

合理价格

19.5-22.75元

# 四百余年中药世家 拓展第三终端

——皮宝制药（002433）新股定价报告——

研究员

王剑辉  
执业证号：S1250200010075  
电话：010-57631186  
邮箱：wjhui@swsc.com.cn

发行上市资料

合理发行价格（元）	26.4-30.8
发行股数（万股）	2500
申购日期	6月2日
发行后总股本（万股）	10000
主承销商	广发证券

主要观点：

**合计价格区间 19.5元-22.75元** 我们预计公司2010年-2012年，归属母公司净利润同比增长21%、26.2%和21.1%，IPO后每股对应收益0.65元、0.82元和1.00元，我们现在的市场行情，30-35倍市盈率比较合适；

**抗菌皮肤病中成药 独具优势** 公司的“消炎癣湿膏”是目前抗菌、消炎皮肤中成药销售最好的产品，在整个抗菌OTC外用药市场也占到第七的份额；与其他可替代化学药产品相比，传统中药的无副作用的特点是最主要的竞争优势；该产品已在广东省站稳市场，第三终端和省外市场是未来实现收入较快速增长的来源；

**非皮肤药品种 发力增长** 公司07年合并之后的太安堂产品—麒麟丸和心宝丸，是目前主要的非皮肤病药品，08年便出现了爆发式的增长；两款药品的市场领域广阔，后期增长可能放缓，但仍会有不俗的收入增长，为公司贡献毛利；

**拓展第三终端** 在销售渠道上，公司将重点开发第三终端（县以下地区及社区医疗）市场，复合国家医改进程中，短期相对能够实现的基层医疗市场扩容，具有较大的顺势成长空间，公司07-09年三年复合增长率26%，已取得一定的进展；

**募集情况** 公司本次拟公开发行普通股2500万股，拟募集资金11607.3万元用于全自动软膏剂GMP生产线建设项目和全自动丸剂GMP生产线建设项目；

**风险提示** 公司整体规模不大，目前尚属于广东省的地区性企业，产品的收入快速增长需要省外地区销售渠道的有力拓展；心宝丸所处的心脑血管市场领域竞争激烈，公司短期发力增长后，可能会面对放缓的风险。

## 1. 投资要点

### 要点简述

- 确立发展第三终端市场是公司的看点，此举正好应对国家正在加大扶持的基层医疗，并且相对于公立医院改革对制药企业的影响，我们认为扩容基层医疗市场短期能够看见；
- 公司的外服皮肤病用药已基本在广东省确立的市场，但在省外地区的销售还非常低，相对而言，基数低的市场，在短期内有高速增长的趋势；
- 目前公司只有“消炎癣湿药膏”销售初具规模，核心产品“心宝丸”和“麒麟丸”只经历了2年多的正式营业期，仍有较多的增长空间；
- 公司是具有渊源历史的中药世家，具有一定的品牌价值，未来将加大品牌宣传，将有利于公司的零售市场销售。

### 主要假设

- 公司通过同剂型产品生产调整，今年皮肤类药品能实现 20% 的收入增速，其他产品基数较低，能实现 30%-50% 的收入增速，募集项目将逐渐达产，放量收入增长将抵消部分价格下降；
- 公司的产品在中药行业中，算毛利率不高的企业，降价的空间很低，现有毛利率将基本维持，各项费用从历史来看，基本没有大的变化。

