



公司正处于天时地利人和时点

买入首次

目标价格：35 元

投资要点：

- 天时地利人和，中药配方颗粒高增长
- 血必净营销渠道整合已现拐点
- 低分子肝素钙注射液恢复盈利

报告摘要：

- **天时地利人和，中药配方颗粒高增长。**①天时：6 家中药配方颗粒试点企业可享受类似垄断的行业景气时光。市场容量估算 430 亿元，目前 6 家合计规模仅 15 亿元。中药配方颗粒自主定价，可规避药材成本波动，毛利率稳中有升。②地利：今年公司开发天津市场收益颇丰，全年增长 120% 无悬念，明年其他省市销售打开，增速预计能达到 55%。③人和：与其他 5 家企业比，提供整套配方颗粒药房服务，竞争力更强；明年 300 吨的新产能释放，业绩还有超预期的可能。
- **血必净营销渠道整合已现拐点。**①天时：血必净的适应症是脓毒症，但也可理解为重症感染，抗菌药物管理办法限制抗生素使用，但专门指出抗菌的中药注射剂不受管制。因此市场空间有望扩大。②地利：同类产品丹红注射液已覆盖医院 4000 家，痰热清注射液已覆盖 2500 家，而血必净仅覆盖 1400 家，销售额仅 1.5 亿元，空间较大；③人和：血必净受提价及营销渠道整合的影响，2011 年上半年收入降低 5%，但第三季度已现恢复增长拐点，预计全年增速 8%，2600 万支新产能明年上半年达产，奠定扩张基础。预计明后年增速恢复至 20%。
- **低分子肝素钙注射液恢复盈利。**由于肝素钠原料药价格回调，同时产品出厂价上调，低分子肝素钙注射液今年恢复盈利，由于产品竞争激烈且不作为公司重点产品，预计未来稳定增长。
- **盈利预测。**预计 2011~2013 年 EPS 为 0.83/1.12/1.37 元，对应 PE 为 34/25/21X，公司三大产品均处于增长加速或增速回升的拐点，明年又有新产能释放，业绩增长确定，给予明年 31 倍 PE，目标价 35 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	225	384	515	681	870
(+/-)%	20%	71%	34%	32%	28%
净利润	81	102	125	169	207
(+/-)%	26%	26%	23%	35%	22%
EPS (元)	1.61	1.01	0.83	1.12	1.37
PE	17	28	34	25	21

医药研究组

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

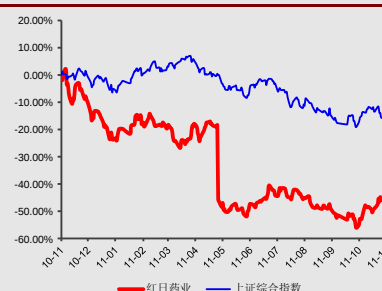
Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	28.10
一年内最高/最低	53.66/22.62
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	151.0/54.4
B 股/ H 股(百万股)	0.0/0.0

数据来源：Wind

推荐逻辑

我们认为从公司三大产品看，公司正处于天时地利人和的投资时点。

- (1) **中药配方颗粒**：享受类似垄断的行业景气时光，在同类企业中具有独特优势；市场容量巨大；享受自主定价和医保；今年开发天津市场收益颇丰，全年增长 120% 无悬念，明年其他省市销售打开，增速预计能达到 55%；明年 300 吨/年的新产能释放，业绩还有超预期的可能。
- (2) **血必净注射液**：第三季度已现恢复增长的拐点；2600 万支新产能明年上半年达产，奠定扩张基础；抗菌的中药注射剂不受《抗菌药物管理办法》管制，市场给予了巨大的新空间；预计明后年增速最少恢复至 20%。
- (3) **低分子肝素钙注射液**：由于原料药价格回调，同时产品出厂价上调，今年恢复盈利，预计未来稳定增长。

关键假设

中药配方颗粒今年增速 120%，考虑到其他省市还没有放量，又考虑到明年 300 吨的新产能释放，我们认为明年收入增速能达到 55%，后年预计增长 40%。毛利率假设略有提高。

血必净虽然前三季度增速已恢复到 10%，我们仍给予全年保守 8% 的业绩增速，明后年借助 2600 万支新产能释放，增速至少恢复至 20%。

低分子肝素钙注射液平稳增长，假设未来 3 年增速 16%。

盐酸法舒地尔注射液市场将逐渐萎缩，假设今年收入下降 18%，明后年下降 5%。

销售费用率及管理费用率假设都升高 1 个百分点。

投资评级与估值

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.83/1.12/1.37 元，对应 PE 为 34/25/21X，公司三大产品均处于增长加速或增速回升的拐点，明年新产能全部释放，业绩增长确定，给予明年 31 倍 PE，目标价 35 元，首次给予“买入”评级。

