

## 汉森制药 (002412)

# 四磨汤口服液引领公司重回良性增长轨道

### 推荐 (首次)

现价: 13.1 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.hansenzy.com
大股东/持股	新疆汉森股权投资管理有限合 伙企业/42.13%
实际控制人	刘令安
总股本(百万股)	503
流通 A 股(百万股)	489
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	65.92
流通 A 股市值(亿元)	64.10
每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	23.5

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**张熙** 投资咨询资格编号  
S1060519060003  
021-20632019  
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **主导产品市场企稳, 四磨汤口服液重回两位数增长。**四磨汤口服液是公司主导产品, 2018 年在公司收入占比为 55%。四磨汤是我国古代经典名方, 其安全有效性经过多年验证和上百篇文献证实, 且其以槟榔核入药, 在中医领域一直存在。2018 年, 随着主导产品市场的进一步扩大, 公司收入呈现放量增长, 净利润亦创历史新高。
- **取消省增补目录, 利好国家目录品种, 公司主要品种有望受益。**7 月 22 日, 国家医保局发布《关于建立医疗保障待遇清单管理制度的意见(征求意见稿)》指出: 今后以国家医保目录为准, 原省级增补目录拟 3 年内清理完毕。省级增补目录的取消将带来药品销售格局的变迁, 未在国家医保目录内的品种将失去竞争优势, 而国家医保目录的品种将建立更深的护城河。公司主要品种均在国家医保目录内, 有望在这一轮医保目录的调整中获得增长机遇。
- **积极推进一致性评价, 碳酸氢钠片前三家过评, 两个品种在审评中。**公司在过去集中力量发展中成药, 只生产少数化药品种, 自一致性评价政策发布以来, 迅速抓住机遇, 挑选优势品种进行一致性评价, 有望在未来的全国集采中凭借价格优势“弯道超车”。截至 2019 年 3 月份, 公司的碳酸氢钠片已通过一致性评价, 为前三家之一, 卡马西平片、卡托普利片正在评审过程中, 雷尼替丁胶囊、造影剂碘海醇注射液正在进行一致性评价试验。
- **大股东手握优质血制品企业南岳生物。**大股东汉森投资下属控股子公司南岳生物制药有限公司, 是血液制品行业稀缺标的。南岳生物是湖南省唯一的血液制品生产厂家, 年产值达 5 亿元, 净利润约 1 亿元。目前南岳生物拥有 7 座单采血浆站, 分别是宁远、新化、屈原、汉寿、临武、常宁、邵阳单采血浆站, 其中常宁和邵阳浆站为近两年新获批, 7 个浆站年采浆量预计可达 500 吨。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	830	922	1026	1145	1280
YoY(%)	3.9	11.1	11.2	11.6	11.8
净利润(百万元)	109	148	184	219	261
YoY(%)	28.1	35.6	24.7	19.3	18.7
毛利率(%)	72.9	74.3	75.5	76.0	76.5
净利率(%)	13.1	16.0	17.9	19.2	20.4
ROE(%)	8.9	10.8	12.0	12.9	13.8
EPS(摊薄/元)	0.22	0.29	0.37	0.44	0.52
P/E(倍)	60.6	44.7	35.8	30.0	25.3
P/B(倍)	5.4	4.8	4.3	3.9	3.5

- **给予“推荐”评级。**主导产品四磨汤口服液未来重回两位数增长；公司销售改革持续推进，促进其他产品提高市场份额；省级增补目录取消则有望加深核心品种的护城河。我们预计公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.37、0.44、0.52 元，对应 PE 分别为 36X/30X/25X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 医保控费若进一步加剧，可能对中成药销售造成压力；2) 医保目录调整，部分品种有被调出医保目录的风险；3) 主导产品四磨汤口服液占公司收入比例达到 50%以上，如果该产品产销发生较大变化，则会对公司业绩造成影响。

# 正文目录

<b>一、公司是经营稳健的老牌中成药企业</b>	<b>5</b>
1.1 中药为主业，实控人持股比例高	5
1.2 公司收入稳健增长	5
1.3 公司收入构成：四大核心品种驱动业务成长	6
<b>二、四磨汤引领公司重回增长轨道</b>	<b>8</b>
2.1 消化系统疾病发病率居高不下	8
2.2 中成药有望在消化系统疾病用药市场释放潜力	8
2.3 独家品种四磨汤重回增长轨道	9
<b>三、二线品种新增长点不断涌现</b>	<b>11</b>
3.1 口服中药行业发展态势良好，国家医保品种有望受益	11
3.2 天麻醒脑胶囊有望成为公司第二个过亿品种	12
3.3 化药领域积极布局一致性评价，有望实现销量突破	12
<b>四、大股东手握优质血制品企业南岳生物</b>	<b>16</b>
<b>五、盈利预测</b>	<b>17</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1	公司股权结构及主要子公司	5
图表 2	公司历年收入及增速	6
图表 3	公司历年归母净利润及增速	6
图表 4	公司毛利率及三费率基本维持稳定	6
图表 5	公司主要产品历年收入（单位：亿元）	7
图表 6	公司主要产品历年收入增速	7
图表 7	公司主要产品历年毛利率	7
图表 8	我国消化系统疾病患病率较高	8
图表 9	样本医院消化系统用药市场规模排名第六	8
图表 10	样本医院消化系统用药市场规模及增速	8
图表 11	质子泵抑制剂市场规模出现下滑	9
图表 12	四磨汤口服液由四味药材组合而成	9
图表 13	四磨汤口服液的主要原料及功效	10
图表 14	四磨汤口服液历年收入及增速	10
图表 15	四磨汤口服液在不同消费渠道占比	11
图表 16	中成药行业分类及历年市场规模（单位：亿元）	11
图表 17	中成药各细分领域增速	11
图表 18	公司主要产品医保情况	12
图表 19	天麻醒脑胶囊历年收入（亿元）及增速	12
图表 20	主要口服天麻类产品收入规模（单位：亿元）	12
图表 21	公司主要产品一致性评价格局	13
图表 22	碳酸氢钠片剂样本医院市场规模及增速	13
图表 23	卡马西平样本医院市场规模及增速	14
图表 24	卡托普利片在样本医院市场规模及增速	14
图表 25	雷尼替丁胶囊在样本医院市场规模及增速	15
图表 26	碘海醇在样本医院市场规模及增速	15
图表 27	南岳生物单采血浆站情况	16
图表 28	南岳生物主要品种样本医院销售	16
图表 29	南岳生物新产品申报情况	17
图表 30	公司收入预测	17

