，从规划到立法，再到种植、研发、生产、流通各环节，全方位助推中医药产业成长。我们认为，政策红利的释放提振了有关企业的信心，有利于行业良性发展。

表 2：近年来国家出台的中医药政策

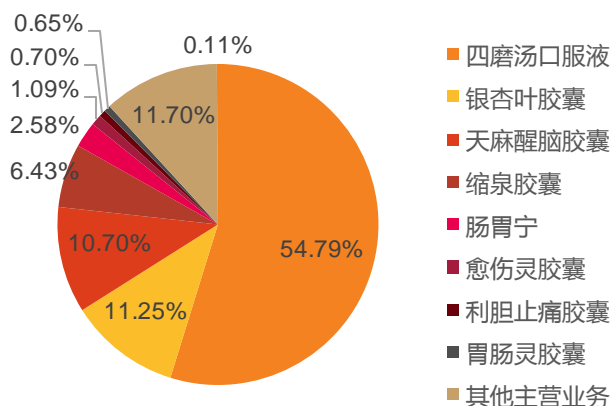
时间	相关政策	发布部门
2019.6.4	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	国务院
2018.12.18	《全国道地药材生产基地建设规划(2018—2025 年)》	农业农村部、国家药监局、中医药局
2018.11.6	《证候类中药新药临床研究技术指导原则》	国家药监局
2018.10.8	《商务部办公厅 财政部办公厅关于肉类蔬菜中药材流通追溯体系建设试点指导意见的通知》	商务部、财务部
2018.9.28	《中药品种保护条例》	国务院
2018.8.31	《中药饮片质量集中整治工作方案》	国务院
2018.6.9	《中药药源性肝损伤临床评价技术指导原则》	国家药监局
2018.6.1	《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	国家药监局
2018.4.19	《省级中药饮片炮制规范修订的技术指导原则》	国家药监局
2018.4.16	《古代经典名方目录（第一批）》	中医药局
2018.2.26	《中药资源评估技术指导原则》	国务院
2018.2.26	《中成药规格表述技术指导原则》	国家药监局
2017.11.28	《中成药通用名称命名技术指导原则》	国家药监局
2017.9.22	《中医诊所备案管理暂行办法》	国家卫健委
2016.12.26	中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）	中医药局、国家发改委
2016.12.25	《中华人民共和国中医药法》（中国对中医药的首部法律）	全国人大常委会
2016.10.25	《“健康中国 2030”规划纲要》	国务院
2016.2.26	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	国务院

资料来源：国务院，农业农村部、国家药监局、中医药局，商务部、财务部，政府网，天风证券研究所

3. 构建主打+潜力+储备的产品梯队，持续探索业绩新增长点

公司剂型丰富，主要剂型包括大容量注射剂、小容量注射剂、口服液、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、糖浆剂、煎膏剂、酏剂、丸剂等。产品类型覆盖中成药、化学药、医用制剂。主要产品包括四磨汤口服液、银杏叶胶囊、天麻醒脑胶囊、缩泉胶囊、肠胃宁、愈伤灵胶囊、利胆止痛胶囊、胃肠灵胶囊、抗感灵片等。

图 20：2018 年公司产品营收结构（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 公司主要产品

类型	药品名称	主要功能
中成药	四磨汤口服液	顺气降逆, 消积止痛; 婴幼儿乳食内滞症、厌食纳差、腹胀、腹痛、腹泻或便秘; 中老年气滞、食积症、脘腹胀满、腹痛、便秘; 腹部手术后促进肠胃功能的恢复; 在治疗或配合 治疗黄疸及高胆红素血症、病毒性肠炎、便秘型肠易激综合症、中毒性肠麻痹等方面也有较好疗效。
	缩泉胶囊	补肾缩尿。用于肾虚之小便频数, 夜卧遗尿。
	银杏叶胶囊	活血化瘀, 通脉舒络。用于血瘀症引起的胸痹、中风, 症见胸闷、心悸、舌强语蹇、半身不遂等。
	天麻醒脑胶囊	滋补肝肾, 通络止痛。用于肝肾不足所致头痛头晕, 记忆力减退, 失眠, 反应迟钝, 耳鸣, 腰酸。
	愈伤灵胶囊	活血散瘀, 消肿止痛。用于跌打挫伤, 筋骨瘀血肿痛, 亦可用于骨折的辅助治疗。
	百贝益肺胶囊	滋阴润肺, 止咳化痰。用于治疗肺阴不足咳嗽, 慢性支气管炎咳嗽。
	苦参胶囊	清热燥湿, 杀虫。用于湿热蕴蓄下焦所致的痢疾, 肠炎, 热淋及阴肿阴痒, 湿疹, 湿疮等。
	藿香正气水	解表化湿, 理气和中。用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒, 症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻; 胃肠型感冒见上述证候者。
	陈香露白露片	健胃和中, 理气止痛。用于胃溃疡, 糜烂性胃炎, 胃酸过多, 急性、慢性胃炎, 肠胃神经官能症和十二指肠炎等。
化学药	消癌平胶囊	抗癌, 消炎, 平喘。用于食道癌、胃癌、肺癌, 对大肠癌、宫颈癌、白血病等多种恶性肿瘤, 亦有一定疗效, 亦可配合放疗、化疗及手术后治疗。并用于治疗慢性气管炎和支气管哮喘。
	复方氨酚烷胺片	适用于缓解普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。
	丙硫氧嘧啶片	用于各种类型的甲状腺功能亢进症。
	卡托普利片	用于高血压及心力衰竭。
	碳酸氢钠片	用于缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感(烧心)、反酸。
	贝诺酯片	用于普通感冒或流行性感冒引起的发热, 也用于缓解轻至中度疼痛如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛、痛经。
	吡拉西坦片	适用于急、慢性脑血管病、脑外伤、各种中毒性脑病等多种原因所致的记忆减退及轻、中度脑功能障碍。也可用于儿童智能发育迟缓。
医用制剂	西咪替丁片	用于缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感(烧心)、反酸。
	碘海醇注射液	X 线造影剂。可用于心血管造影、动脉造影、尿路造影、静脉造影、CT 增强检查、颈、胸和腰段椎管造影、经椎管蛛网膜下腔注射后 CT 脑池造影、关节腔造影、经内窥镜胰胆管造影(ERCP)、疝或瘘道造影、子宫输卵管造影、涎腺造影、经皮肝胆管造影(PTC)、窦道造影、胃肠道造影和“T”型管造影等。
	泛影葡胺注射液	用于静脉和逆行性尿路造影; 脑、胸、腹及四肢血管造影, 静脉造影及 CT; 还可用于 关节腔造影, 瘘管造影, 子宫输卵管造影, 内窥镜逆行性胰胆管造影(ERCP), 涎管造影及其他检查。