股价催化剂

中药配方颗粒剂、血必净产能释放。

目录

推荐逻辑.....	2
关键假设.....	2
投资评级与估值.....	2
股价催化剂.....	2
一、公司简介.....	5
（一）股权结构.....	5
（二）主营业务分析.....	6
二、中药配方颗粒是主要增长动力.....	6
（一）中药配方颗粒发展现状.....	6
（二）中药配方颗粒的市场容量预测.....	7
（三）康仁堂 300 吨新产能将解决产能瓶颈.....	8
三、血必净注射液营销渠道整合已现拐点.....	8
（一）血必净注射液是细分市场的垄断品种.....	8
1、明年产能释放，空间仍较大.....	8
2、抗生素限用为血必净增加了新空间.....	9
（二）营销渠道整合已现拐点.....	9
四、低分子肝素钙注射液开始盈利.....	10
五、投资建议：公司处于天时地利人和的时点.....	11

插图

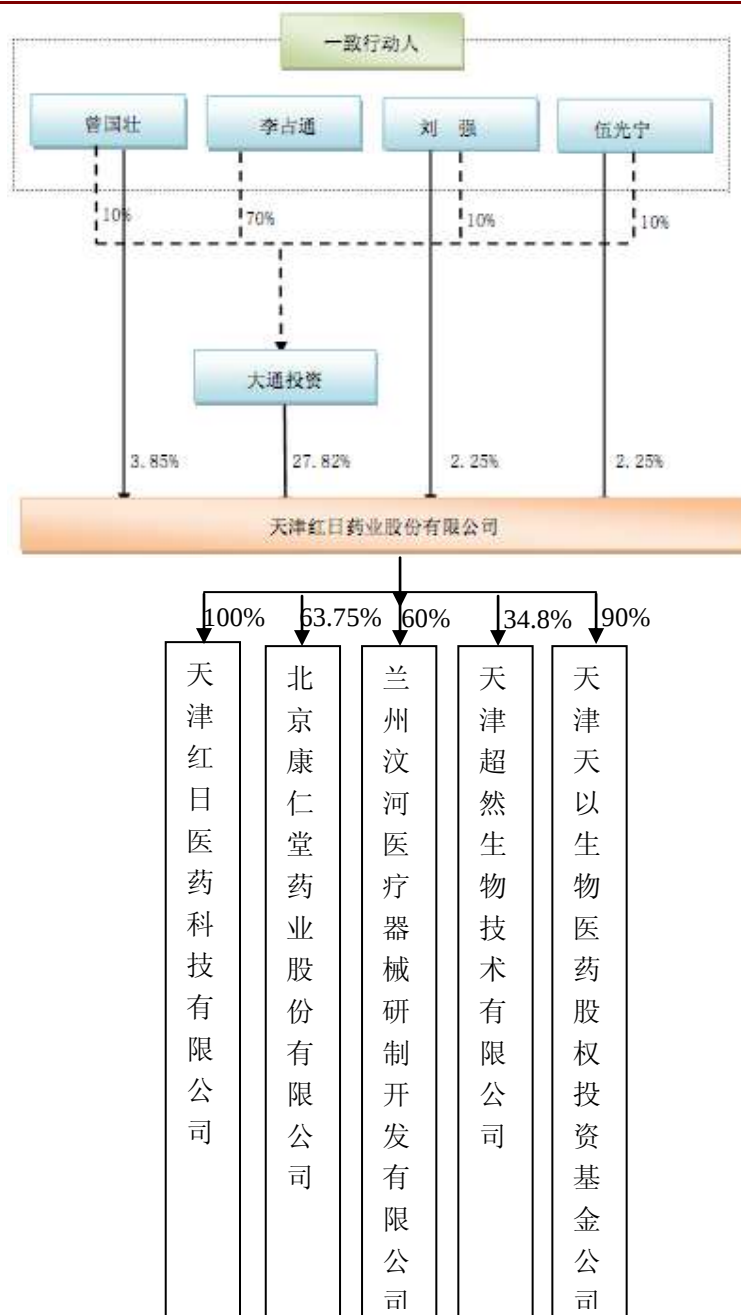
市场表现	1
图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 公司主要产品份额变化	6
图 3: 公司主要产品 2011 年中报收入构成	6
图 4: 公司主要产品收入和净利润变化	6
图 5: 公司主要产品毛利率变化	6
图 6: 医药行业中药饮片销售收入及增速	8
图 7: 医药行业中成药销售收入及增速	8
图 8: 红花价格走势	9
图 9: 赤芍价格走势	9
图 10: 血必净注射液历年收入及预测	10
图 11: 2006-2010 年低分子肝素钙竞争格局	10
图 12: 低分子肝素钙 2010 年企业竞争格局	10
图 13: 肝素钠原料(精品)出口价格走势 (美元/Kg)	11
图 13: 产品收入及成本预测	12
图 13: 财务报表预测	13