## 一、公司是经营稳健的老牌中成药企业

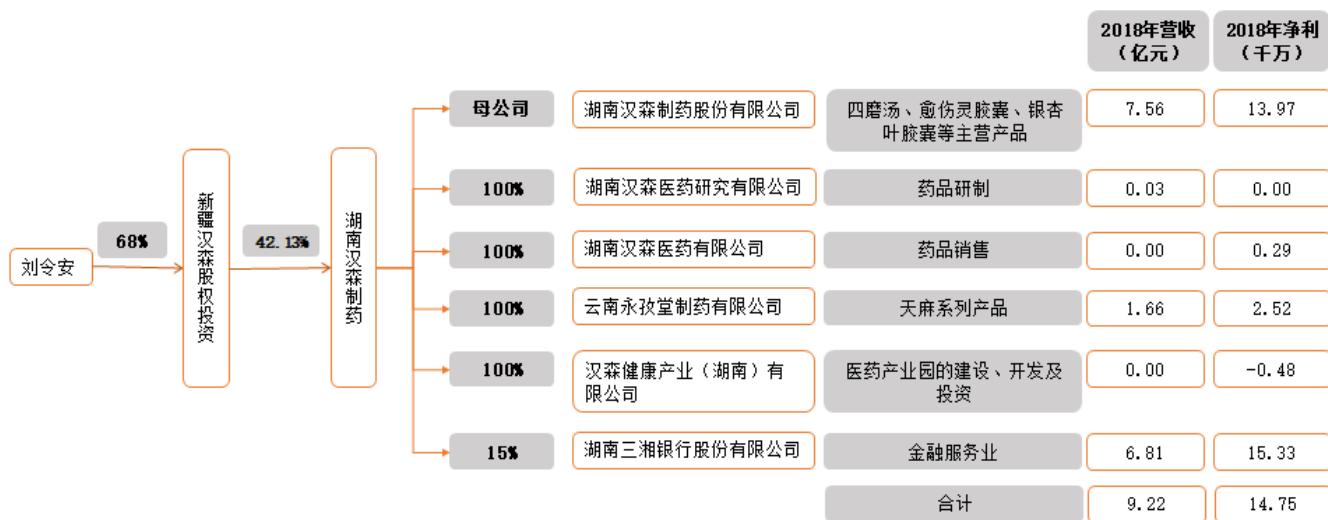
### 1.1 中药为主业，实控人持股比例高

汉森制药的前身为成立于 1969 年的国营企业益阳制药厂，公司于 2000 年更名为湖南汉森制药有限公司，是全国知名的老牌中成药企业。实际控制人为刘令安先生，通过新疆汉森投资持有公司 42.13% 的股权。

公司主营业务为以四磨汤口服液为代表的中成药，前四大品种为四磨汤口服液、银杏叶胶囊、天麻醒脑胶囊、缩泉胶囊，贡献主营收入的 83%，其中四磨汤口服液单品贡献收入的 55%。

核心子公司云南永孜堂制药是公司于 2013 年收购，其借助云南省内优质的道地天麻资源，主营天麻类产品，2018 年收入为 1.66 亿元，在公司收入占比为 18%。

图表1 公司股权结构及主要子公司

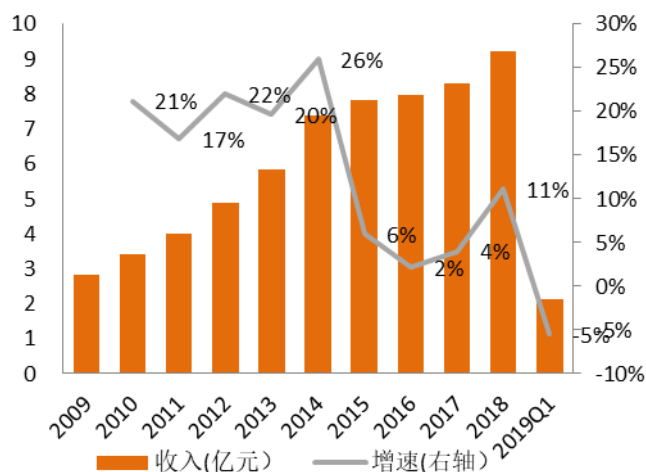


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.2 公司收入稳健增长

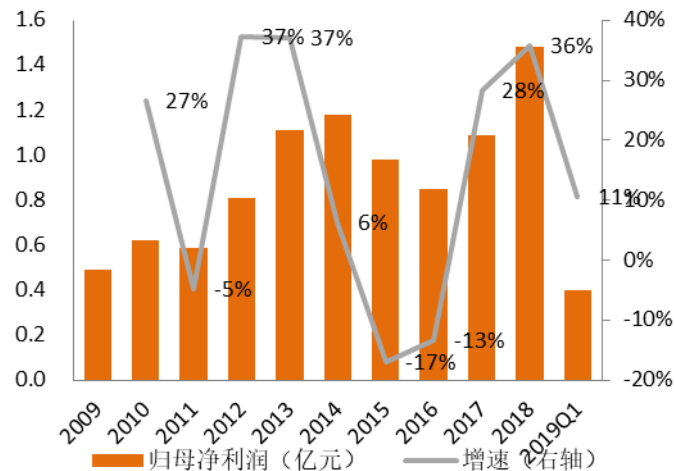
公司自 2010 年上市以来收入维持稳定增长，2009 年到 2014 年的复合增速达到 21%，2014 年到 2017 年增速放缓。四磨汤是我国古代经典名方，其安全有效性经过多年验证和上百篇文献证实，且其以槟榔核入药，槟榔入药在中医领域一直存在，与传言“咀嚼槟榔致癌”不能一概而论。2018 年，随着主导产品市场的进一步扩大，公司收入呈现放量增长，净利润亦创历史新高。

图表2 公司历年收入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

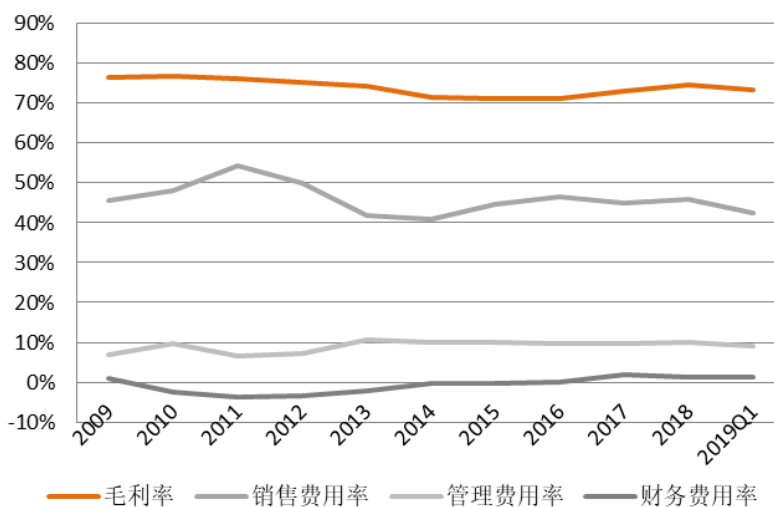
图表3 公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司主营产品盈利能力突出，费用管控水平较高。2018年，公司的毛利率为74.32%，长期保持较高水平。公司销售费用率为45%左右，近年维持稳定。管理费用率和财务费用率也控制较好。