资料来源: 公司 2018 年年报, 天风证券研究所

我们认为, 公司目前产品按策略可分为**主打、潜力、储备**三个层面。

3.1. 主打: 四磨汤口服液——营收稳定增长的主力单品

四磨汤口服液是公司长期以来的主打产品, 在国内非处方消化类药品中排名前列。四磨汤口服液源自明代“四磨饮”古方, 对于肠胃疾病、功能性消化系统疾病、便秘的治疗有明显效果, 适用从新生儿到老年人的广大人群。四磨汤口服液为国家医保目录乙类产品, 是公司独家生产品种, 已获批中药保护品种, 是目前市场上唯一的**复合型肠胃动力药**。根据

中国非处方药物协会公布的“2018 年非处方药物企业及产品统计调查结果”显示，在 2018 年度中国非处方药产品综合统计排名（中成药·消化类）中，汉森四磨汤口服液位居第三。

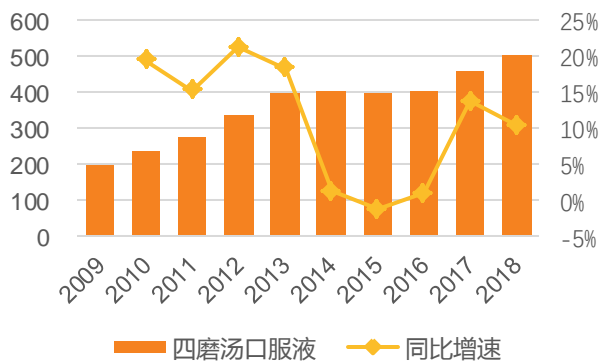
图 21：四磨汤产品示意图



资料来源：汉森制药公司官网，天风证券研究所

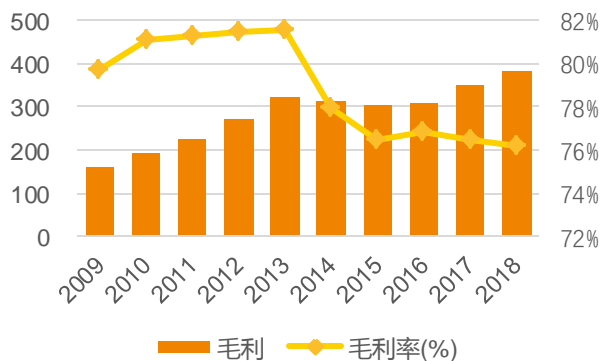
业绩方面，四磨汤口服液营收总体呈现上升趋势。根据公司历年数据，2009 年至 2012 年，产品营收呈现快速上涨趋势，CAGR 达到 18.63%；2013 年至 2016 年，该产品因不实舆论承压而导致同比增速下降，CAGR 仅为 0.36%，公司在此期间通过各类宣传手段向行业及消费者普及相关常识，使产品业绩增速于 2017 年起重回上行趋势。2018 年，四磨汤口服液实现营收 5.05 亿元，同比增 10.46%。产品毛利也总体呈现上升趋势，毛利率常年维持在 75%以上，即便在 2013 年至 2016 年间也保持在较稳定的可控区间内，反映出产品具有较强的盈利能力。

图 22：四磨汤营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：四磨汤毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发方面，公司长期致力于提升四磨汤口服液的品质及消费者认可度，包括以下四个维度：

- **质量。**2010 年，公司四磨汤物质基础研究取得重要进展：制定了四磨汤成品标准指纹图谱，明确了主要有效部位和主要有效成分，并完成了有效部位最佳配比研究；2011

年制定了四磨汤成品新质量标准和药材指纹图谱；

- **工艺。**2011 年初步确定了无糖型四磨汤口服液处方和工艺；2012 年完成了无糖型四磨汤口服液工艺研究和四磨汤滴丸工艺研究；2014 年，新老车间技改完成后，由于自动化程度大幅提高，长期困扰公司的产能瓶颈问题也从根本上得到解决。
- **专利。**公司于 2010 年申报了“四磨汤蜜丸、四磨汤浓缩丸、四磨汤咀嚼片”专利以及“四磨汤制剂的检测方法及多指标成分指纹图谱的构建方法”专利，并受让了四磨汤滴丸专利；2011 年，公司申请了四磨汤浓缩丸、蜜丸、咀嚼片、干混悬剂、泡腾片、口服凝胶剂等六个剂型的发明专利和两项质量标准专利；2012 年“四磨汤浓缩丸及其制备方法”获得国家发明专利；
- **品牌。**2010 年，公司参与的“四磨汤治疗功能性胃肠病的效应及产业化研究”项目荣获湖南省科学技术进步奖一等奖；2011 年，公司“四磨汤口服液质量控制技术产业化”项目成功申报国家科技部 2011 年国家火炬计划产业化项目；2018 年四磨汤口服液中药保护品种获批国家二级中药保护品种证书，四磨汤口服液的安全性再评价完成总结报告。

3.2. 潜力：多品种蓄势待发，天麻新系列打造业绩拐点

公司除四磨汤口服液外还生产和研发多种中成药制剂，其中银杏叶胶囊营收已过亿，天麻醒脑胶囊、缩泉胶囊、肠胃宁、愈伤灵胶囊、利胆止痛胶囊和胃肠灵胶囊等也已产生了百万到千万元级不等的收入，其中不乏增速较快的潜力产品。

银杏叶胶囊为公司第二大产品。该胶囊主要用于血瘀症引起的胸痹、中风，症见胸闷、心悸、舌强语蹇、半身不遂等，在心脑血管病的治疗上具有独特效果。公司生产的银杏叶胶囊为国家优质优价产品，乙类医保品种，在同类产品中的银杏总黄酮醇苷含量最高（公司每粒胶囊银杏总黄酮醇苷含量 40mg，同类产品为 9.6mg）。

