

## 专注中药皮肤药

### 皮宝制药 (002433)

建议询价区间: 21.30 元 - 24.85 元

新股定价报告

2010年5月28日 星期五

#### 东海证券医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

联系人: 李惜浣

010-59707110

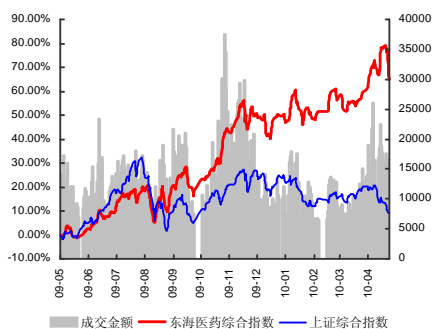
#### 发行数据

发行前总股本(万股)	7500
本次发行股数(万股)	2500
发行后总股本(万股)	10000

#### 发行后股权结构

太安堂集团	46.75%
华宇投资	15.00%
柯少芳	9.95%
金皮宝投资	3.30%
社会公众股	25.00%

医药行业相对上证综指走势图



#### 投资要点

- 公司是典型的家族创业型企业，董事长柯树泉及其亲属共持有公司 80% 的股份。公司主要从事中药皮肤药的研发、生产和销售，目前产品已包括软膏剂、丸剂等 14 个剂型、108 个药品品种。
- 公司一直专注于中药皮肤药领域、产品系列品种丰富，主要产品为消炎癣湿药膏，二线产品包括解毒烧伤膏、肤特灵、克痒敏酊、皮宝霜等，治疗范围覆盖了 20 余种皮肤病。
- 虽然我国的皮肤药市场主要被化学药产品占据，但中成药产品不含激素，具有长期使用副作用小的特点，随着患者认知度的不断提高，中药产品的优势将逐渐体现，公司的消炎癣湿药膏在中药皮肤药细分市场处于优势地位，销量位居同行业前列。
- 公司从 07 年开始涉足心脑血管和不孕不育领域，主打产品心宝丸和麒麟丸增长势头迅猛。心宝丸治疗心律不齐疗效显著，且具有突出的价格优势；麒麟丸作为国家二级中药保护品种，是国内唯一一个男女均可服用的不孕不育症药品。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股 2500 万股，集资金到位后，将用于全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目和全自动丸剂 GMP 生产线建设项目。
- 我们预测公司 2010-2011 年 EPS (摊薄) 分别为 0.71 元和 1.00 元。考虑到公司特色产品的快速增长性，结合上市公司平均估值水平，我们认为公司的合理价位在 21.30 元-24.85 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 30-35 倍。