图表4 公司毛利率及三费率基本维持稳定

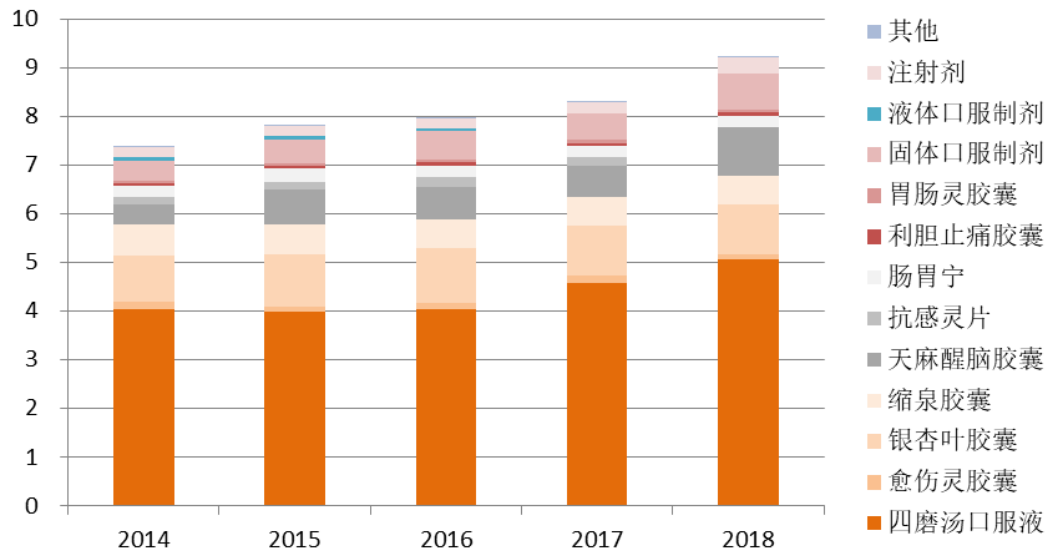


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.3 公司收入构成：四大核心品种驱动业务成长

公司收入主要来自四大核心品种：四磨汤（占比55%），银杏叶胶囊和天麻醒脑胶囊（各占比11%），缩泉胶囊（占比6%）。

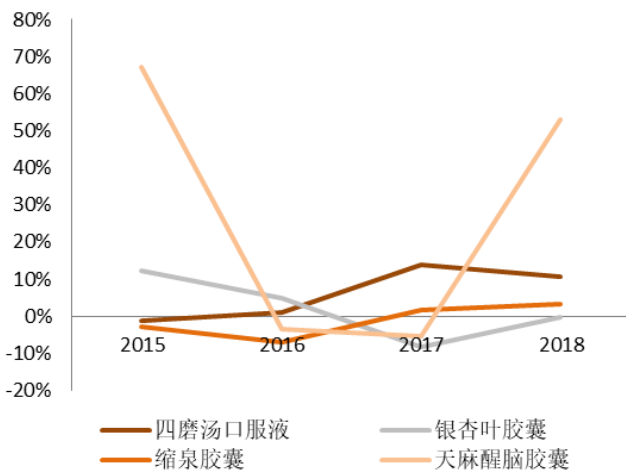
图表5 公司主要产品历年收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

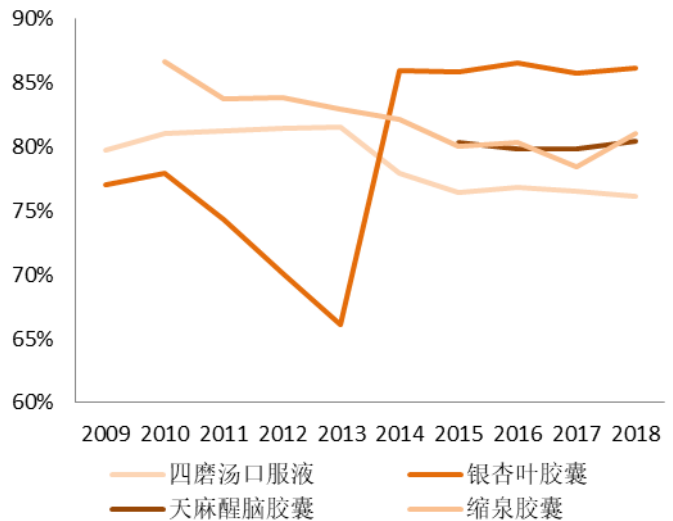
公司四大产品近几年均呈现良好增长势头，四磨汤恢复两位数增长。天麻醒脑胶囊来自于子公司云南永孜堂，经过业务整合，2018年取得了显著地收入增长。从盈利能力来看，四大核心产品毛利率较高，且近年均维持稳定。

图表6 公司主要产品历年收入增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司主要产品历年毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、 四磨汤引领公司重回增长轨道

### 2.1 消化系统疾病发病率居高不下

根据国家卫健委统计数据，消化系统疾病患病率在我国两周患病率和慢性病患病率中分别排第六位、第四位。消化系统疾病的总发病率占人口的 30%，消化系统疾病患者占内科门诊病人的 50%以上，其中须急诊入院治疗者约占急诊入院病人的 25%。随着年龄的增加，胃肠道疾病等消化系统疾病的发病率也随之提高。老人和儿童是消化系统疾病的主要患病人群。

图表8 我国消化系统疾病患病率较高

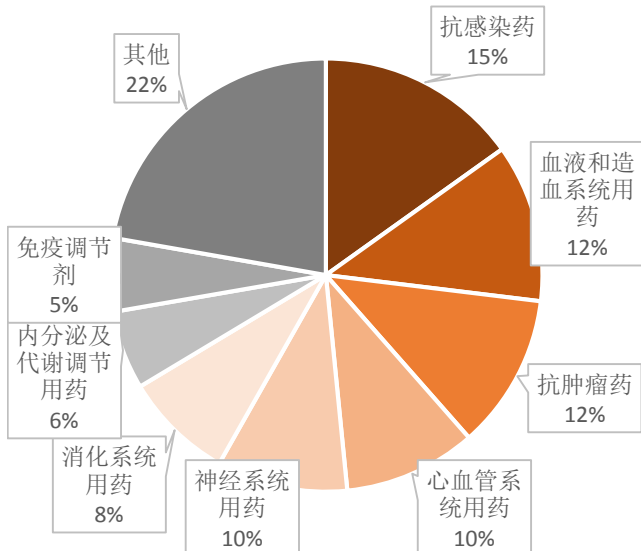
疾病类别	两周患病率%	疾病类别	慢性病患者率%
循环系统疾病	116.8	循环系统疾病	180.3
高血压	98.9	内分泌、营养和代谢疾病计	39.1
呼吸系统疾病	41.3	肌肉、骨骼结缔组织	37.3
内分泌、营养和代谢疾病	28.4	消化系统疾病	24.9
肌肉、骨骼结缔组织	16.5	呼吸系统疾病	15.6
消化系统疾病	15	泌尿生殖系统疾病	10.3