图 24：银杏叶胶囊产品示意图

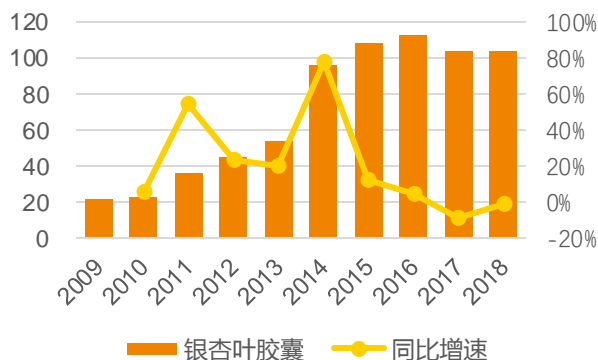


资料来源：汉森制药公司官网，天风证券研究所

业绩方面，银杏叶胶囊的营业收入近年保持稳定。2018 年，该胶囊实现营业收入 1.04 亿元，同比降 0.19%，2009 年到 2018 年间 CAGR 达 18.60%，毛利总体呈现上升趋势，2018 年实现毛利 0.89 亿元，毛利率达 86.13%，毛利率近年来都维持在 85%以上，可见其盈利能

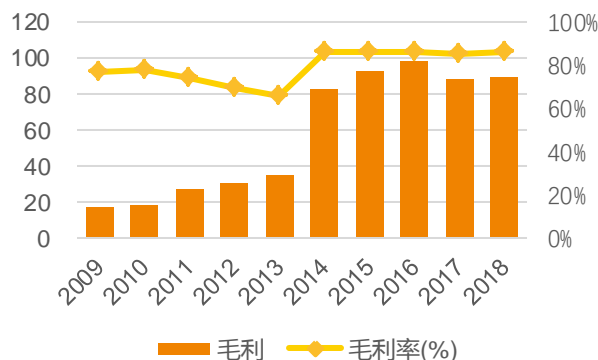
力较强。

图 25：银杏叶胶囊营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：银杏叶胶囊毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

天麻醒脑胶囊为公司第三大产品，由公司的全资子公司永孜堂制药负责生产。该胶囊主要用于肝肾不足所致头痛头晕，记忆力减退，失眠，反应迟钝，耳鸣，腰酸。该胶囊为全国独家品种，其组方和工艺均获得国家专利，同时被纳入云南省基本用药目录、2017 年全国新增医保目录和 2015 年版药典。

云南永孜堂制药成立于 2003 年，地处中国天麻原产地域保护所在地---云南省昭通市，是一家集种植、科研、生产、销售和服务为一体，以打造中国现代高原植物药第一品牌和弘扬民族医药为己任的民营企业。永孜堂制药下辖全资子公司：云南康佰佳医药有限公司，主要负责代理肠胃宁胶囊的销售，2018 年肠胃宁胶囊实现营收 2380 万元。

公司为进一步扩大主营业务规模、丰富产品结构，分别在 2013 年 11 月和 2016 年 1 月对永孜堂制药进行股权收购，最终实现对永孜堂制药的完全控股。根据公司公告，收购完成后，公司形成了以四磨汤口服液、胃肠灵胶囊、肠胃宁片为主的胃肠疾病用药产品系列，以银杏叶胶囊、天麻醒脑胶囊、参七心疏胶囊为主的心脑血管疾病用药产品系列，永孜堂产品系列或将成为公司新的利润增长来源。

天麻醒脑胶囊为永孜堂制药的主要产品，每年为永孜堂制药贡献约 50% 的营业收入。昭通天麻是天麻醒脑胶囊的主要原材料。得益于较难复制的地理环境、独有的林下仿野生种植和传统的天麻加工工艺，昭通天麻的天麻素含量位居全国榜首，以其较高的药用保健价值和独特品质从上游建立了原材料壁垒。

图 27：天麻产品示意图

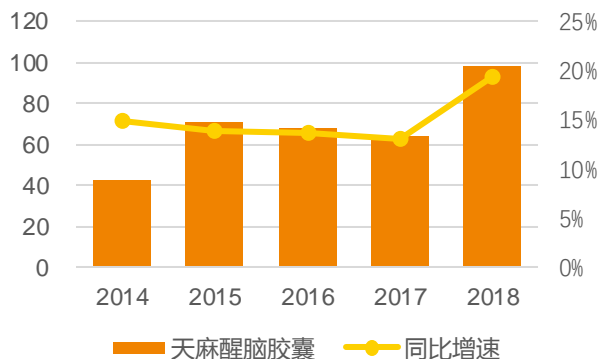


资料来源：云南永孜堂制药公司官网，天风证券研究所

营收方面，天麻醒脑胶囊整体呈现上升趋势，2018 年实现营收 0.99 亿元，同比增 19.33%，是该药品自推出以来增速最快的一年，产品毛利同样呈现整体上升趋势，2018 年实现毛利 0.8 亿元，毛利率常年保持在 80% 左右，产品盈利能力强。根据公司 2018 年年报，公司未

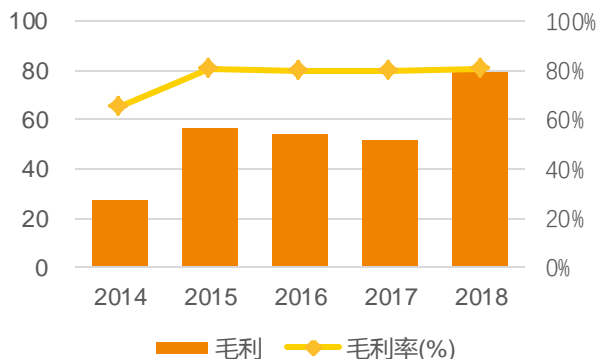
来将以天麻醒脑胶囊为主，打造现代高原药第一品牌，同时，公司计划 2019 年使天麻醒脑胶囊回归主流市场，该产品业绩或将实现进一步的突破。我们认为，公司战略反映出公司或将在推动天麻醒脑胶囊成为明星单品的同时，进一步挖掘其道地资源的优势，围绕云南昭通天麻开发更多潜力产品。