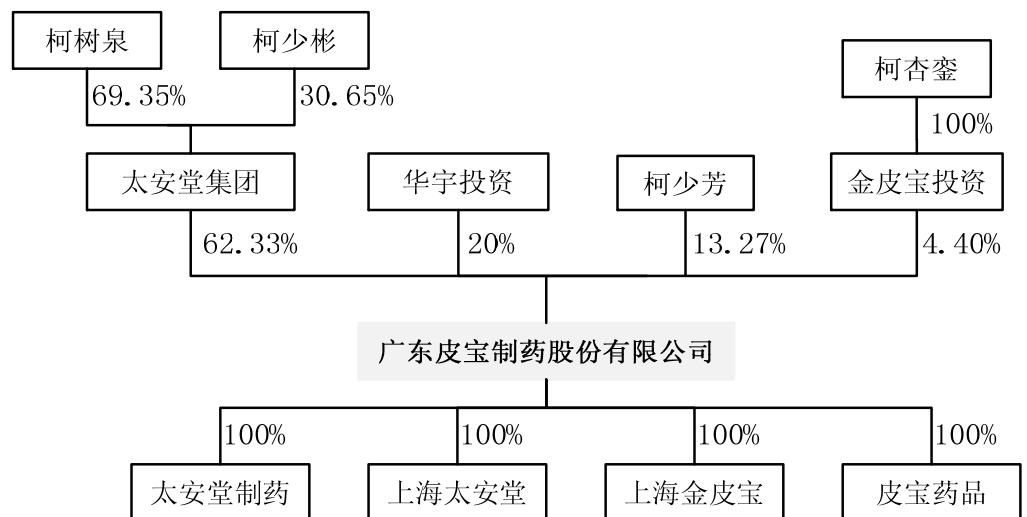
## 1、公司基本情况

### 1.1 公司股权结构

发行前，太安堂集团持有公司 62.33% 股份，是公司的控股股东；柯树泉持有太安堂集团 69.35% 股份，是公司的实际控制人。公司是典型的家族企业，董事长柯树泉及其亲属共持有公司 80% 的股份。

本次计划发行 2500 万股，发行后总股本为 10000 万股。发行后，董事长柯树泉仍然为公司的实际控制人。

图 1: IPO 前皮宝制药的股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

### 1.2 公司主营业务

公司主要从事中药皮肤药的研发、生产和销售。经过十年的发展，公司产品已包括软膏剂、丸剂等 14 个剂型、108 个药品品种。目前公司销售收入中 70% 以上来源于皮肤病类药品，同时，心血管病类药品和不孕不育症类药品所占的比例快速增长。

公司皮肤病类药品主要产品为消炎癣湿药膏、肤特灵、烧伤膏；心血管病类主要产品为心宝丸；不孕不育症类主要产品为麒麟丸。在公司产品中，麒麟丸和祛痹舒肩丸被列为国家二级中药保护品种；消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏、麒麟丸等 9 个产品是国内独家生产品种；此外，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》。

## 2、皮肤外用药市场

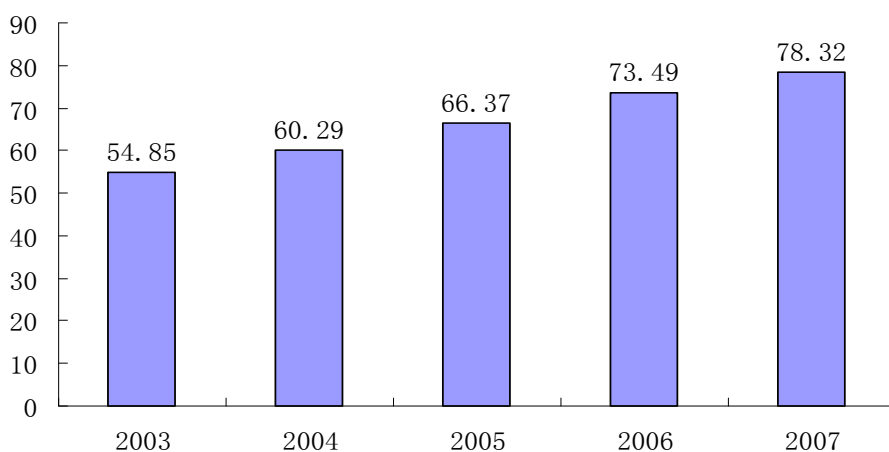
皮肤病是一种发病率较高的常见病，受环境污染、全球气候变暖以及精神压力增大等因素的影响，我国的皮肤病患者数量持续增加。据有关资料统计，皮肤病在我国的总患病率为 1.23%，即约有 0.16 亿人患有不同程度的皮肤病。目前皮肤药在零售渠道的销售量位于复合维生素和钙制剂类药品、感冒咳嗽类药品之后列第三位；增长率仅次于感冒咳嗽药，位列第二。

### 2.1 皮肤外用药市场规模

目前对皮肤病的治疗多以外用药为主，皮肤外用药占整个皮肤药市场的份额为 85%左右。从药品功效来看，销售最多的皮肤外用药主要集中在治疗细菌、真菌、球菌等引起的感染性皮炎和因食物、花粉等引起的过敏性皮炎的药品。其中用于治疗真菌感染引起的皮肤病药品几乎占据了 50%的皮肤病外用药市场份额。