### 主要风险

- 公司产品实际短期降价较多；
- 省外营销渠道拓展较慢；
- 较多主要产品未进入《医保目录》或《基本药物目录》，带来一定的销售障碍。

表 1 主要收入构成预测

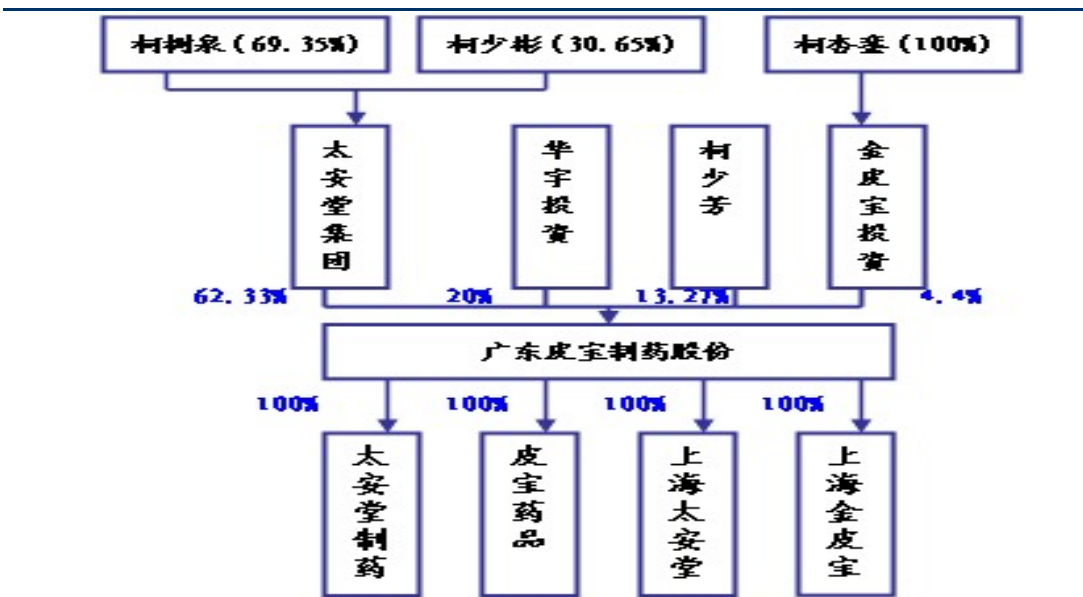
(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
皮肤类	16218.76	19036.6	21556.7	25868.05	32335.07	42035.58
增长(%)		17.37%	13.24%	20.00%	25.00%	25.00%
心宝丸	71.57	2266.7	3108.9	4352.56	6224.16	8713.82
增长(%)		3067.15%	37.16%	40.00%	43.00%	40.00%
麒麟丸	42.1	736.1	1223.9	1835.88	2662.03	3859.94
增长(%)		1648%	66.28%	50.00%	45.00%	45.00%
其他	1964.6	2338.2	2943.8	3679.82	4673.37	6075.39
增长(%)		19.01%	25.9%	25.00%	27.00%	30.00%
<b>营业收入合计</b>	<b>18297.1</b>	<b>24377.6</b>	<b>28833.4</b>	<b>35736</b>	<b>45895</b>	<b>59068</b>
<b>增长(%)</b>		<b>33.23%</b>	<b>18.28%</b>	<b>23.9%</b>	<b>28.4%</b>	<b>28.7%</b>
<b>综合毛利率(%)</b>	<b>37.79%</b>	<b>38.64%</b>	<b>38.85%</b>	<b>39.09%</b>	<b>38.35%</b>	<b>38.47%</b>

数据来源：西南证券研发中心

## 2. 公司基本情况

皮宝制药及控股股东太安堂集团，创自于具有近 400 多年历史的中药世家柯氏，传统中药文化源远流长。公司实际控制人柯树泉先生为太安堂祖传第十三代传人，国内著名中医。于 2000 年，发起创立了公司前身广东皮宝制药有限公司，经过数次增资扩股及转让，于 2007 年改制为股份有限公司，至设立以来，实际控制人及主要管理人员，均为柯树泉及其家属，属于典型的家族式企业。