图 28：云南永孜堂-天麻醒脑胶囊营收及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

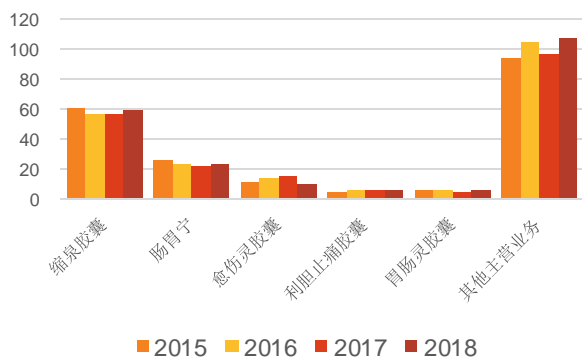
图 29：云南永孜堂-天麻醒脑胶囊毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

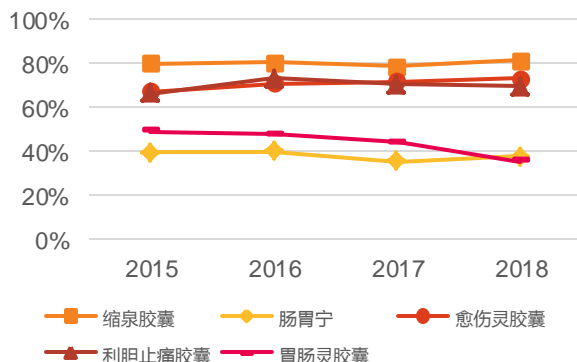
除以上三种主要产品外，公司生产的缩泉胶囊、肠胃宁、愈伤灵胶囊、利胆止痛胶囊和胃肠灵胶囊也贡献了可观营收。利胆止痛胶囊和其他主营业务的营业收入上行趋势明显；其中其他主营业务的营收在 2018 年达到 1.08 亿元，同比增 37.83%，我们认为这或可反映出公司潜力药品中除已崭露头角的产品外，仍存在可助力公司未来业绩高成长的潜力药品。毛利率方面，2018 年缩泉胶囊、肠胃宁、愈伤灵胶囊、利胆止痛胶囊、胃肠灵胶囊等其他药品的毛利率分别为 81.04%、37.63%、73.14%、69.55%、35.51%，从毛利率的历年走势来看，这些药品均保持了相对稳定的盈利能力。

图 30：其他药品历年营收（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：其他药品历年毛利率对比（%）



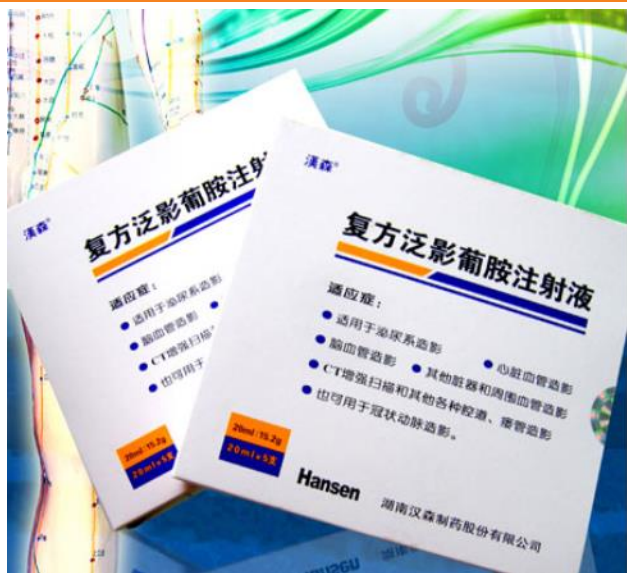
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 储备：推陈出新+开展一致性评价，备战覆盖新需求

推陈出新，研发新药的同时挖掘已有产品潜力，为公司内生增长打下基础：根据公司公告，1) 明星产品部分，公司启动四磨汤口服质量控制高技术产业示范工程、开发四磨汤保健食品、进一步拓展四磨汤口服液市场；2) 以天麻醒脑胶囊为主，继续做大品牌影响力；3) 其他产品部分，重振造影剂销售，将造影剂系列产品和康佰佳的代理品种——肠胃宁胶囊、汉森制药和永孜堂制药的普药产品分列出来，将原有的四大业务板块扩充为六大业务板块；4) 进一步强化专业化分工，实现营销要素的更优组合。

图 32：造影剂-复方泛影葡胺注射液

图 33：造影剂-碘海醇注射液



资料来源：汉森制药官网，天风证券研究所



资料来源：汉森制药官网，天风证券研究所

化药一致性评价进程加速推进，打造业绩新增长点。随着 2016 年《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》的发布，仿制药一致性评价正式全速、全面进入快车道。制药企业纷纷入场，汉森制药也加速布局，积极开展一致性评价，为市场拓展提供产品储备。早在 2016 年，公司便开始布局化药仿制药的一致性评价领域，筛选出 21 个拟评价品种，并计划一致性评价工作；2017 年，公司卡托普利片一致性评价启动 BE 试验；碳酸氢钠片一致性评价完成处方和工艺确认，进行稳定性考察；雷尼替丁胶囊、卡马西平片一致性评价完成中试生产，进行稳定性考察；2018 年，碳酸氢钠片、卡托普利片、雷尼替丁胶囊已向国家药品监督管理局递交申报资料，卡马西平正在进行人体生物等效性试验。根据公司 2018 年年报，2019 年，公司将继续推进已申报品种的一致性评价项目，并适时启动碘海醇注射液、复方泛影葡胺注射液或其他免 BE 品种的一致性评价工作。根据公司 2019 年 4 月发布的《关于碳酸氢钠片通过一致性评价的公告》，碳酸氢钠片已通过药监局的仿制药一致性评价，即将面向市场开放。

4. 提升供应链实力，全方位助力营销开发新市场

4.1. 外延方式向种植端延伸，强化原材料掌控能力

公司产品的原材料获取方式有二：1) **通过对外采购形式**。公司采购形式多样灵活。根据 2018 年年报，公司前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为 39.09%，第一大供应商所占比例仅为 16.49%，供应商集中度较低，来自供应商的价格风险较低；2) **自建道地药材供应渠道**。公司目前在南洞庭湖区和滇北高原已建立主导产品的优质中药材种植基地，其中南洞庭湖区种植基地由公司子公司汉森健康建设，以枳壳种植为主；考虑到公司全资子公司永孜堂制药的地理位置，我们认为滇北高原种植基地由永孜堂制药建设，并以种植天麻为主。