资料来源：卫生计生统计年鉴，平安证券研究所

### 2.2 中成药有望在消化系统疾病用药市场释放潜力

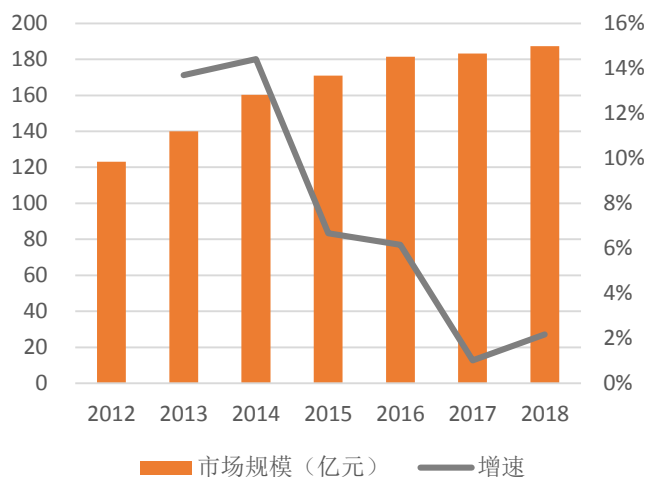
2018 年我国样本医院市场消化系统用药规模达到 187 亿元，同比增长 2.17%，是第六大用药类别。

图表9 样本医院消化系统用药市场规模排名第六



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表10 样本医院消化系统用药市场规模及增速

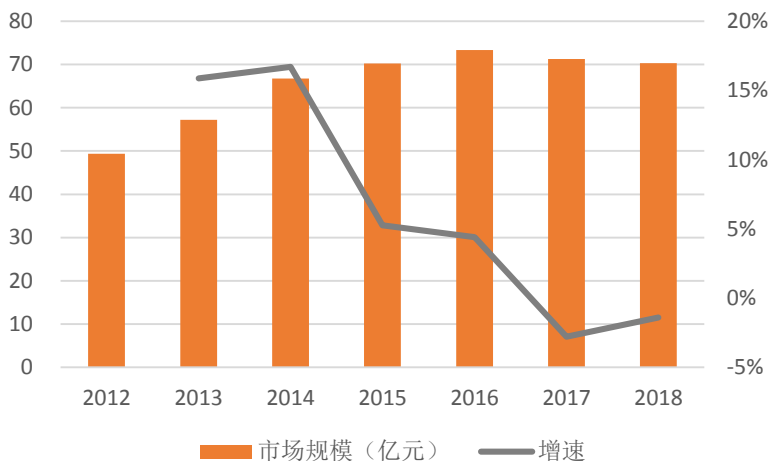


资料来源：PDB，平安证券研究所

据中康 CMH 数据，消化系统疾病用药以化学药为主，占比接近 70%，中成药份额不及化学药的 1/2。但是，消化系统疾病多为慢性疾病，需要长期调理，中成药凭借安全、高效以及独特的作用机理，市场份额有望逐步提升。另外，随着质子泵抑制剂的临床滥用受到限制，消化系统中成药迎来良好发展机遇。



图表11 质子泵抑制剂市场规模出现下滑



资料来源: PDB, 平安证券研究所

### 2.3 独家品种四磨汤重回增长轨道

汉森四磨汤,源自宋代《济生方》中“四磨饮”,成方于明代《痘疹金镜录》,由木香、枳壳、槟榔、乌药等四味药用水磨服而得名,具有顺气、通肠、助消化之功效,是当前唯一的胃肠动力类药物中药品种和唯一的复合型肠胃动力药,是国家中药保护品种,入选国家医保乙类目录,适用于所有人群的消化系统疾病治疗。

图表12 四磨汤口服液由四味药材组合而成



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

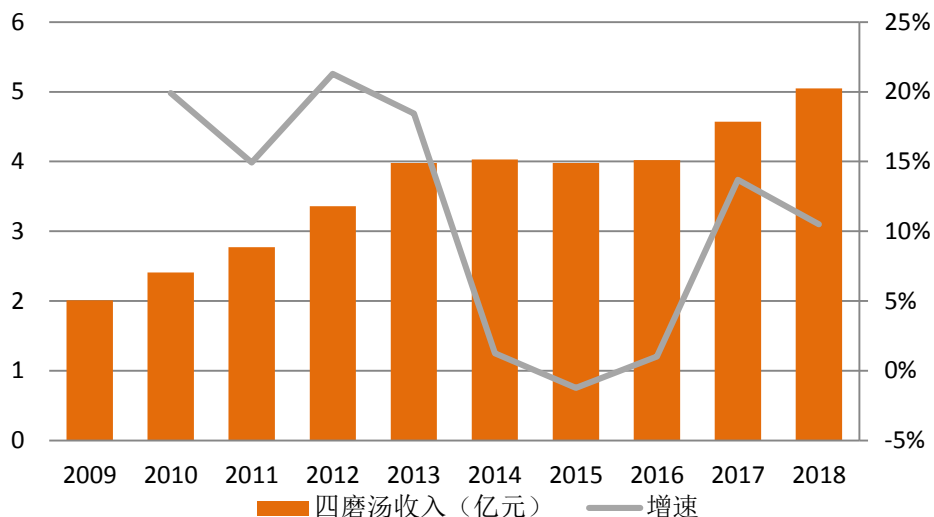
图表13 四磨汤口服液的主要原料及功效

药材	功效	主治
木香	行气止痛, 理气疏肝, 健脾消滞	始载于《神农本草经》, 用于胸腹胀痛、呕吐、腹泻、痢疾、里急后重、食积不消等症。
枳壳	理气宽胸, 行气消胀	始载于《雷公炮炙论》, 主治胸胁气滞, 胀满疼痛, 食积不化, 痰饮内停, 胃下垂, 脱肛, 子宫脱垂等。
乌药	行气止痛, 温肾散寒	始载于《本草拾遗》, 浙江天台山“五药之魁”, 主治胸胁满闷、腕腹胀痛、头痛及产后腹痛等。
槟榔	驱虫消积, 下气行水, 截疟	始载于《名医别录》, 主治虫积, 食滞, 腕腹胀痛, 泻痢后重, 疟疾等。

资料来源: CNKI, 平安证券研究所

2013到2016年, 四磨汤增长乏力, 主要原因是受到传言四磨汤“槟榔致癌”事件的影响。该事件属没有科学依据的传言, 四磨汤是我国古代经典名方, 其用药效果经过多年验证, 且其以槟榔核入药, 与传言“嚼槟榔致癌”不能一概而论。2018年, 随着致癌事件影响逐步消除, 四磨汤恢复增长。