一、公司简介

（一）股权结构

红日药业是一家小型民营药企，主要产品领域包括中药配方颗粒、脓毒症用药、脑血管解痉药和抗血栓药，主导产品为中药配方颗粒、血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液和低分子肝素钙等。2009年10月，公司IPO募集资金7.20亿元，用于血必净注射液的扩产、对康仁堂进行增资和研发中心的建设。

图 1：公司股权结构图

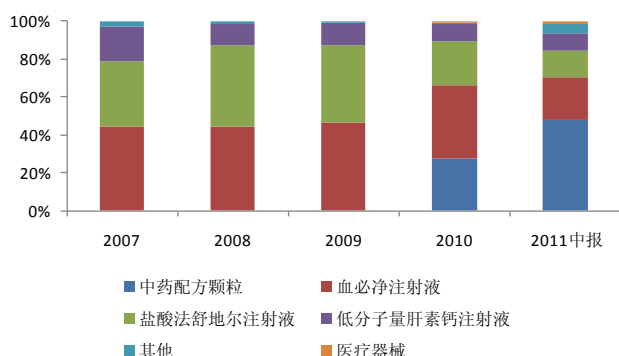


资料来源：公司年报、宏源证券

（二）主营业务分析

公司原主要产品为血必净注射液和盐酸法舒地尔注射液，2010 年收购北京康仁堂 42% 股权，2011 年 7 月增资达到 63.75% 控股权，增资之后中药配方颗粒已成为收入的主要来源，2011 年前三季度收入和毛利占比都已占到 40% 以上。公司产品除低分子肝素钙注射液毛利率不稳定外，其他品种毛利率较高，血必净和法舒地尔毛利率 80% 以上，中药配方颗粒毛利率已达 68%。

图 2：公司主要产品份额变化



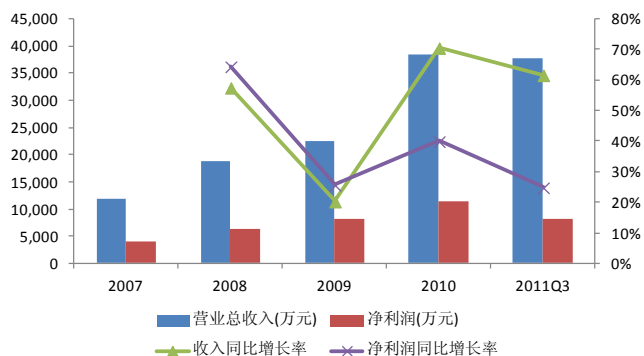
资料来源：Wind、宏源证券

图 3：公司主要产品 2011 年中报收入构成



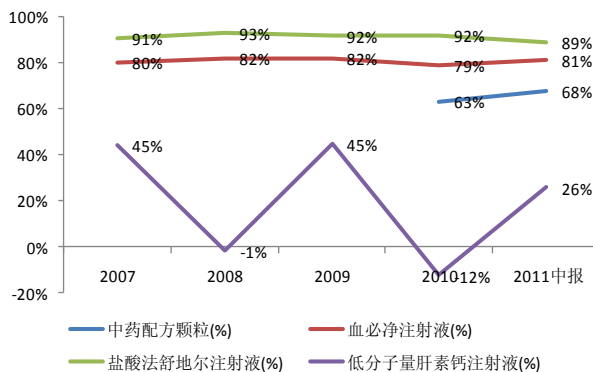
资料来源：Wind、宏源证券

图 4：公司主要产品收入和净利润变化



资料来源：Wind、宏源证券

图 5：公司主要产品毛利率变化



资料来源：Wind、宏源证券

二、中药配方颗粒是主要增长动力

（一）中药配方颗粒发展现状

中药配方颗粒是中药饮片的剂型改革，是用中药饮片作为原料，经提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的产品。中药配方颗粒成分可控，使用时医生可以如同中药饮片一样随症加减，并已在一定程度上解决

了共煎和单煎药效不同的问题，免除了煎煮的麻烦。

中药配方颗粒在我国 1992 年开始试制，1993 年开始小范围试用，1999 年在北京试用，目前全国形成规模工业生产的厂家有 6 家，已在近万家各类医疗机构中使用。《质量标准研究暂行规定》明确指出，中药配方颗粒从 2001 年 12 月 1 日起纳入中药饮片管理范畴，实行批准文号管理。在未启动实施批准文号管理前仍属科学研究阶段，该阶段主要是选择试点企业研究、生产，由试点临床医院使用。试点生产企业经确认后，应将使用中药配方颗粒临床医院名单报医院所在地省药品监督管理局备案。同时，颁发了中药配方颗粒质量标准研究的技术要求。

2002 年 6 月，北京市药监局下发文件将中药配方颗粒的临床试点“在原四家试点医院使用的基础上，扩大到北京市二甲以上医疗机构及中医专科医院使用”，在一定程度上促进了中药配方颗粒的推广使用。