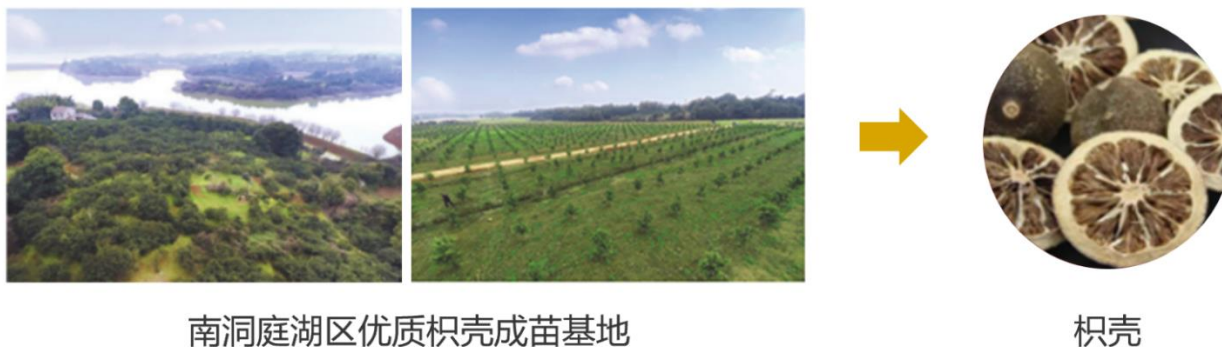
外延布局产业链上游，通过自建健康产业园强化原材料掌控能力。汉森健康产业（湖南）有限公司成立于 2014 年 10 月，是汉森制药的全资子公司，主营医药行业产业园的建设、开发与投资，以及中药材种植等业务。该子公司的设立目的在于建设和管理中药材种植及健康疗养基地，完善汉森制药的产业布局，优化母公司的产业结构，提升行业内的整体实力和市场竞争优势，延伸中医药健康产业链条。公司目前尚未产生盈利。根据汉森制药发布的《中药材种植及加工示范基地项目可行性研究报告》，公司业务布局如下：

- **中药种植：**公司计划建设中药材种植及加工示范基地 2300 多亩，其中中药材种植基地占地 1850 亩，用于种植木香、枳壳等 11 种中药材。公司从中药材这一源头抓起，不仅建立了稳定可靠的道地药材供应渠道，并从企业发展战略出发，南洞

洞庭湖建立主导产品优质中药材种植基地。如四磨汤口服液使用的枳壳，都是南洞庭湖区的优质枳壳，为代表性道地药材“湘九味”之一。根据公司 2018 年年报，2017 年，公司出于锁定原材料价格以及质量保障方面的考虑，以 160 万元购入蓝莓园，并将其作为生产性生物资产进行储备。

- **其他：**加工示范基地可通过建设健康疗养基地，建立中药养生保健区，打造以中医中药养生为特色的一体化产业链。此外还可进行中医药的研究、加工。

图 34：南洞庭湖区枳壳成苗基地

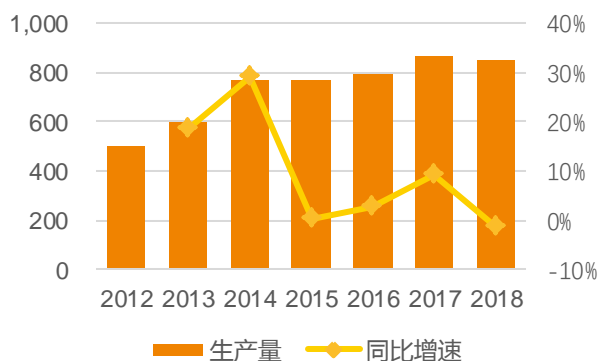


资料来源：汉森四磨汤官网，天风证券研究所

4.2. 自动化打破产能瓶颈，高效生产为前端提供可靠支撑

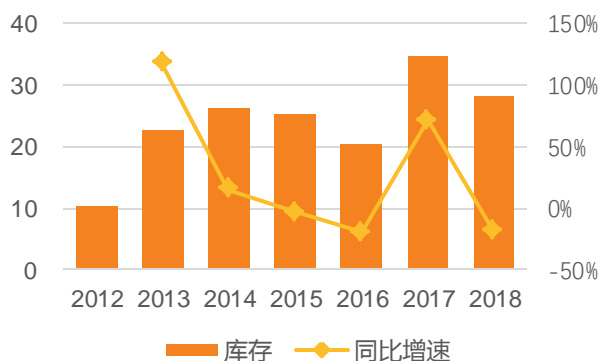
生产线自动化改造提供充沛产能，良好供应链管控能力实现常年高产销比和低库存。公司采取以市场为导向，以销定产的生产模式。此模式有利于保障市场供应，且保持合理库存。2018 年，公司医药工业业务实现产量（量按营收折算为金额）为 8.53 亿元，同比降 1.38%，公司自 2014 年后新老车间自动化技改完成后，产能瓶颈打破，产量保持在 7.70 亿元以上，2018 年公司湖南生产基地旧车间技改项目完成、子公司永孜堂也在完成了提取大楼技术改造和昆明、昭通两地办公楼改造工程，进一步提升公司产能；同时，得益于公司强大的销售能力，公司产销比常年保持在 100% 上下，2018 年达到了 107.93%，再创新高。公司高产销比使公司库存得以保持低位，2018 年公司医药工业库存为 0.28 亿元，同比降幅达 18.83%。

图 35：公司医药工业产量（量按营收折算为金额，百万元，%）



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

图 36：公司医药工业库存（量按营收折算为金额，百万元，%）



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

公司目前已形成生产中西药制剂为主、化学合成药为辅的生产体系，为高质量产品的生产提供了必要保障。公司拥有大容量注射剂车间、小容量注射剂车间、固体口服制剂车间（片剂、胶囊剂、颗粒剂）、液体口服制剂车间（糖浆剂、煎膏剂、酏剂）、丸剂车间、口服液车间（含中药前处理）共六个生产车间、十四条生产线；同时，公司建立了高标准的质检中心，保障公司产品在社会上取得良好的信誉。为保证产品的质量，公司配置了先进的质量检测和 Analytical 仪器设备，以及具有专业知识和高度责任心的质量检测人员，严格按照高于国家标准的企业内控质量标准进行监控。