图 1 科伦药业及科伦集团主要控股架构



数据来源：公司招股书

公司主要从事中成药的研发、生产和销售，拥有包括软膏剂、丸剂等 14 个剂型的 108 个药品品种的生产批件，其中 2 个药品为国家中药保护品种，9 个药品是国内独家生产品种，34 个药品被列入《国家基本药物目录》，59 个药品被列入《医保目录》。目前，皮肤类药品为公司的销售和利润主要来源，其中重点产品为消炎癣湿药膏、烧伤膏、肤特灵、克痒敏醑和早期产品皮宝霜。在集团重组和医药资产整合的过程中，先后合并了集团旗下的太安制药、上海皮宝，以及医药商业企业皮包药品和上海太安堂，引入了心宝丸和麒麟丸两款后期增长较快的重点产品。

### 3. 业务分析

公司产品结构较为简单，主要生产品种为丸剂和膏剂。

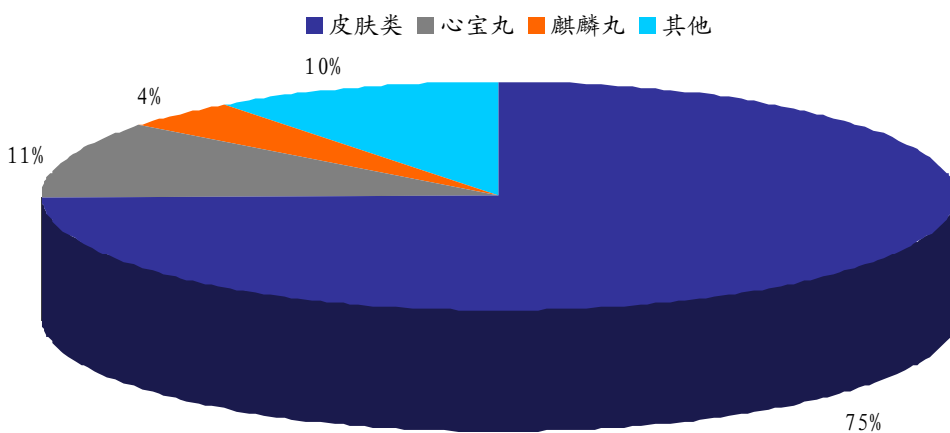
表 2 主要产品情况

药品名	药品类型	用药领域	生产厂家	医保情况
心宝丸	中成药	心血管	三家	医保甲类
麒麟丸	中成药	不孕不育	独家	否
祛痹舒肩丸	中成药	止痛	独家	否
解痉镇痛酊	中成药	止痛	11家	否
解毒烧伤膏	中成药	皮肤类止痛	独家	否
消炎癣湿药膏	中成药	皮肤药	两家	否
克痒敏醅	中成药	皮肤药	两家	否
蛇脂软膏	中成药	皮肤药	代理	否