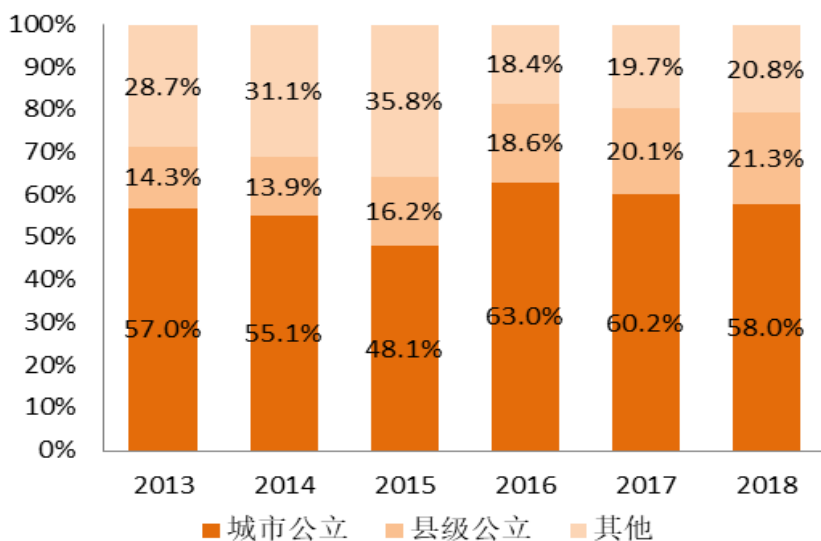
图表14 四磨汤口服液历年收入及增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四磨汤具有双向调节的功能, 既可以治疗腹泻, 也能治疗便秘, 其面向的群体主要是儿童, 在老年人调节肠胃功能方面尚有较大的推广空间。从销售渠道来看, 该产品 58% 的销售来自城市公立医院, 21% 的销售来自县级公立医院, OTC 和基层仅占 21%, 未来具有较大的开拓空间。跟随着公司近年开发基层的销售战略, 预计四磨汤未来有望维持两位数增长。

图表15 四磨汤口服液在不同消费渠道占比



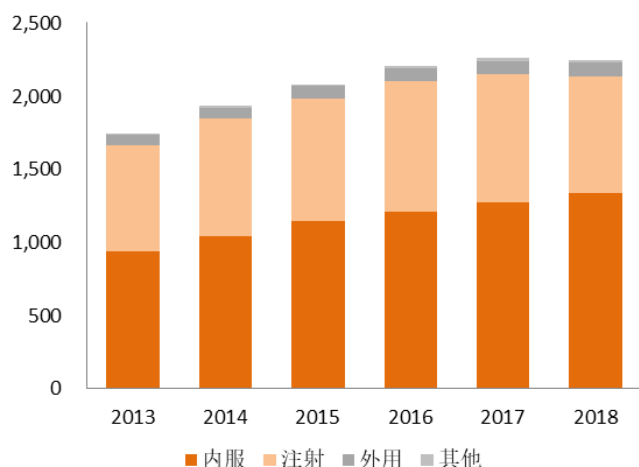
资料来源：米内网，平安证券研究所

### 三、 二线品种新增长点不断涌现

#### 3.1 口服中药行业发展态势良好，国家医保品种有望受益

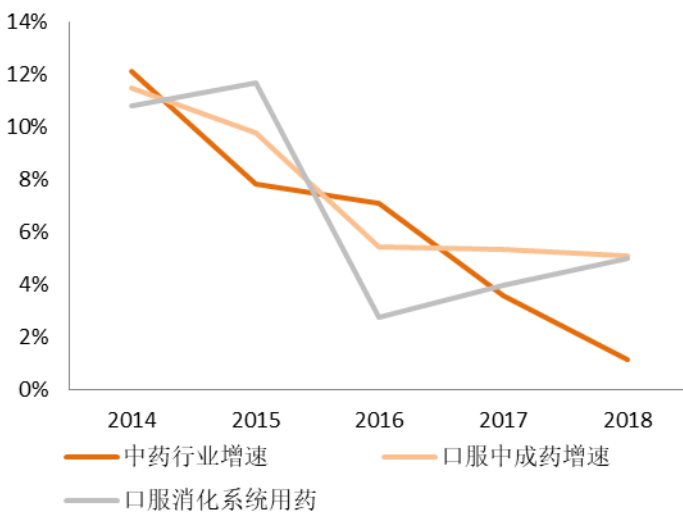
根据米内网数据，2018年我国中成药行业规模约为2200亿元，其中口服剂型占比为59%，注射途径占比为35%。近几年由于医保控费等政策影响，中药注射剂的使用受限拖累行业整体增速，行业增速逐年下降。口服中成药领域在近两年维持在5%左右稳健增长，口服消化系统用药近两年呈现回升趋势。

图表16 中成药行业分类及历年市场规模（单位：亿元）



资料来源：米内网，平安证券研究所

图表17 中成药各细分领域增速



资料来源：米内网，平安证券研究所

今年7月22日，国家医保局发布《关于建立医疗保障待遇清单管理制度的意见（征求意见稿）》。意

见稿指出：未来医保药品目录统一由国家负责调整，省级在原则上不得突破国家目录，之前各省出台的与清单不相符的政策措施，原则上在 3 年内完成清理规范，并同国家政策衔接。

省级增补目录的取消将带来药品销售格局的变迁，未进入国家医保目录内的品种将失去地方保护优势。以四磨汤为首的公司核心品种均在国家医保目录内，有望在这一轮医保目录的调整中获得增长机遇。

图表18 公司主要产品医保情况

产品	治疗领域	医保
四磨汤口服液	消化系统用药	国家乙类
愈伤灵胶囊	跌打挫伤	国家乙类
银杏叶胶囊	心脑血管	国家乙类
缩泉胶囊	泌尿系统	国家甲类
天麻醒脑胶囊	神经系统	国家乙类

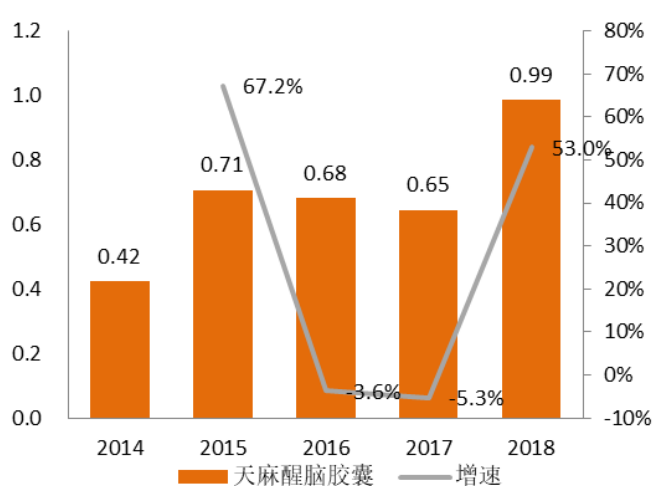
资料来源：2017 年国家医保目录，平安证券研究所

### 3.2 天麻醒脑胶囊有望成为公司第二个过亿品种

天麻醒脑胶囊是全资子公司永孜堂的主要品种，主要作用是滋补肝肾，通络止痛。永孜堂位于云南昭通，该地区拥有最好的天麻资源，公司将借助该优势多样化开发天麻产品，打造完整的天麻产品系列。