2011 年 4 月 16 日，世界中医药学会联合会第二届第八次理事会与第七次监事会暨首届中医全球化与人类健康高峰论坛在云南昆明开幕，会上来自世界 20 多个国家的世中联理事和代表讨论并通过了中药配方颗粒国际标准等。

2011 年 6 月 1 日起，北京市药监局规定，只有备案的二级以上医疗机构才能试用中药配方颗粒，相当于大幅缩减了政策规定的使用范围。我们认为这种范围的缩减是为了更好的管理和采集数据，对中药配方颗粒的发展没有影响。

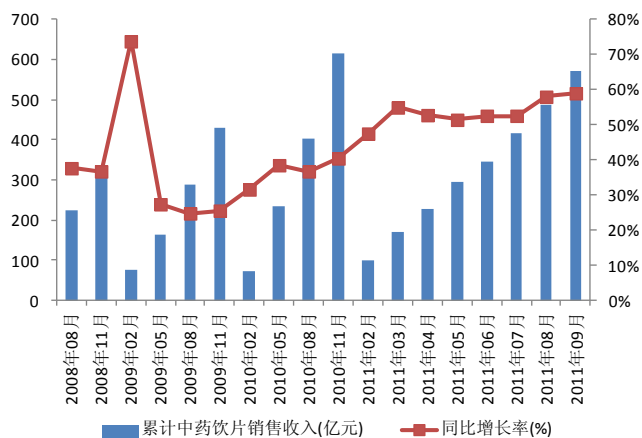
目前以下 6 家企业可以生产中药配方颗粒，其中北京康仁堂规模排在第三位。仅有的 6 家企业，可以在短期内享受中药配方颗粒的行业垄断性。

- 1、江苏江阴天江制药厂；
- 2、广东一方制药厂；
- 3、北京康仁堂药业有限责任公司；
- 4、三九医药股份有限公司；
- 5、四川绿色药业科技发展股份有限公司；
- 6、培力（南宁）药业有限公司。

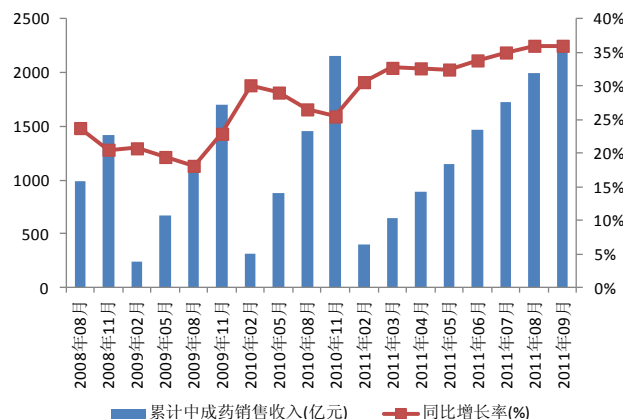
（二）中药配方颗粒的市场容量预测

由于中药配方颗粒免除了煎煮的麻烦，并在一定程度上解决了共煎和单煎药效不同的问题，因此中药配方颗粒主要可以替代中药饮片，而实际上，对于习惯处方中成药的医生来说，中药配方颗粒可以因人而异，随症加减，随着个性化治疗的逐渐普及，部分中成药的市场也将被中药配方颗粒替代。

因此，我们从中药饮片和中成药的市场规模测算一下中药配方颗粒的市场容量。全国 800 多家中药饮片企业年总销售收入 700 多亿元，我们预计中药配方颗粒至少能替代 30% 的市场，则中药配方颗粒的市场容量为 $700 \times 30\% = 210$ 亿。如果再考虑中成药市场，1500 多家中成药企业总销售收入 2300 多亿元，中药配方颗粒替代 10% 的话，也有 230 亿。因此，中药配方颗粒市场容量至少有 440 亿元。而如果更长远的看，假设未来的中药市场将是中成药、中药饮片、中药配方颗粒三分天下的市场，则中药配方颗粒市场容量可达到 900 亿元。目前 6 家试点企业合计产能规模仅为 15 亿元，市场空间巨大。从行业增速看，2009 年医保政策实施以来，行业增速逐年加快，2011 年中成药和中药饮片的销售收入增速平均高达 32% 和 50%，中药配方颗粒为自主定价品种，将有效转嫁药材成本压力，可以预见中药配方颗粒行业至少可维持 40% 的增速发展。对于红日药业这样具有品牌优势和营销网络资源的企业，通过复制北京经营模式的手段，将会快速、稳定地占领全国市场，中药配方颗粒将从临床终端，逐步覆盖到连锁药店和社区诊所，增速会更快。