数据来源：公司网站 西南证券研发中心

公司发家至皮肤病用药，目前外服用各种膏剂仍然是收入和利润的主要来源，皮肤病系列药品占收入比重一直在 70%以上。

图 2 公司 09 年收入结构



数据来源：公司招股书

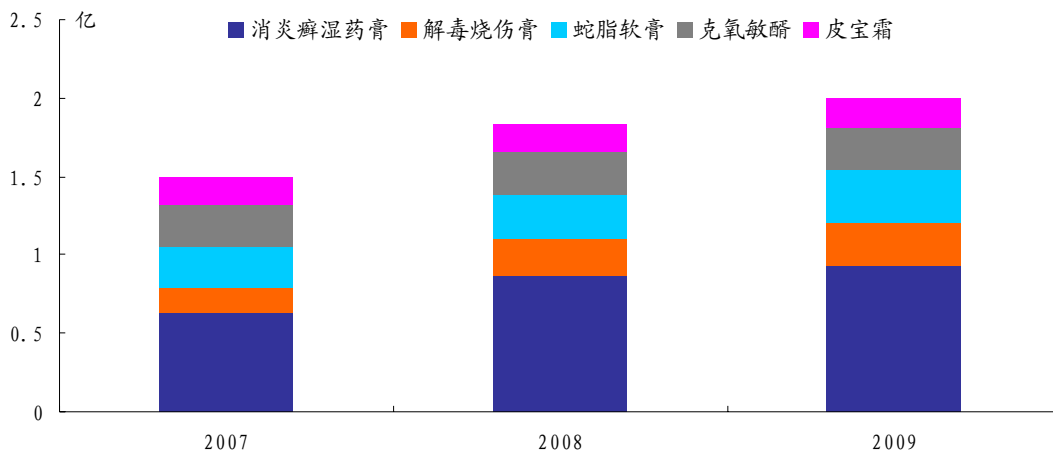
### 皮肤类药品

表 3 公司主要皮肤病药品情况

药品名	适用症	09 年销售情况 (万元)
消炎癣湿药膏	头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水搔痒、疥疮等	9324.45
解毒烧伤膏	凉血解毒、活血止痛、祛腐生肌	2717.49
蛇脂软膏	用于皮肤、粘膜受各种细菌、真菌感染引起的炎症的消毒	3412.98
克痒敏醅	收敛止痒、消炎解毒，用于急慢性湿疹、荨麻疹、冲药性皮炎	2601.16

数据来源：公司招股书

图 3 主要皮肤病药品销售情况

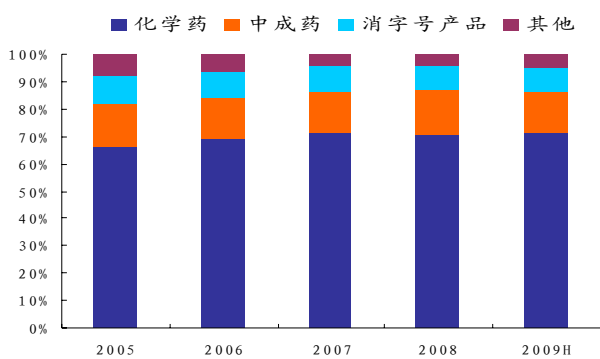


数据来源: 公司招股书

“皮宝霜”是公司的早期的抗菌类皮肤用药膏剂，目前主推产品为“消炎癣湿药膏”。

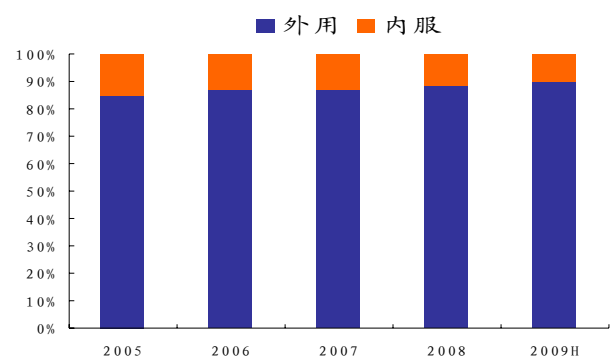
抗真菌皮肤外用药是皮肤病药品最大的一个子类，市场份额在 50%左右。其中，主要以 OTC 软膏剂为主，目前市场基本由化学药占领，代表产品为西安杨森的“达克林”软膏、三九“皮炎平”软膏，中成药有昆明滇虹药业的“康王”去屑洗剂。公司的“消炎癣湿药膏”是抗菌、消炎皮肤中成药销售最好的产品，在整个抗菌 OTC 外用药市场也占到第七的份额。与其他可替代化学药产品相比，传统中药的无副作用的特点是最主要的竞争优势，在我国中药消费大省广东有比较强的市场优势。