随着皮肤病患者数量的增加，且皮肤病多具有不易根治的特点，皮肤外用药产品的销量保持快速增长。据 CMH Health Data Ltd 统计，我国 2005 年、2006 年、2007 年的皮肤药外用药销售额分别为 66.37 亿元、73.49 亿元和 78.32 亿元，市场规模逐年扩大。

图 2：2003-2007 年我国皮肤病外用药市场规模



资料来源：CMH Health Data Ltd, 东海证券研究所；单位：亿元

### 2.2 皮肤外用药市场竞争情况

目前我国药品零售市场上销售的皮肤科外用药有 521 种，其中化学药品种接近 417 种，中药品种有 104 种左右。化学药占据了皮肤用药约 80% 的市场份额。

目前国内皮肤外用药市场中，公司产品的主要竞争产品包括西安杨森旗下的“达克宁”系列产品、三九医药的“999”皮炎平软膏、上海先灵葆雅的艾洛松软膏、金桥药业的珊瑚癣净、贵州苗仁堂的癣清等。其中，以达克宁、皮炎平为代表的西药皮肤病外用药占据了我国皮肤病外用药市场的大部分份额。

表 1: 公司产品和主要竞争产品情况对比

排名	药品名称	生产厂家	产品销售额
1	达克宁	西安杨森制药有限公司	超 6 亿元
2	999 皮炎平	三九医药有限公司	3.89 亿元
3	艾洛松软膏	上海先灵葆雅	-
4	珊瑚癣净	金桥药业	-
5	癣清	贵州苗仁堂	-
	<b>消炎癣湿药膏</b>	<b>皮宝制药</b>	<b>9324 万</b>

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

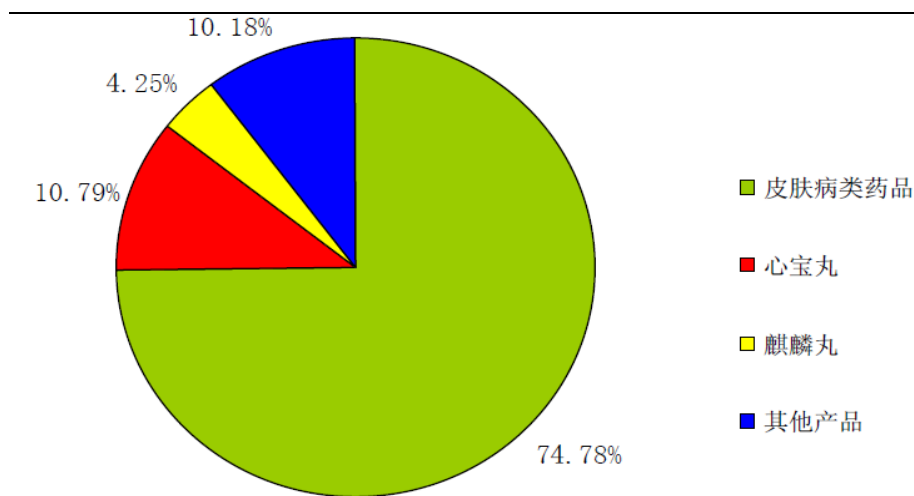
### 3、公司核心竞争能力分析

#### 3.1 专注皮肤外用药市场

公司自成立以来一直专注皮肤外用药，2007-2009 年皮肤病类药品占公司主营业务收入的比重分别为 88.64%、78.09% 和 74.78%，占主营业务利润的比重分别为 87.64%、75.88% 和 73.06%，皮肤病药物是公司的主要收入和利润来源。

虽然我国的皮肤外用药市场主要被化学药产品占据，但公司的消炎癣湿药膏在中药皮肤病外用药细分市场处于优势地位，销量位居同行业前列。

图 3: 2009 年公司主营收入结构图



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

### 3.2 皮肤外用药品丰富

公司的皮肤外用药品主要产品为消炎癣湿药膏, 二线产品包括解毒烧伤膏、肤特灵、克痒敏醑、皮宝霜等产品。针对不同皮肤病类型, 产品系列的治疗范围涵盖了各种皮肤病主要的病症, 提供了一个较为完善的治疗方案。