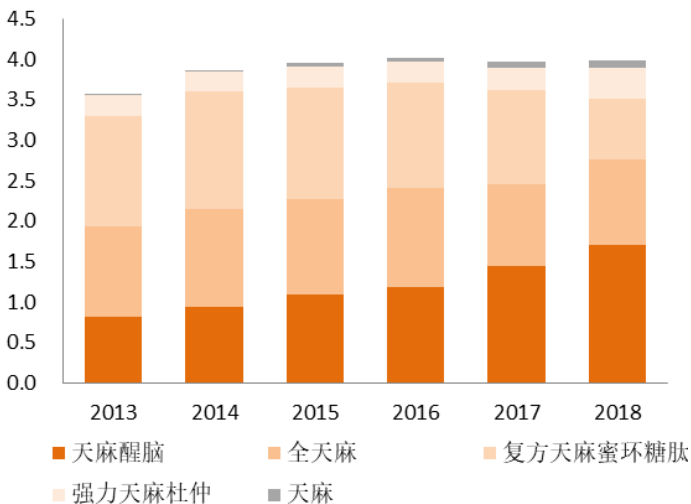
从终端数据来看，在口服天麻类产品中，天麻醒脑胶囊占比最高，且近年来势头良好。神经系统中成药领域市场广阔，天麻醒脑胶囊销售额接近 1 亿，未来具备巨大成长空间，借助于汉森的销售团队的协同作用，预计天麻醒脑胶囊未来将持续两位数增长。

图表19 天麻醒脑胶囊历年收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 主要口服天麻类产品收入规模（单位：亿元）



资料来源：米内网，平安证券研究所

### 3.3 化药领域积极布局一致性评价，有望实现销量突破

公司在过去集中力量发展中成药，只生产少数化药品种，自一致性评价政策发布以来，迅速抓住机遇，挑选优势品种进行一致性评价，有望在未来的全国集采中凭借价格优势“弯道超车”。2019 年 3

月份，公司的碳酸氢钠片已通过一致性评价，为前三家之一，卡马西平片、卡托普利片正在评审过程中，雷尼替丁胶囊、造影剂碘海醇注射液正在进行一致性评价试验。

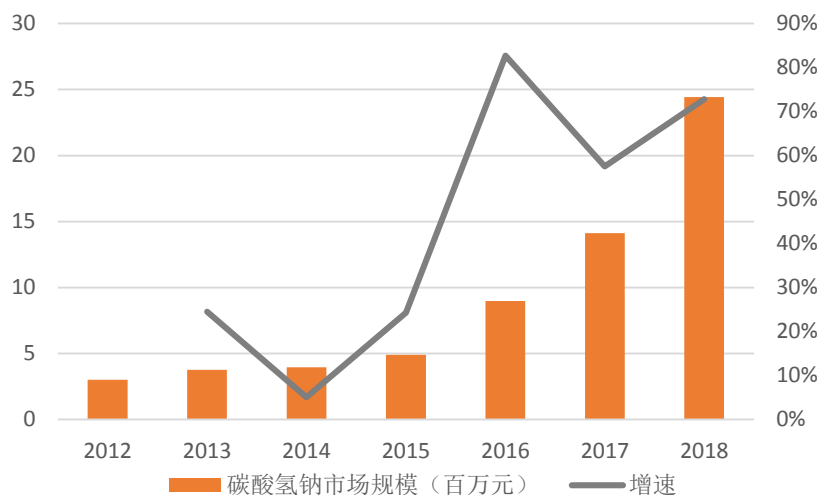
图表21 公司主要产品一致性评价格局

产品	已通过厂家数	已受理厂家数	PDB 销售额
碳酸氢钠片	2	9	2441 万元
卡马西平片	0	2	1538 万元
卡托普利片	2	13	211 万元
雷尼替丁胶囊	1	20	214 万元

资料来源：药智网，PDB，平安证券研究所

**碳酸氢钠片**，为常用抗酸药，可用于缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感（烧心）、反酸。2018 年样本医院市场规模 2441 万元，同比增长 72.82%。汉森制药在片剂领域占有 7.59% 市场份额。汉森的碳酸氢钠片已通过一致性评价，除此以外，福州海王福药制药、远大医药两家也通过了一致性评价，另有 9 家处于受理状态。

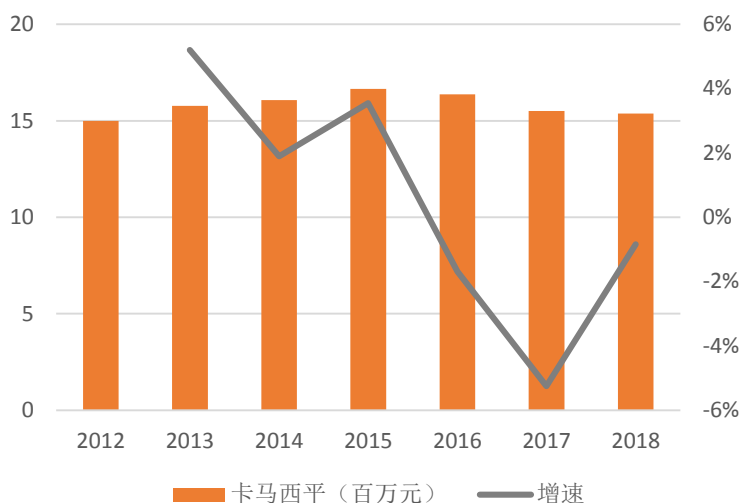
图表22 碳酸氢钠片剂样本医院市场规模及增速



资料来源：PDB，平安证券研究所

**卡马西平**，为神经与精神系统用药，具有抗惊厥、抗癫痫、抗神经性疼痛、抗躁狂-抑郁症、改善某些精神疾病的作用。2018 年样本医院市场规模 1500 万元，同比略下降 0.5%。目前尚无企业通过一致性评价，另有 2 家处于受理状态。公司产品已申报，正在审评过程中。

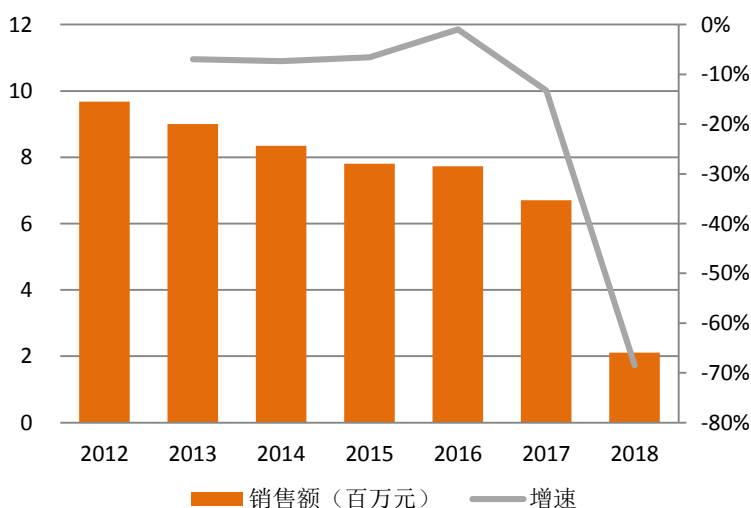
图表23 卡马西平样本医院市场规模及增速



资料来源: PDB, 平安证券研究所

卡托普利, 血管紧张素转化酶抑制剂, 应用于治疗高血压和某些类型的充血性心力衰竭。2018 年样本医院市场规模 211 万元, 在样本医院市场汉森制药占有 1.27% 市场份额。目前已有常州制药厂、石药集团欧意药业两家通过一致性评价企, 另有 13 家处于受理状态。公司产品已申报, 正在审评过程中。