图 4 皮肤病药各主要药品类型构成



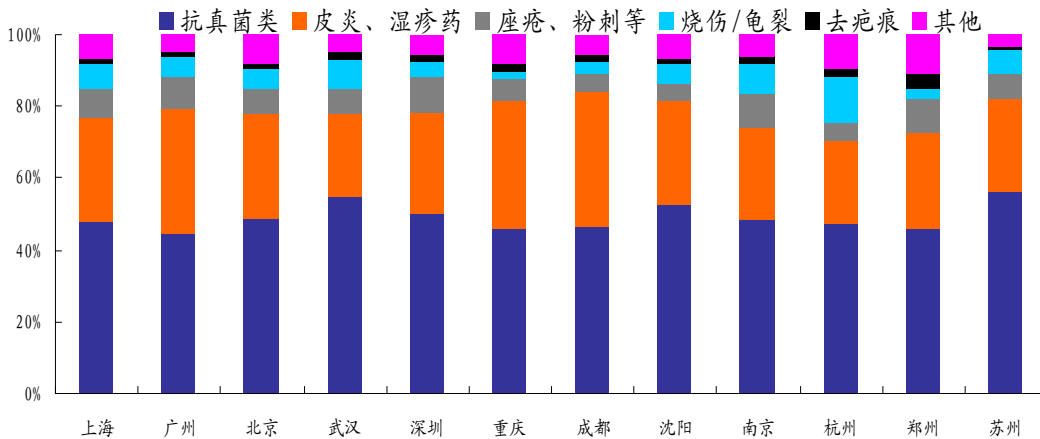
数据来源: 健康网

图 5 不同用药途径构成



数据来源: 健康网

图 6 09 年上半年各主要皮肤病用药构成



数据来源: 健康网

表 4 皮宝皮肤病药品在广州和深圳的市场份额

(广州) 品牌	2007	2008	2009	(深证) 品牌	2007	2008	2009
杨森	17.90%	12.60%	12.40%	杨森	23.40%	20.40%	18.80%
三九	12.30%	9.40%	7.90%	三九	13.40%	10.20%	8%
<b>皮宝</b>	<b>3.60%</b>	<b>5%</b>	<b>5.40%</b>	<b>皮宝</b>	<b>4.40%</b>	<b>5%</b>	<b>4.80%</b>
顺峰	5.60%	5.20%	5.20%	滇红	8.40%	5.30%	4.00%
先灵葆雅	3.40%	3.20%	3.40%	中美史克	4%	3.50%	3.20%

数据来源: 健康网

在销售上, 公司重点开发第三终端(县以下地区及社区医疗)市场。复合国家医改进程中, 短期相对能够实现的基层医疗市场扩容, 具有较大的成长空间, 但仍要面对目前品牌皮肤外用药的强势竞争。我们认为目前公司品牌宣传的提升、省外市场低销售基数都是可实现较快增长的理由, “消炎癣湿膏”及其他主要皮肤病药品可实现 25% 的增长。

## 非皮肤类药品

### 心宝丸

国家二级中药保护品种, 主要用于治疗冠心病、新功能不全、心律失常等心血管病, 为医保甲类品种, 是公司未来的一个增长点, 由于是大领域药品, 未来的销售将随着公司渠道的扩展和募投达产而实现增长。作为公司目前主要推广的产品之一, 我们认为 25% 的增长是可期的。