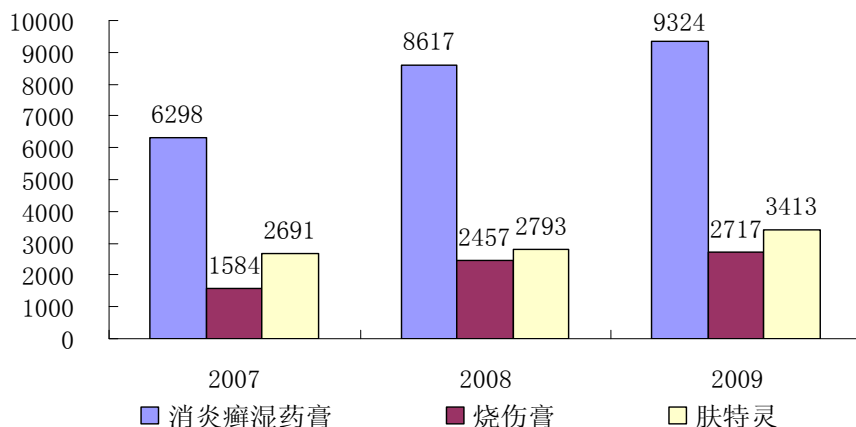
表 2: 公司皮肤病类产品主治范围

产品名称	适应症
消炎癣湿药膏	头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水搔痒、疥疮等。
解毒烧伤膏	凉血解毒, 活血止痛, 祛腐生肌。
肤特灵	用于皮肤、粘膜受各种细菌、真菌感染引起的炎症的消毒。
克痒敏醑	收敛止痒, 消炎解毒。用于急慢性湿疹、荨麻疹、虫咬性皮炎
皮宝霜	细菌、真菌感染引起炎症、瘙痒, 肤湿疹、皮炎、荨麻疹

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

公司主营产品消炎癣湿药膏的销售额近年来一直保持稳步的增长, 2007-2009 年销售额的复合增长率达 13.97%。同时, 肤特灵、烧伤膏、克痒敏醑等二线产品的销售额也逐年上升。

图 4: 2007-2009 年公司皮肤用药主要品种销售额



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

### 3.3 不含激素副作用小

虽然我国的皮肤外用药仍然以化学药为主, 但西药产品长期使用会因为皮肤耐受性的增强而影响治疗效果; 同时, 人体也容易产生各种不利的病理变化, 副作用较大。而中药产品原药材自然、不含激素, 所以不存在皮肤萎缩、色素异常、耐受性差等西药常见的副作用。由于皮肤病为慢性病且难以根治, 随着患者认知度的不断提高, 中药产品的优势将逐渐体现, 中药皮肤病外用药市场的份额也将逐渐扩大。

### 3.4 迅速抢占第三终端

公司目前的营销渠道主要集中在 OTC 及第三终端, 260 余人的营销团队维护着全国近 6 万多家终端。随着国家医疗保障体制的不断完善, 药品保障范围逐渐扩大, 农村消费者的需求量将会大幅增加, 第三终端拥有广阔的市场空间。

公司已经未来市场开拓的重心确定在第三终端, 计划在未来两年内, 在原有 10 个办事处的基础上, 增开 8 个办事处, 将营销覆盖范围扩大到全国, 营销到的第三终端数从目前的两万五千家拓展到二十万家, 未来公司将坚持以 OTC、第三终端为主, 其他渠道营销为辅的营销模式。