图 37：公司生产线及质检中心示意图



资料来源：汉森制药公司官网，天风证券研究所

图 38：公司注射剂新版 GMP 证书



资料来源：汉森制药公司官网，天风证券研究所

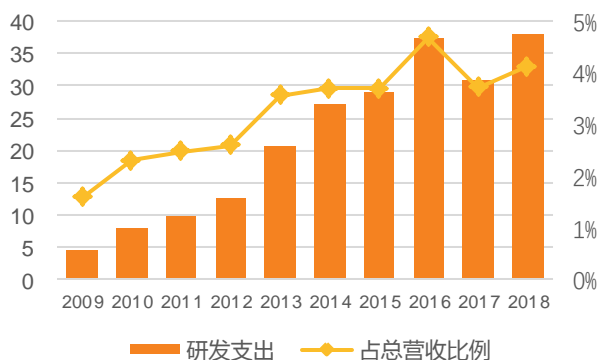
图 39：片剂、口服液、硬胶囊剂（含中药提取）新版 GMP 证书



资料来源：汉森制药公司官网，天风证券研究所

在产品研发方面，公司不断加大研发投入。公司研发投入不断增加，2009年至2018年合计投入2.19亿元，CAGR达26.68%。2018年公司研发投入再创新高，达0.38亿元，同比增23.34%；此外，公司通过自主立项、合作开发等多种模式，与广州中医药大学、上海中医药大学、同济大学、中南大学药学院、湖南中医药大学、湖南中医药研究院等科研院所建立了合作关系。在新药研发方面已获临床批件或生产批件的项目有：蓝红胶囊、心血舒通胶囊、尼扎替丁注射液等。

图 40：公司研发投入及占总营收比例（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：公司与多家研究机构建立了密切的合作关系

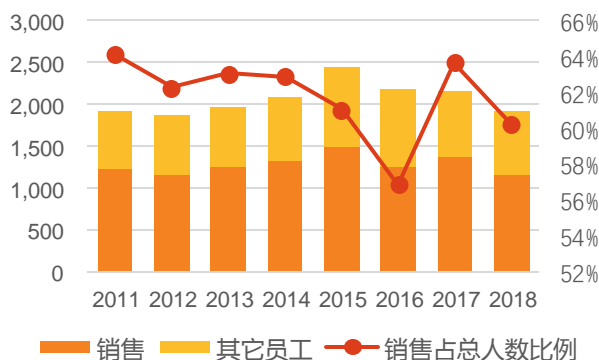


资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.3. 营销重心从 B 端向 C 端下沉，打开市场新空间

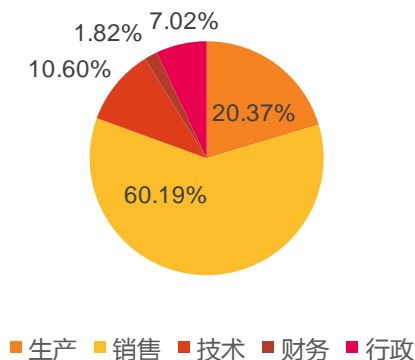
组建自有销售团队，在医改中占得先机。公司近年不断改进营销模式，将销售推广分为医院推广、基层推广、连锁推广、商业推广和控制营销五类，现已形成“扁平化管理、规模化营销、集中化运作”的营销格局。公司营销网络覆盖全国，并与诸多国内知名的医药流通企业形成深度、紧密的合作关系。公司营销队伍是公司实现其营销策略的基础，从公司人员结构来看，公司销售人员规模占比大，常年达60%上下，2018年为60.19%。我们认为公司长期坚持自建专业销售团队适应“两票制”等医改政策实施，为公司在该背景下将销售重心从医院等大B端下沉到基层等小B端，再到零售等C端占得了先机。

图 42：销售人员及占员工总数比例（人，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

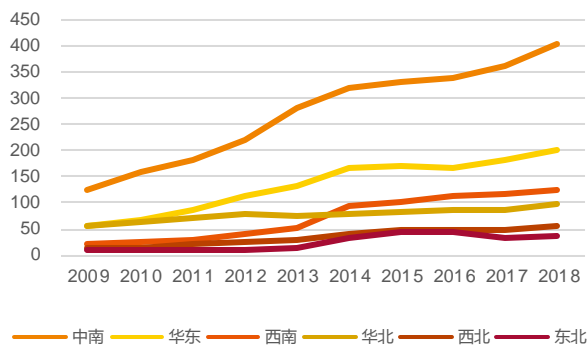
图 43：员工结构-按专业构成（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

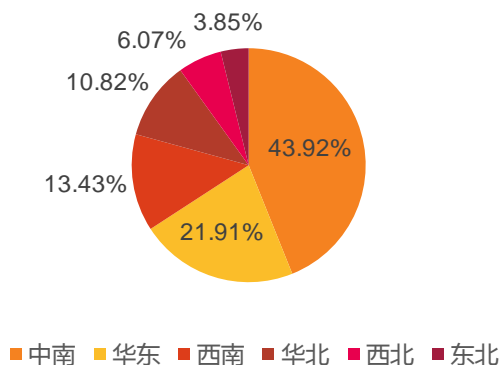
聚焦薄弱地区，优化组织再发力。分地区来看，公司营收主要集中在临近公司的中南地区，其次是华东地区，西北地区和华北地区则是销售薄弱区。2018年，公司在中南、华东、西南、华北、西北、东北的营收分别为4.04/2.02/1.24/1.00/0.56/0.35亿元，占比分别为43.92%/21.91%/13.43%/10.82%/6.07%/3.85%。我们认为，从历年营收变化趋势来看，中南地区营收与其他地区的差距在逐年缩小，反映出公司产品市场拓展力以及开发其它区域市场的潜力。

图 44：公司药品历年营收-按地区（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2018 年各地区药品营收占比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测的基本假设如下：