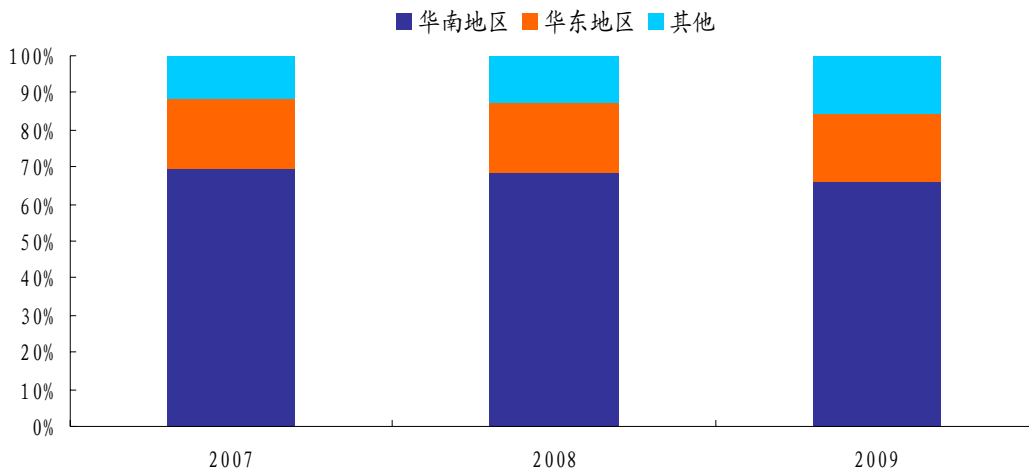
### 麒麟丸

国家二级中药保护品种, 由柯氏祖传秘方改进而来, 是治疗不孕不育中成药物的代表, 公司未来推广的主要产品之一。不孕不育症的症状原有形式多样, 公司的麒麟丸主要对由于肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能减退有较好的治疗效果。对比西医使用促进卵泡素的激素药物, 副作用低仍是可比竞争优势, 目前销售刚迈入千万级, 仍有成长空间。

## 销售情况

在销售区域上，公司有上海太安堂和皮包药业两个华东和华南的销售公司，这两个区域销售是公司目前的主要销售片区，如果公司在省外的销售顺利扩展，销售的较快增长可期。

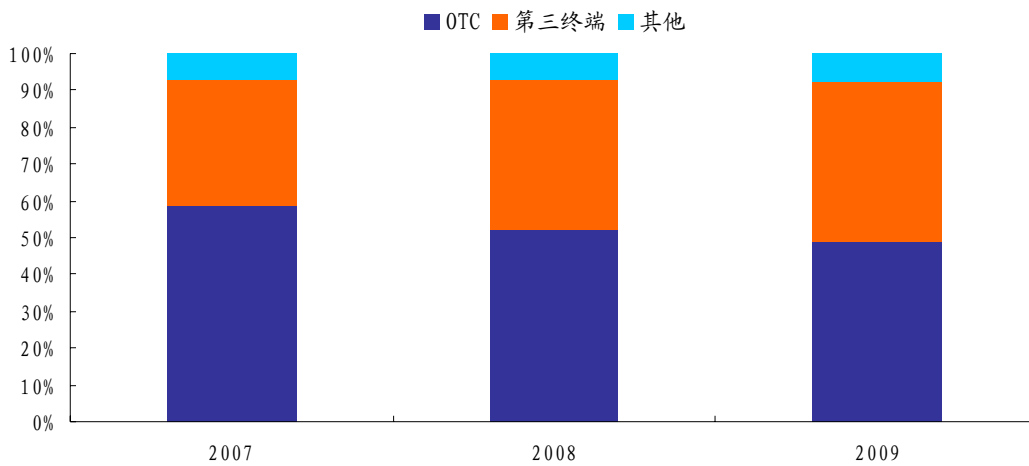
图 7 华东和华南以外的销售规模正在增长



数据来源：公司招股书

另外，公司 09 年销售较快增长，是由于公司大力拓展了第三终端市场。该市场是目前国家医改进程中，较短时间能够实现市场扩容的领域，是公司未来几年销售增长的一个核心来源。