图 6：医药行业中药饮片销售收入及增速


资料来源：Wind、宏源证券

图 7：医药行业中成药销售收入及增速


资料来源：Wind、宏源证券

（三）康仁堂 300 吨新产能将解决产能瓶颈

康仁堂的中药配方颗粒在北京具有雄厚的市场基础，市场占有率达 90% 以上，在东直门医院、北京肿瘤医院、解放军 301 医院等销售额较高。2010 年开始进军天津市场，与大经销商天津国药合作，不到一年就开发了 11 家医院，为其他省市的开发树立样板。除北京、天津之外，目前已开始进入福建、山东、内蒙等多个市场。2009 年北京市将中药配方颗粒正式调入医保目录范围，其他地方虽然没有正式调入医保目录，但实际上在全国中药配方颗粒以中药饮片处方，都可享受医保。与其他几家中药配方颗粒企业不同，康仁堂不但提供中药颗粒，还提供现代化的发药机，自动抓取，自动判断，在北京 80 多家医院已经设立了药房。

公司 2010 年收购了康仁堂 42% 的股权，2011 年 7 月增资达到 63.75% 的控股权，中药配方颗粒增长加速。2010 年康仁堂收入 1.06 亿元，2011 年前三季度收入已达 1.78 亿元，同比增长 150%。公司目前的产能已出现供不应求的局面，目前产能仅 100 吨/年，产能瓶颈严重，北京顺义中药配方颗粒自动化生产基地的新产能将要释放，2012 年中期将达到 300 吨/年，有效解决产能瓶颈。

三、血必净注射液营销渠道整合已现拐点

（一）血必净注射液是细分市场的垄断品种

血必净注射液是由红花，赤芍，川芎，丹参，当归五味药组成的中药注射液，用于化瘀解毒。在临床上是国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多脏器功能障碍综合征的国家二类新药，治疗机理清楚，治疗效果显著，在细分市场具有垄断地位；上市使用 7 年来，在急症、烧伤、呼吸、感染、肝胆、多发伤、骨科、肿瘤、血液、器官移植等多个学科应用，迄今没有收到一例不良反应报告；2006 年被科技部和国家保密局认定为“秘密级国家秘密技术”，2009 年被卫生部《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 年试行版第二版）》选定为中医辨证治疗药物。

1、明年产能释放，空间仍较大

与市场上的同类中药注射液品种相比，血必净空间仍较大。如丹红注射液已覆盖医院 4000 家，销售规模近 20 亿元，痰热清注射液已覆盖医院 2500 家，销售规模近 10 亿元，而血必净注射液仅覆盖 1400 家，销售额仅

1.5 亿元，扩张的空间仍较大；目前已被 16 个省列入省级医保目录，并且省份在不断增加中。募投项目自 2009 年上市投产后，明年上半年即将达产，产能将由目前的 900 万支提高到 2,600 万支，大大解决产能瓶颈。血必净一个疗程是 7-14 天，每天使用 10 支以上，参考国际上的患病率千分之三，则理论市场需求在 4 亿支。

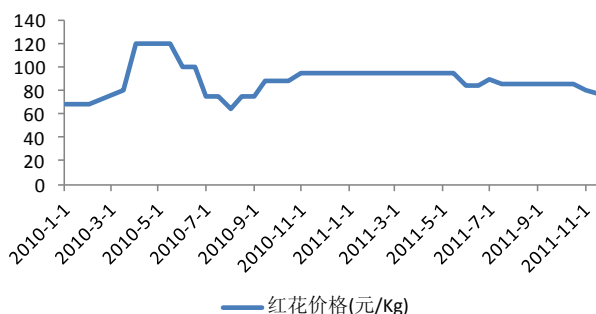
2、抗生素限用为血必净增加了新空间

2011 年 7 月 1 日起，卫生部发布的《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》和《2011 年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》正式实施，要求三级医院抗菌药物品种不得超过 50 种；二级医院不得超过 35 种；住院患者抗菌药物使用率不超过 60%，门诊患者抗菌药物处方比例不超过 20%。抗生素实行分级管理：限制级、非限制级、特殊使用。目前，《抗菌药物临床应用管理办法》已经完成了征求意见稿，进入最终修订阶段，并拟在近日出台。据统计，目前中国人均抗生素消费量在 138 克左右，而美国仅为 13 克，中美之间差距超过 10 倍。我国抗菌药物年使用率已经超过 70%，尤其在外科使用率几乎达到 90%。本管理实施以来已经给使用环节、流通环节和制造环节造成了深刻的影响。

本管理办法对红日药业有较好的影响。首先，血必净虽然书面上的适应症是脓毒症，但在国外也被翻译为重症感染，因此在一定程度上血必净可以理解为“中药抗生素”；其次，抗菌药物管理办法中专门指出抗菌的中药注射剂不受管制。从最近的医药用药情况看，抗菌中药注射剂开始进入三级医院，这在以往是不大可能出现的。这给血必净注射液增加了新的巨大空间。