表 4：盈利预测基本假设

业务	假设
四磨汤口服液	该产品为公司长期主打产品，分部营收随公司营销策略调整和打法逐渐成熟呈现较强增长能力
银杏叶胶囊	该产品保持近年业绩表现
天麻醒脑胶囊	该产品为公司新近主推产品，且根据公司战略，我们假设永孜堂天麻产品系列正在推出，同时随公司营销资源不断倾斜，该分部营收呈现较强增长能力
缩泉胶囊	该产品保持近年业绩表现
肠胃宁	该产品为公司新近主推消化类产品组合，分部营收随公司营销资源倾斜而呈现较强增长能力
愈伤灵胶囊	该产品保持近年业绩表现
利胆止痛胶囊	该产品保持近年业绩增速
胃肠灵胶囊	该产品为公司新近主推消化类产品组合，分部营收随公司营销资源倾斜而呈现较强增长能力
抗感灵片	该产品存在不再销售的可能性
其他主营业务	该产品组合中存在高增长潜力药品，给与较高增速水平

资料来源：天风证券研究所

表 5：公司盈利预测假设（百万元）

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
四磨汤口服液	营业收入	457.30	505.15	606.18	697.11	836.53
	同比增速	13.70%	10.46%	20%	15%	20%
	营业成本	107.41	120.36	140.74	163.46	195.97
	同比增速	15.35%	12.06%	16.93%	16.14%	19.89%
银杏叶胶囊	营业收入	103.88	103.68	107.83	113.22	120.01
	同比增速	-8.26%	-0.19%	4%	5%	6%
	营业成本	14.83	14.38	15.02	15.76	16.66
	同比增速	-2.37%	-3.03%	4.47%	4.90%	5.72%
天麻醒脑胶囊	营业收入	64.51	98.67	167.74	285.16	484.77
	同比增速					
	营业成本					
	同比增速					

	同比增速	-5.33%	52.95%	70%	70%	70%
	营业成本	13.02	19.33	38.51	58.50	100.27
	同比增速	-5.31%	48.46%	99.20%	51.93%	71.40%
	毛利率	79.82%	80.41%	77.04%	79.48%	79.32%
缩泉胶囊	营业收入	57.47	59.26	61.63	63.48	66.02
	同比增速	1.75%	3.11%	4%	3%	4%
	营业成本	12.38	11.24	12.08	12.66	13.16
	同比增速	11.53%	-9.21%	7.47%	4.80%	3.99%
	毛利率	78.46%	81.03%	80.40%	80.06%	80.06%
肠胃宁	营业收入	22.20	23.80	25.70	27.50	29.70
	同比增速	-5.97%	7.21%	8%	7%	8%
	营业成本	14.34	14.85	15.70	16.99	18.41
	同比增速	1.20%	3.56%	5.75%	8.17%	8.36%
	毛利率	35.41%	37.61%	38.90%	38.23%	38.03%
愈伤灵胶囊	营业收入	15.02	10.03	10.03	10.03	10.03
	同比增速	1.83%	-33.22%	0%	0%	0%
	营业成本	4.23	2.69	3.31	3.01	2.95
	同比增速	-2.08%	-36.41%	22.92%	-8.86%	-1.97%
	毛利率	71.84%	73.18%	67.03%	69.95%	70.54%
利胆止痛胶囊	营业收入	6.02	6.45	6.90	7.32	7.83
	同比增速	-7.53%	7.14%	7%	6%	7%
	营业成本	1.79	1.96	2.16	2.23	2.33
	同比增速	1.13%	9.50%	9.99%	3.35%	4.70%
	毛利率	70.27%	69.61%	68.76%	69.55%	70.20%
胃肠灵胶囊	营业收入	5.51	5.97	6.45	6.90	7.45
	同比增速	-5.65%	8.35%	8%	7%	8%
	营业成本	3.09	3.85	3.61	3.86	4.24
	同比增速	1.31%	24.60%	-6.34%	7.00%	9.94%
	毛利率	43.92%	35.51%	44.07%	44.07%	43.07%
抗感灵片	营业收入	18.74	0.04	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-4.97%	-99.79%	0%	0%	0%
	营业成本	8.46	0.10	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-17.14%	-98.82%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	54.86%	-150.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他主营业务	营业收入	78.27	107.88	140.24	175.31	227.90
	同比增速	-8.81%	37.83%	30.00%	25.00%	30.00%
	营业成本	44.94	47.65	63.11	78.89	102.55
	同比增速	-29.34%	6.03%	32.44%	25.00%	30.00%
	毛利率	42.58%	55.83%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	营业收入	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
	同比增速	-52.56%	0.00%	0%	0%	0%
	营业成本	0.50	0.32	0.37	0.39	0.34
	同比增速	1150.00%	-36.00%	15.55%	5.53%	-11.99%
	毛利率	50.98%	68.63%	63.75%	61.75%	66.33%
总营收	营收收入	829.94	921.95	1133.72	1387.03	1791.25
	同比增速	3.94%	11.09%	22.97%	22.34%	29.14%

	总成本	224.99	236.74	294.60	355.74	456.90
	同比增速	-2.31%	5.22%	24.44%	20.76%	28.44%
	毛利率	72.89%	74.32%	74.01%	74.35%	74.49%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们预计 2019-2021 年, 公司实现营收 11.34/13.87/17.91 亿元, 净利润 2.04/2.65/3.45 亿元。对应 EPS 0.41/0.53/0.68 元。

估值分析: 纵向对比: 汉森制药自上市来 PE 平均水平在 50 倍; **横向比较:** 我们选择了中成药制造的上市公司中拥有药材种植基地、具有明星品牌、或拥有地方特色药品种的公司与汉森制药进行对比, 这些公司包括寿仙谷、片仔癀、同仁堂、奇正藏药、云南白药、贵州百灵、昆药集团、康恩贝, 根据 Wind, 其 2020 年一致预测 PE 平均在 25 倍。我们看好汉森制药在中西药品领域持续推出明星单品, 以及对营销渠道的不断开拓, 结合汉森制药历史估值水平与中成药制造板块内主营业务具有近似特点的上市公司平均估值水平, 给予公司 2020 年 30 倍 PE。