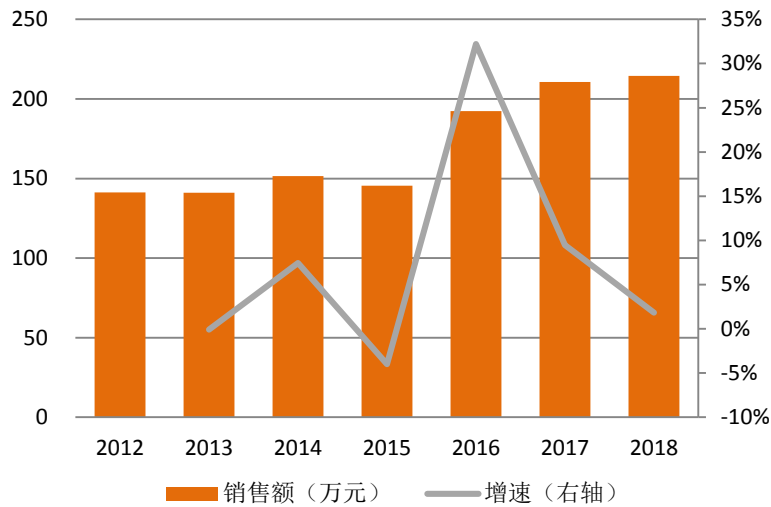
图表24 卡托普利片在样本医院市场规模及增速



资料来源: PDB, 平安证券研究所

雷尼替丁, 为强效组胺 H2 受体拮抗剂, 主要用于胃酸过多、烧心的治疗。雷尼替丁胶囊 2018 年在样本医院市场规模 214 万元, 同比增长 1.85%。汉森制药占有 3.64% 市场份额。目前仅有石药集团欧意药业通过一致性评价, 另有 20 家处于受理状态。公司产品正在进行一致性评价试验。

图表25 雷尼替丁胶囊在样本医院市场规模及增速

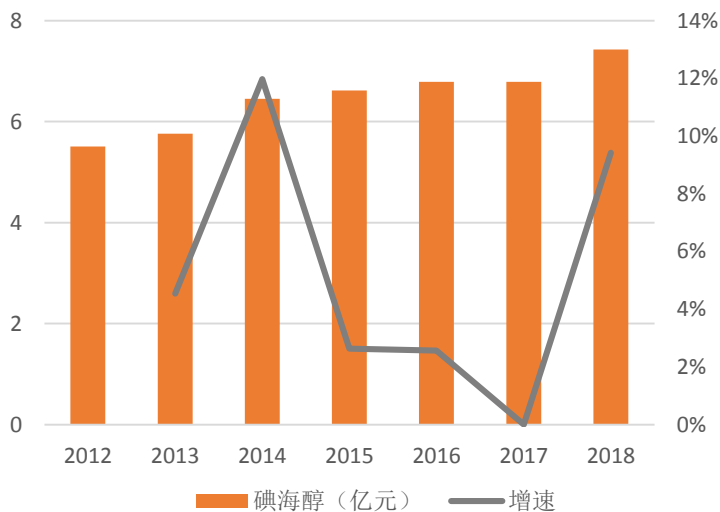


资料来源: PDB, 平安证券研究所

**碘海醇**，第二代非离子造影剂的代表品种，凭借高安全性、高对比度和较小的人体毒性一举成为国际市场最畅销的造影剂，目前是医学界评估各种 X 线造影剂所依据的金标准。1995 年我国批准上海奈科明进口碘海醇用于临床应用，2000 年批准在国内生产。2018 年碘海醇在样本医院市场规模为 7.43 亿元，同比增长 9.43%。截至目前 CFDA 共批准的进口和国产碘海醇注射液企业达十多家，其中扬子江、通用电气（上海）和北陆药业合计占据 2016 年样本医院 95% 的市场份额，成三足鼎立之势，汉森制药占据 2.4% 的市场份额。

碘海醇注射液目前仅一家公司申报一致性评价，公司产品正在进行一致性评价试验。

图表26 碘海醇在样本医院市场规模及增速



资料来源: PDB, 平安证券研究所

## 四、大股东手握优质血制品企业南岳生物

大股东汉森投资下属控股子公司南岳生物制药有限公司，是血液制品行业稀缺标的。南岳生物制药有限公司始建于1968年，前身为广州军区后勤供血研究所，1984年组建广州军区南岳制药厂，1999年移交地方成立古汉集团南岳制药厂，2011年引进战略投资者汉森集团，2012年底完成股权重组，2013年在汉森集团的主导下，启动了总投资4.8亿元的年产1000万支血液制品的新厂异地建设项目，现已在衡阳市白沙洲工业园建成投产。

南岳生物具有三十多年血液制品安全生产历史，是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，年产值达5亿元，净利润约1亿元。目前公司拥有7座单采血浆站，分别是宁远、新化、屈原、汉寿、临武、常宁、邵阳单采血浆站，其中常宁和邵阳浆站为近两年新获批，7个浆站年采浆量预计可达500吨。

图表27 南岳生物单采血浆站情况

浆站名称	所处区域	2017年区域人口 (万人)	2017年区域人均GDP (万元)	设计采浆量 (吨)
宁远单采血浆站	宁远县	72.73	2.05	
新化单采血浆站	新化县	114.41	1.99	
屈原单采血浆站	汨罗市	71.63	5.91	80
汉寿单采血浆站	汉寿县	80.98	3.39	150
临武单采血浆站	临武县	34.65	4.16	80
常宁单采血浆站	常宁市	82.36	3.76	
邵阳单采血浆站	邵阳县	93.69	1.51	

资料来源：Wind、公司公告、平安证券研究所

2001年后我国不再新批血液制品企业，同时单采血浆站的设立难度明显增加。根据2008年卫生部发布的《单采血浆站管理办法》，申请新设单采血浆站的企业注册的血液制品不少于6种（承担国家免疫计划任务的不少于5种），且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类品种。目前国内仅9家企业具备新设浆站资格，浆站资源稀缺性凸显。

血液制品分为人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类。目前公司主要涵盖了人血白蛋白和免疫球蛋白两类，产品包括人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、人血白蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白和乙肝人免疫球蛋白等。根据PDB数据（未放大），2018年公司人血白蛋白和人免疫球蛋白样本医院销售额分别为4360万元和5566万元，分别增长155%和13%，发展势头良好。