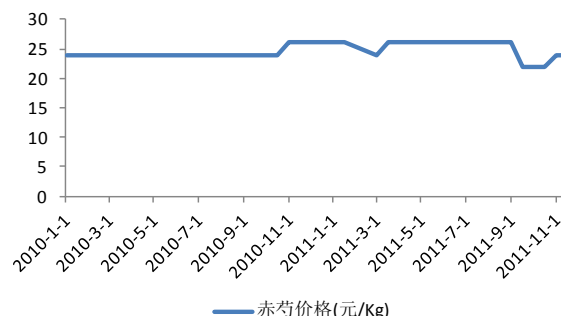
血必净主要原材料红花和赤芍的价格最近有下降趋势，预计明年毛利率还有小幅提高。

图 8：红花价格走势



资料来源：中药价格信息网、宏源证券

图 9：赤芍价格走势



资料来源：中药价格信息网、宏源证券

（二）营销渠道整合已现拐点

一般来说，处方药的销售有两种销售模式，一种是学术推广模式，这种模式的自建销售队伍较多，前期投入大，对终端控制力较强，业绩增长稳健，销售费用高，如天士力、佐力药业；另一种就是经销商代理模式，通过向经销商分配销售任务实现销售，可以迅速上量，销售费用很低，但是对终端控制力差，迅速上量后销售容易出现瓶颈。公司的产品销售模式就属于典型的经销商代理模式，而且采用了较多的小经销商。由于面临着难以把握药品终端流向和销售情况的难题，公司的销售模式亟待改革。

血必净 2010 年提价后，打击了部分经销商的积极性，同时，由于公司一直采用小经销商代理模式进行销售，对终端控制力较差，无法准确把握药品流向和增长情况，公司借此进行营销渠道的整合，因此 2011 年上半年血必净销量受到影响，增长停滞，但第三季度已恢复增长，单季度同比增长 20%以上，前三季度同比增长 10%左右。我们分析血必净注射液过去两年的销售情况，增速达到 26%和 42%，今年由于营销渠道的整合，保守预计全年增长 8%，考虑到第三季度已有恢复增长的态势，我们觉得渠道整合对业绩影响的拐点已到，预测明后两年增速恢复到 20%。

图 10：血必净注射液历年收入及预测



资料来源：Wind、宏源证券

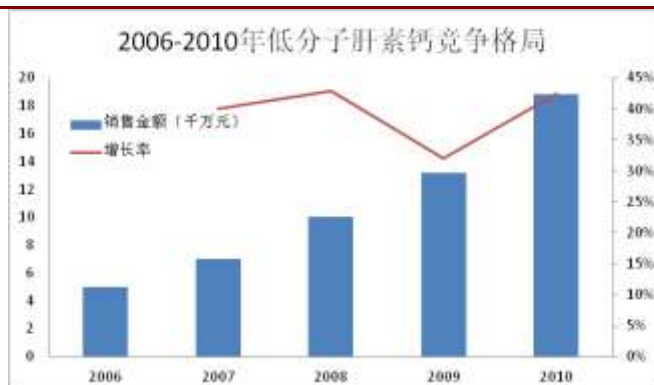
营销渠道整合的具体措施主要是将中小代理商逐步转换成大的代理商，然后依靠大代理商的终端优势推进开发医院的进度、加强渠道或仓库中的产品质量管理、由他们提供终端医院准确数据以便公司进行学术资源匹配等，增强对终端和渠道的控制力。从第三季度的销量来看，除了销售旺季的因素，营销渠道的整合确实已见到成效。我们预计四季度及明年血必净销售可逐季加快，尤其是明年，相对于今年较低的基数，增速会明显加快。公司未来还会在部分地区自建销售队伍，学术支持对终端的拉动效果也将逐步显现，营销模式仍有改善的空间。

四、低分子肝素钙注射液开始盈利

低分子量肝素钙注射液是肝素钠或肝素钙注射液的升级品种，在使用后不良反应较少，因此是目前肝素产品中毛利率最高、盈利能力最强的产品，2006-2010 年市场销售复合增长率达到 37.7%。除了外资企业葛兰素史克占据了低分子肝素钙 53% 的市场份额，其他的市场由国内 10 家左右企业分割。其中常山药业的份额最大，产品质量最高，定价最高，2010 年市场份额 13.54%；合肥兆科药业主打粉针剂型，2010 年市场份额 9.25%；红日药业排名第三，市场定价较低，2010 年市场份额 9.19%。

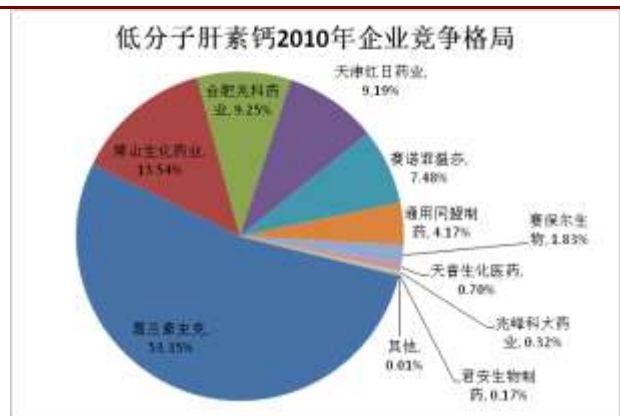
由于今年低分子肝素钙注射液的原料药价格大幅下降，因此公司本产品开始盈利，毛利率预计达 25% 以上。由于低分子肝素钙注射液市场竞争激烈，公司产品没有特别的优势，因此预测未来平稳增长，增速维持在 10-20% 之间，不作为公司发展的重点产品。