表 3: 公司各销售渠道所占比例

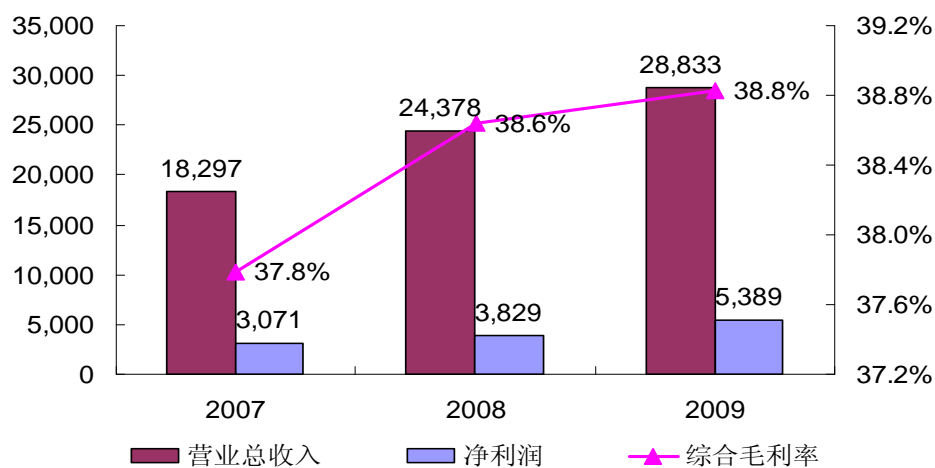
	2009年度	2008年度	2007年度
OTC销售额	49.11%	52.28%	59%
第三终端销售额	43.21%	40.87%	34%
其他渠道销售额	7.68%	6.85%	7%
合计	100.00%	100.00%	100%

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

#### 4、公司财务分析

公司近三年的营业收入和净利润稳步增长，复合增长率分别约 16.37% 和 20.62%。公司综合毛利率水平稳步提高，主要由于在 2007 年底新增了毛利率较高的产品——心宝丸和麒麟丸，这两个产品的销售收入的迅速增加，提高了公司的综合毛利率。

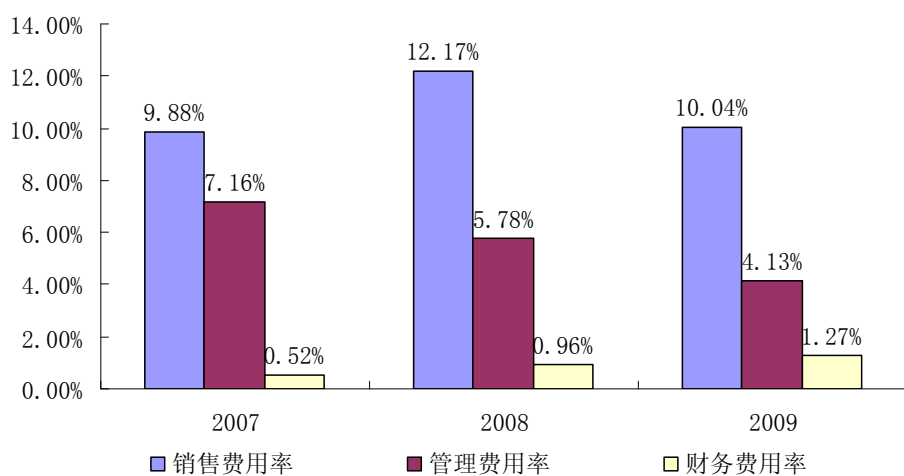
图 5：2007-2009 年公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年，期间费用率分别为 17.56%、18.91% 和 15.45%。由于公司成本控制能力较强，期间费用率基本稳定。

图 6：2007-2009 年公司三项费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

表 4: 公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	1.34	2.74	2.38
速动比率	1.06	2.06	1.81
应收账款周转率	6.18	5.65	5.38
存货周转率	5.07	5.49	5.07
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.16	0.29	0.63
资产负债率	41.27%	28.83%	32.06%
每股净资产(元)	1.72	2.23	2.95

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

## 5、公司主要风险

### 5.1 化学药产品竞争风险

目前国内皮肤外用药市场仍然以达克宁、皮炎平为代表的西药为主, 虽然公司产品在中药皮肤外用药中优势明显, 但仍然面临着市场份额较高的化学药产品的竞争风险。

### 5.2 地区依赖性的风险

2007-2009 年, 公司对华南地区和华东地区的销售收入合计占销售收入总额的比重分别为 88.69%、87.09%、84.50%, 虽然呈逐年下降趋势, 但上述地区的销售仍基本决定了公司的收入情况, 如果由于各种原因而导致上述区域的销售出现波动, 将对公司的经营造成一定影响。