表 6: 估值对比 (截至 2019 年 7 月 31 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE TTM	Wind 一致预测 PE			主营业务
					2019E	2020E	2021E	
603896.SH	寿仙谷	50.74	35.27	44.21	41.43	35.18	30.17	药材种植+中成药制造
600436.SH	片仔癀	627.45	104.00	49.40	42.40	33.26	26.40	明星品牌+中成药制造
600085.SH	同仁堂	388.95	28.36	33.34	32.14	29.27	26.35	明星品牌+中成药制造
002287.SZ	奇正藏药	109.78	20.71	33.19	29.18	26.35	24.06	明星品牌+藏药
000538.SZ	云南白药	969.80	75.92	28.98	25.44	22.48	20.26	药材种植+中成药制造
002424.SZ	贵州百灵	129.27	9.16	22.63	19.45	17.86	16.87	明星品牌+苗药
600422.SH	昆药集团	83.20	10.93	23.35	22.25	20.00	-	药材种植+中成药制造
600572.SH	康恩贝	169.91	6.37	23.86	17.74	15.16	13.12	药材种植+中成药制造

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上所述, 我们预计 2019-2021 年, 公司实现营收 11.34/13.87/17.91 亿元, 净利润 2.04/2.65/3.45 亿元。对应 EPS 0.41/0.53/0.68 元。我们看好公司在中西药品领域持续推出明星单品, 以及对营销渠道的不断开拓, 给予公司 2020 年 30 倍 PE, 目标价格 15.90 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

医药行业政策风险, 对主导产品存在依赖, 产品结构单一的风险, 原材料采购风险, 产品质量、安全环保风险, 药品研发风险, 规模快速扩张带来的管理风险, 商誉减值风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	83.93	82.72	90.70	457.54	499.36	营业收入	829.94	921.95	1,133.72	1,387.03	1,791.25
应收票据及应收账款	279.41	294.77	413.38	372.84	642.51	营业成本	224.99	236.74	294.60	355.74	456.90
预付账款	4.78	7.67	9.83	8.44	16.44	营业税金及附加	18.16	18.57	22.84	28.74	36.43
存货	102.04	92.78	135.56	149.48	207.06	营业费用	373.36	423.48	527.18	669.94	895.63
其他	26.92	13.00	57.01	32.75	38.54	管理费用	80.91	55.26	68.02	90.16	129.87
流动资产合计	497.08	490.94	706.49	1,021.06	1,403.90	研发费用	0.00	36.44	43.08	52.85	68.43
长期股权投资	450.37	537.57	537.57	537.57	537.57	财务费用	14.97	12.97	6.53	(0.43)	(3.09)
固定资产	439.20	439.94	427.93	410.21	388.52	资产减值损失	(0.40)	3.95	1.64	1.73	2.44
在建工程	16.24	49.70	37.31	29.87	25.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	84.93	75.09	65.42	55.75	46.08	投资净收益	6.01	27.43	54.85	104.22	177.17
其他	212.59	205.12	203.86	204.56	203.53	其他	(18.77)	(59.12)	(109.70)	(208.43)	(354.34)
非流动资产合计	1,203.33	1,307.42	1,272.09	1,237.96	1,201.12	营业利润	130.70	166.23	224.68	292.52	381.83
资产总计	1,700.41	1,798.36	1,978.58	2,259.02	2,605.02	营业外收入	4.88	1.63	3.83	3.45	2.97
短期借款	344.96	260.00	60.64	0.00	0.00	营业外支出	8.34	1.98	2.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	40.12	50.78	51.93	75.26	90.77	利润总额	127.24	165.89	226.51	293.97	382.79
其他	76.85	106.60	74.07	127.37	113.60	所得税	18.43	18.35	22.65	29.40	38.28
流动负债合计	461.93	417.38	186.64	202.63	204.38	净利润	108.81	147.54	203.86	264.57	344.51
长期借款	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00	少数股东损益	(0.00)	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	108.81	147.54	203.86	264.57	344.51
其他	19.25	17.64	18.54	18.48	18.22	每股收益(元)	0.22	0.29	0.41	0.53	0.68
非流动负债合计	19.25	17.64	18.60	18.48	18.22						
负债合计	481.18	435.02	205.24	221.11	222.59						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	296.00	296.00	503.20	503.20	503.20	成长能力					
资本公积	398.36	393.87	393.87	393.87	393.87	营业收入	3.94%	11.09%	22.97%	22.34%	29.14%
留存收益	923.23	1,066.28	1,270.14	1,534.71	1,879.23	营业利润	37.19%	27.19%	35.16%	30.19%	30.53%
其他	(398.36)	(392.81)	(393.87)	(393.87)	(393.87)	归属于母公司净利润	28.10%	35.60%	38.17%	29.78%	30.22%
股东权益合计	1,219.23	1,363.34	1,773.34	2,037.91	2,382.43	获利能力					
负债和股东权益总	1,700.41	1,798.36	1,978.58	2,259.02	2,605.02	毛利率	72.89%	74.32%	74.01%	74.35%	74.49%
						净利率	13.11%	16.00%	17.98%	19.07%	19.23%
						ROE	8.92%	10.82%	11.50%	12.98%	14.46%
						ROIC	8.95%	11.13%	13.88%	15.43%	22.13%
						偿债能力					
						资产负债率	28.30%	24.19%	10.37%	9.79%	8.54%
						净负债率	21.41%	13.00%	-1.69%	-22.45%	-20.96%
						流动比率	1.08	1.18	3.79	5.04	6.87
						速动比率	0.86	0.95	3.06	4.30	5.86
						营运能力					
						应收账款周转率	3.23	3.21	3.20	3.53	3.53
						存货周转率	9.16	9.46	9.93	9.73	10.05
						总资产周转率	0.49	0.53	0.60	0.65	0.74
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.29	0.41	0.53	0.68
						每股经营现金流	0.23	0.45	-0.07	0.67	-0.25
						每股净资产	2.42	2.71	3.52	4.05	4.73
						估值比率					
						市盈率	59.75	44.07	31.89	24.57	18.87
						市净率	5.33	4.77	3.67	3.19	2.73
						EV/EBITDA	27.97	16.89	23.15	17.69	13.96
						EV/EBIT	36.83	20.54	27.82	20.55	15.74

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com