图 8 第三终端市场的份额增长较快

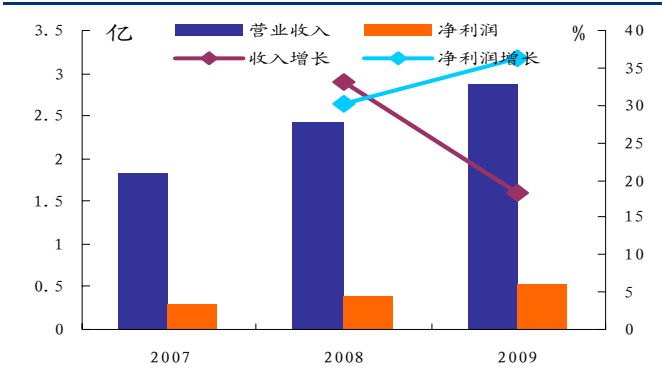


数据来源：公司招股书

## 4. 财务分析

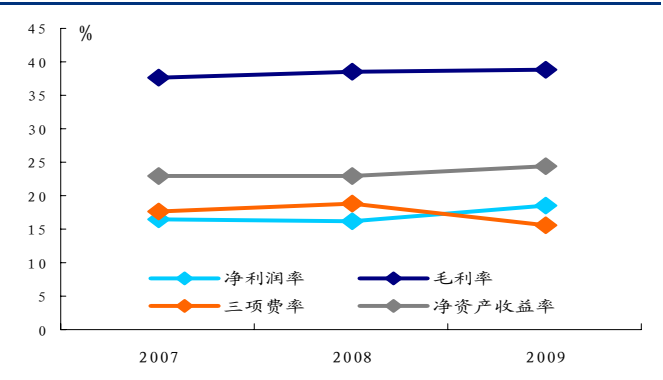
公司的民营体质和品牌化效应,使得各项财务回报率均高于行业平均水平,07-09 年收入和净利润复合增长率分别为 16.3%和 21%。销售费用率也非常低,10%的水平远低于行业平均值。

图 9 收入和净利润情况



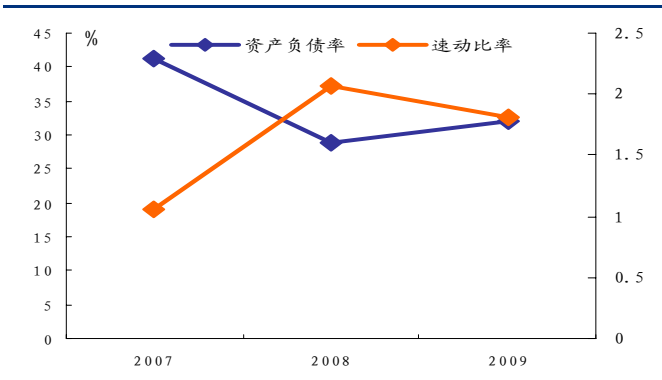
数据来源: 公司招股书

图 10 净利润率远高于行业平均水平



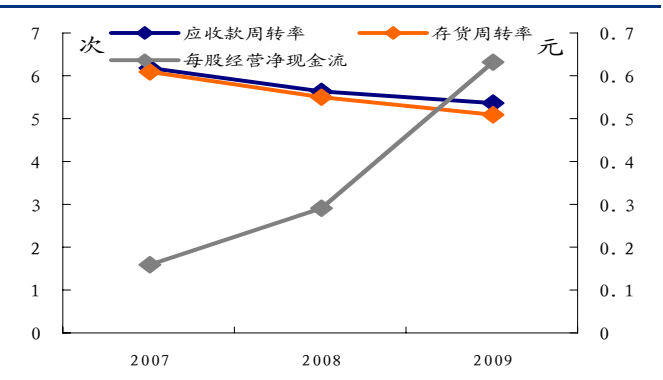
数据来源: 公司招股书

图 11 偿债能力



数据来源: 公司招股书

图 12 经营现金流变化显著



数据来源: 公司招股书

## 5. 募集情况

公司本次拟公开发行普通股 2500 万股,拟募集资金 11607.3 用于全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目和全自动丸剂 GMP 生产线建设项目。

表 5 募集投资情况

项目名称	投资总额	第一年	第二年	第三年
全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目	7019.8	2233.6	4148	638.2
全自动丸剂 GMP 生产建设项目	4587.5	1444.8	2683.2	459.5
合计	11607.3	3678.4	6831.2	1097.7