图 11：2006-2010 年低分子肝素钙竞争格局



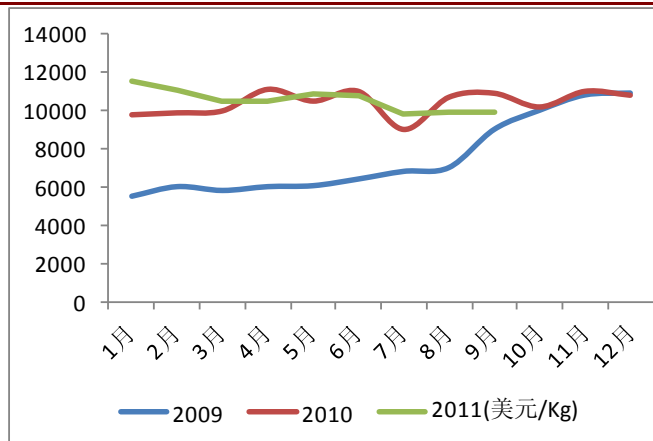
资料来源：米内网、宏源证券

图 12：低分子肝素钙 2010 年企业竞争格局



资料来源：米内网、宏源证券

图 13: 肝素钠原料(精品)出口价格走势（美元/Kg）



资料来源：健康网、宏源证券

五、投资建议：公司处于天时地利人和的时点

首先，中药配方颗粒放量高增长，仅有的 6 家试点企业可享受行业景气时光。今年公司开发天津市场非常成功，全年增长 120% 无悬念，明年其他省市销售打开后，增速预计能达到 55%。与其他 5 家企业比，公司不单提供单味的配方颗粒，还提供整套配方颗粒的药房服务，竞争力更强；明年 300 吨/年的新产能释放后，业绩还有超预期的可能。

其次，血必净注射液从细分行业看，将受益于国家限制抗生素使用但对抗菌中药注射剂不做限制的政策，市场空间巨大。营销渠道整合对业绩的影响已现拐点，今年三季度已恢复增长，预计明后年能恢复在 20% 的增速。

最后，低分子肝素钙注射液今年开始盈利，未来可稳中有升的增长。

我们认为，从公司的三大产品模块看，业绩增速均处于增长加速或者增速回升的阶段，天时地利人和具备。

对公司业绩预测如下：

中药配方颗粒今年实现 120% 的增长，我们认为主要得益于天津新市场的开发，考虑到其他省市已经进入，但还没有放量，又考虑到明年 300 吨的新产能释放，我们认为明年收入增速能达到 55%，后年预计增长 40%。毛利率为稳妥起见，假设维持不变。

血必净虽然前三季度增速已恢复到 10%，我们仍给予全年保守 8% 的业绩增速，明后年借助 2600 万支新产能释放，增速至少恢复至 20%。

低分子肝素钙注射液平稳增长，假设未来 3 年增速 16%。

盐酸法舒地尔注射液市场将逐渐萎缩，假设今年收入下降 17%，明后年下降 5%。

预测 2011-2013 年净利润分别为 1.25、1.69、2.07 亿元，同比增速分别为 23%、35%、22%，实现 EPS 分别为 0.83、1.12、1.37 元，对应 PE 分别为 34、25、21 倍，给予明年 31 倍 PE，目标价 35 元，首次给予“买入”评级。