图表28 南岳生物主要品种样本医院销售

产品名称	2017年销售额 (万元)	2018年销售额 (万元)	2018年占比	2018年同比
人血白蛋白	1709	4360	1.42%	155%
人免疫球蛋白	4931	5566	3.75%	13%
破伤风人免疫球蛋白	73	24	0.12%	-67%
狂犬病人免疫球蛋白	296	216	2.20%	-27%
乙肝人免疫球蛋白	48	26	0.21%	-46%

资料来源：PDB、平安证券研究所



目前公司积极申请凝血因子类产品。2014 年开始公司开始申报人凝血酶原复合物及人凝血因子Ⅷ，2017 年后重新提交申请，目前均在审评过程中。一旦凝血因子类产品获批，南岳生物产品线将更加完善，血浆综合利用度有望得到大幅提高，血制品业务盈利能力将更上一层楼。

图表29 南岳生物新产品申报情况

受理号	药品名称	药品类型	申请类型	CDE 承办日期
CXSS1900032	人凝血因子Ⅷ	治疗用生物制品 15	新药	2019-07-04
CXSS1700024	人凝血酶原复合物	治疗用生物制品 15	新药	2017-11-10
CXSS1700025	人凝血酶原复合物	治疗用生物制品 15	新药	2017-11-10
CXSL1600118	人凝血因子Ⅷ	治疗用生物制品 15	新药	2017-02-13
CXSS1400012	人凝血酶原复合物	治疗用生物制品 15	新药	2014-09-17
CXSS1400013	人凝血酶原复合物	治疗用生物制品 15	新药	2014-09-17

资料来源：PDB、平安证券研究所

## 五、盈利预测

基于公司向基层和 OTC 加强销售的策略稳步推进并取得成效，以及公司长期的品牌价值，我们预计公司主要品种在未来几年稳步增长，2019-2021 年销售收入增速分别为 11.2%、11.6%、11.8%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.37、0.44、0.52 元，对应 PE 分别为 36X/30X/25X，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表30 公司收入预测

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	7.37	7.81	7.98	8.30	9.22	10.26	11.45	12.80
增速		6.0%	2.2%	4.0%	11.1%	11.2%	11.6%	11.8%
四磨汤口服液	4.03	3.98	4.02	4.57	5.05	5.66	6.39	7.22
银杏叶胶囊	0.96	1.08	1.13	1.04	1.04	1.09	1.15	1.20
天麻醒脑胶囊	0.42	0.71	0.68	0.65	0.99	1.29	1.54	1.85
缩泉胶囊	0.63	0.61	0.56	0.57	0.59	0.65	0.71	0.79
肠胃宁	0.21	0.26	0.24	0.22	0.24	0.25	0.26	0.28
愈伤灵胶囊	0.15	0.11	0.15	0.15	0.10	0.11	0.11	0.12
利胆止痛胶囊	0.06	0.05	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
胃肠灵胶囊		0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
其他	0.91	0.95	1.08	0.98	1.09	1.09	1.14	1.20

资料来源：药智网，PDB 数据库，平安证券研究所

## 六、风险提示

1、医保控费若进一步加剧，可能对中成药销售造成压力。

自 2015 年开始，医保相关部门采取各种措施进行控费，首当其冲的则是中药注射剂。医院强制要求的“药占比”，单品总额限制，以及接下来可能较大规模实施的按病种付费等措施，可能限制中成药的增长。

2、医保目录调整，部分品种有被调出医保目录的风险。

医保目录实行动态调整机制，在把更多救命救急的抗癌药等药品纳入医保的同时，必然会将部分药品调出，一旦被调出医保，则可能对药品销售造成较大不利影响。

3、公司对单品依赖程度较高。

主导产品四磨汤口服液占公司收入比例达到 50%以上，如果该产品产销发生较大变化，则会对公司业绩造成影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	491	856	922	1057
现金	83	375	418	468
应收票据及应收账款	295	344	369	428
其他应收款	1	5	2	6
预付账款	8	6	9	8
存货	93	114	112	135
其他流动资产	12	12	12	12
<b>非流动资产</b>	1307	1409	1516	1623
长期投资	538	625	712	799
固定资产	447	485	524	565
无形资产	75	58	40	23
其他非流动资产	248	242	239	236
<b>资产总计</b>	1798	2265	2438	2680
<b>流动负债</b>	417	699	715	775
短期借款	260	572	540	629
应付票据及应付账款	51	46	60	56
其他流动负债	107	81	115	90
<b>非流动负债</b>	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
<b>负债合计</b>	435	717	733	792
少数股东权益	0	1	1	2
股本	296	503	503	503
资本公积	394	187	187	187
留存收益	672	857	1077	1338
<b>归属母公司股东权益</b>	1363	1547	1704	1886
<b>负债和股东权益</b>	1798	2265	2438	2680

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	224	109	281	187
净利润	148	185	220	261
折旧摊销	46	39	43	48
财务费用	13	16	20	20
投资损失	-27	-27	-27	-27
营运资金变动	42	-104	25	-114
其他经营现金流	3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-127	-113	-122	-128
资本支出	65	15	19	20
长期投资	-63	-87	-87	-87
其他投资现金流	-126	-186	-190	-195
<b>筹资活动现金流</b>	-98	-16	-83	-99
短期借款	-85	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	207	0	0
资本公积增加	-4	-207	0	0
其他筹资现金流	-9	-16	-83	-99
<b>现金净增加额</b>	-1	-20	75	-39

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	922	1026	1145	1280
营业成本	237	251	275	301
营业税金及附加	19	22	24	27
营业费用	423	456	504	557
管理费用	55	56	56	55
研发费用	36	41	45	50
财务费用	13	16	20	20
资产减值损失	4	0	0	0
其他收益	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	27	27	27
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	166	211	249	298
营业外收入	2	4	4	4
营业外支出	2	3	3	4
<b>利润总额</b>	166	212	250	298
所得税	18	27	30	37
<b>净利润</b>	148	185	220	261
少数股东损益	0	1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	148	184	219	261
EBITDA	225	269	315	368
EPS (元)	0.29	0.37	0.44	0.52

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	11.1	11.2	11.6	11.8
营业利润(%)	27.2	26.8	18.1	19.8
归属于母公司净利润(%)	35.6	24.7	19.3	18.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	74.3	75.5	76.0	76.5
净利率(%)	16.0	17.9	19.2	20.4
ROE(%)	10.8	12.0	12.9	13.8
ROIC(%)	9.7	9.4	10.6	11.1
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	24.2	31.6	30.0	29.6
净负债比率(%)	14.0	13.6	8.0	9.3
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	5.2	5.2	5.2	5.2
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.37	0.44	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.22	0.56	0.37
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.07	3.39	3.75
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	44.7	35.8	30.0	25.3
P/B	4.8	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	30.1	25.3	21.4	18.4

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033