### 5.4 产品降价风险

公司 108 个产品中, 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》。随着国家基本医疗保险制度改革和降低药品价格政策的实施, 公司现有产品存在一定的降价风险。

## 6、募集资金投向

公司本次 IPO 拟向社会公众公开发行人民币普通股 2500 万股。本次发行后, 募集资金将投入全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目和全自动丸剂 GMP 生产线建设项目。



表 5: 募集资金投向

项目名称	投资总额 (万元)	使用募集资金投入		
		第一年	第二年	第三年
全自动软膏剂GMP 生产线建设项目	7,019.8	2,233.6	4,148.0	638.2
全自动丸剂GMP 生产线建设项目	4,587.5	1,444.8	2,683.2	459.5
合计	11607.3	3678.4	6831.2	1097.7

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

### 6.1 全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目

此项目拟购置严格按照 GMP 标准设计的现代化软膏剂全自动生产线一条, 以满足公司软膏剂产品的产能缺口。

公司现有的 2 条半自动软膏剂生产线, 产能约 1000 万支, 主要用于主营产品消炎癣湿药膏的生产, 07 年产能利用率已高于 100%。此项目完全达产后, 新增软膏剂产能约 2000 万支/年, 可满足消炎癣湿药膏及其他软膏产品未来的发展需要。

### 6.2 全自动丸剂 GMP 生产线建设项目

此项目将对全资子公司太安堂制药增资 4,587.5 万元, 用于全自动丸剂 GMP 生产线项目的建设。

公司现有的丸剂生产线主要用来生产心宝丸等丸剂产品, 此项目拟购置全自动丸剂 GMP 生产线一条。该项目达产后, 太安堂制药将新增丸剂产能 3,000 万瓶, 可满足心宝丸销量快速增长的生产需求。

## 7、估值与市场定价

### 7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

- 1、皮肤病类产品 10 年保持 20% 的增长, 11-12 年增长 30%;
- 2、心脑血管类主要产品心宝丸三年保持 60% 的增长, 不孕不育类主要产品麒麟丸保持 80% 的增长;
- 3、期间费用基本保持稳定;
- 4、公司综合企业所得税率为 19%。

在上述假设下, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS (摊薄) 分别为 0.71 元、1.00 元、1.42 元。

表 6: 皮宝制药盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>24378</b>	<b>28833</b>	<b>36579</b>	<b>50323</b>	<b>69791</b>
增长率	33.2%	18.3%	26.9%	35.0%	40.0%
营业成本	14957	17632	22139	30121	41591
营业税金及附加	174	204	181	244	342
销售费用	2966	2896	3658	5032	6979
管理费用	1410	1192	1829	2516	3490
财务费用	233	366	(300)	(300)	(300)
<b>利润总额</b>	<b>4718</b>	<b>6703</b>	<b>8769</b>	<b>12374</b>	<b>17315</b>
所得税费用	767	1318	1666	2351	3290
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3829</b>	<b>5389</b>	<b>7109</b>	<b>10031</b>	<b>14037</b>
<b>EPS</b>	<b>0.51</b>	<b>0.72</b>	<b>0.71</b>	<b>1.00</b>	<b>1.40</b>

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

## 7.2 上市定价

我们认为公司在中药皮肤外用领域具有很强的竞争力, 心脑血管及不孕不育领域产品增长势头强筋, 随着公司在第三终端拓展的深入, 将有助于公司产品销售的快速增长。考虑到公司未来良好的成长性, 以及上市公司平均的估值水平, 我们认为公司的合理价位在 21.30 元-24.85 元, 对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 30-35 倍。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

**袁舰波:** 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

**一、行业评级**

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅  $\geq 20\%$   
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\% - 20\%$   
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅  $> 10\%$

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122