数据来源: 公司招股书



表 6 达产后产能变化情况

现有产能 (万瓶)	现有固定资产	单位产能投资额 (元/瓶)	新增产能	新增固定资产 (万)	单位产能投资 (元/瓶)
<b>软膏剂</b>					
1000	2968.8	3.07	2000	4146.5	2.07
<b>丸剂</b>					
500	1190.45	2.5	3000	3780.1	1.26

数据来源: 公司招股书

公司整体规模不大,主要产品的产能随着第三终端渠道的开发,产能瓶颈是这次募集要解决的问题。我们看好公司主抓目前国家主要投入建设的基层医疗市场终端,并且募集之后,公司将开拓中西部这块基层医疗较大的区域,是公司未来增长的核心动力。

## 6. 投资建议

公司是一个传统的中成药制造企业,“太安堂”经过多年的中药传承,具有一定的品牌价值。

在以皮肤病外服用药为收入和利润的立足点以外,加大发展具有品牌价值的心宝丸和麒麟丸等太安堂传统中药产品的推广;销售思路清晰,其定位基数低、发展较快、国家正加大扶持的第三终端市场,这将成为公司收入实现较快增长的契机;另外,公司目前的销售半径基本还在广东省范围,外地销售点的拓展,将助推公司收入增长速度。这些因素都是公司业绩增长的主要看点。

公司除了消炎癣湿药膏销售上了规模,目前主要推广的心宝丸和麒麟丸刚经历了 2 年多的正式经营时间,我们认为,太安堂的品牌价值,让两款产品仍有较大的增长空间,预计 2010-2012 年,年复合收益率仍有 16.-18%,利润复合增长 16.2%,IPO 后的每股收益为 0.65 元、0.82 元和 1.00 元,净利润同比增长 21%、26.2%和 21.1%。

对于目前的市场行情,我们认为 30-35 倍式比较合适的市盈率,对应的合理价格为 19.5 元-22.75 元。

资产负债表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	28	63	200	249	269	营业收入	244	288	357	459	591
应收票据	2	6	7	10	12	营业成本	150	176	218	283	363
应收账款	48	56	69	89	115	营业税金及附加	2	2	3	3	4
存货	28	42	51	67	86	销售费用	30	29	34	42	65
固定资产	66	93	106	118	147	管理费用	14	12	14	19	23
在建工程	43	47	27	27	47	财务费用	2	4	4	5	7
资产总计	242	326	474	571	688	营业利润	46	65	84	106	128
短期借款	20	41	0	0	0	税前利润	47	67	84	106	128
应付账款	15	22	27	35	45	减: 所得税	8	13	17	21	25
预收款项	3	3	4	4	5	净利润	40	54	67	85	103
应交税费	4	5	9	11	14	归母公司净利润	38	54	65	82	100
长期借款	28	32	32	32	32	少数股东损益	1	0	2	3	3
预计负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.51	0.72	0.65	0.82	1.00
负债合计	70	104	72	83	97	稀释每股收益	0.51	0.72	0.65	0.82	1.00
股东权益合计	172	221	402	487	590	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
<b>现金流量表(百万)</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>成长性</b>					
净利润	40	54	67	85	103	营收增长率	33.2%	18.3%	23.9%	28.4%	28.7%
折旧与摊销	5	4	13	15	19	EBIT 增长率	33.0%	41.8%	28.3%	26.1%	21.3%
经营活动现金流	22	47	72	79	95	净利润增长率	24.7%	40.8%	21.0%	26.2%	21.1%
投资活动现金流	-21	-26	-8	-26	-68	<b>盈利性</b>					
融资活动现金流	5	22	73	-5	-7	销售毛利率	38.6%	38.8%	39.1%	38.3%	38.5%
现金净变动	6	43	138	48	20	销售净利率	15.7%	18.7%	18.3%	17.9%	16.9%
期初现金余额	60	28	63	200	249	ROE	22.2%	24.4%	16.2%	16.9%	16.9%
期末现金余额	66	72	200	249	269	ROIC	18.57%	18.87%	16.39%	17.29%	17.49%

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>