图 14：产品收入及成本预测

营业收入预测		2009	2010	2011E	2012E	2013E
中药配方颗粒	销售收入（万元）	5856.55	10,568.40	23250.48	36038.24	50453.54
	增长(YOY)	526%	80%	120%	55%	40%
	主营业务成本	2151	3,876.14	7558.47	11110.96	15555.34
	增长(YOY)			95%	47%	40%
	毛利（万元）	3705.55	6692.26	15692.01	24927.29	34898.20
	毛利率	63.27%	63.32%	67.49%	69.17%	69.17%
	业务收入占比	26%	28%	45%	53%	58%
	毛利占比	21%	25%	43%	52%	57%
血必净注射液	销售收入（万元）	10,450.64	14,843.93	16031.44	19237.73	23085.28
	增长(YOY)	26%	42%	8%	20%	20%
	主营业务成本	1,877.11	3,093.36	3093.36	3712.03	4454.44
	增长(YOY)	25%	65%	0%	20%	20%
	毛利（万元）	8573.53	11750.57	12938.08	15525.70	18630.84
	毛利率	82.04%	79.16%	80.70%	80.70%	80.70%
	业务收入占比		39%	31%	28%	27%
	毛利占比		45%	36%	32%	30%
盐酸法舒地尔注射液	销售收入（万元）	9,132.10	8,938.42	7329.50	6963.03	6614.88
	增长(YOY)	14%	-2%	-18%	-5%	-5%
	主营业务成本	752.91	700.86	820.01	779.01	740.06
	增长(YOY)		-7%	17%	-5%	-5%
	毛利（万元）	8379.19	8237.56	6509.50	6184.02	5874.82
	毛利率	91.76%	92.16%	88.81%	88.81%	88.81%
	业务收入占比		23%	14%	10%	8%
	毛利占比		31%	18%	13%	10%
低分子量肝素钙注射液	销售收入（万元）	2,754.23	3,694.34	4285.43	4971.10	5766.48
	增长(YOY)	28%	34%	16%	16%	16%
	主营业务成本	1,515.09	4,146.99	3234.65	3719.85	4315.03
	增长(YOY)		174%	-22%	15%	16%
	毛利（万元）	1239.14	(452.65)	1050.78	1251.25	1451.45
	毛利率	44.99%	-12.25%	24.52%	25.17%	25.17%
	业务收入占比		10%	8%	7%	7%
	毛利占比		-2%	3%	3%	2%
其他	销售收入（万元）	166.84	430.83	646.25	840.12	1092.15
	增长(YOY)	-21%	158%	50%	30%	30%
	主营业务成本	576.75	209.21	397.50	516.75	671.77
	增长(YOY)		-64%	90%	30%	30%
	毛利（万元）	(409.91)	221.62	248.75	323.37	420.38
	毛利率	-245.69%	51.44%	38.49%	38.49%	38.49%
	业务收入占比		1%	1%	1%	1%
	毛利占比		1%	1%	1%	1%
		2009	2010	2011E	2012E	2013E
合计	营业收入（主营+）	22,508.05	38,387.86	51,543.11	68,050.23	87,012.33
	增长(YOY)	20%	71%	34%	32%	28%
	营业成本（主营+）	4,728.20	12,027.31	15,103.99	19,838.59	25,736.63
	增长(YOY)	7%	154%	26%	31%	30%
	毛利	17,779.86	26,360.55	36,439.12	48,211.64	61,275.70
	增长(YOY)	24%	48%	38%	32%	27%
		78.99%	68.67%	70.70%	70.85%	70.42%

资料来源：宏源证券

图 15：财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	770	662	583	559	营业收入	384	515	681	870
应收票据	2	4	6	7	营业成本	120	151	198	257
应收账款	74	127	172	217	营业税金及附加	4	7	9	11
预付款项	2	5	9	14	销售费用	87	121	160	204
其他应收款	7	14	18	23	管理费用	51	75	99	127
存货	99	95	125	162	财务费用	-17	-12	-8	-7
其他流动资产	0	0	1	1	资产减值损失	4	9	1	7
长期股权投资	12	12	12	12	投资收益	0	0	0	0
固定资产	142	187	294	368	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	50	140	130	105	营业利润	134	163	221	271
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	1	2	2	2
无形资产	55	63	70	78	税前利润	135	165	223	272
长期待摊费用	1	1	1	0	减：所得税	22	26	35	42
资产总计	1280	1409	1553	1720	净利润	113	139	188	230
短期借款	0	28	28	28	减：少数股东损益	11	14	19	23
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	102	125	169	207
应付账款	91	83	109	141	基本每股收益	1.01	0.83	1.12	1.37
预收款项	46	21	-13	-57	稀释每股收益	1.01	0.83	1.12	1.37
应付职工薪酬	11	11	11	11	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	13	13	13	13	成长性				
其他应付款	11	12	14	15	营收增长率	70.6%	34.3%	32.0%	27.9%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	31.4%	33.1%	32.7%	26.1%
长期借款	0	20	20	20	净利润增长率	26.0%	22.7%	35.4%	22.1%
负债合计	182	197	191	181	盈利性				
股东权益合计	1098	1212	1362	1539	销售毛利率	68.7%	70.7%	70.8%	70.4%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	26.6%	24.3%	24.9%	23.8%
净利润	113	139	188	230	ROE	9.3%	10.3%	12.4%	13.4%
折旧与摊销	11	17	26	33	ROIC	9.2%	10.8%	12.8%	14.3%
经营活动现金流	-15	26	84	116	估值倍数				
投资活动现金流	-125	-168	-134	-95	PE	27.7	33.9	25.0	20.5
融资活动现金流	43	34	-29	-45	P/S	7.4	8.2	6.2	4.9
现金净变动	-97	-107	-79	-24	P/B	2.58	3.50	3.12	2.76
期初现金余额	867	770	662	583	股息收益率	0.9%	0.9%	1.2%	1.6%
期末现金余额	770	662	583	559	EV/EBITDA	16.2	20.9	16.0	12.8

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员，清华大学工学博士，3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司：贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、佐力药业、福瑞股份、常山药业、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司：乐普医疗、昆明制药、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。