



上市公司深度研究报告

中医世家 皮肤之宝

主营皮肤病中成药 产品结构逐渐丰富

公司（002433）主营特色皮肤病中成药，2009 年，皮肤病类药品收入占主营收入的 75%。其中，消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏均为独家品种，肤特灵、皮宝霜、克痒敏酯等二线皮肤药品牌的销售额也逐年上升。2009 年，以上 5 个品种的销售占主营收入的比例分别为：32.35%、9.43%、11.84%、6.62%、9.02%。同时，心血管病类药品和不孕不育症类药品的销售增长迅速，已列入《医保目录》的心宝丸和国家二级保护的独家品种麒麟丸的销售占主营收入的比例分别达到 10.78%和 4.24%，成为新的盈利增长点。公司（002433）已获生产批号的二级保护品种祛痹舒肩丸（用于肩周炎、风寒痹症），将成为未来推出的主要药品品种之一。

深耕 OTC 和第三终端市场

公司（002433）销售收入 70%以上来自于皮肤病类药品，但核心产品均没有进入《医保目录》，营销优势集中在药店（OTC）和第三终端市场。公司（002433）拥有 260 余人的营销团队，维护着全国近 6 万多家终端。2009 年，药店销售占销售收入的比重达 49.11%，第三终端销售占比为 43.21%，其他渠道占比仅为 7.68%。

盈利能力不断提升 快速成长可期

公司（002433）专注于中成药的生产和销售，皮肤药拥有 500 多年的历史。2009 年，实现营业收入 28,833 万元，同比增长 18.28%，净利润 5,389 万元，同比增长 40.76%。2010 年一季度，实现营业收入 5,829 万，同比增长 9.42%，净利润 1,193 万，同比增长 19.74%。按照公司（002433）2010~2012 三年的 EPS0.67 元、0.94 元、1.23 元，以比较保守的 PE30 倍估算，价值中枢应该在 28.20 元/股~36.90 元/股之间，考虑到二级市场流动性缩减的影响，股价的波动区间应为 25.38 元/股~33.21 元/股之间。我们给予买入评级，六个月目标价位 33.21 元/股。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	288	315	454	592
主营收入增长率	18.28%	9.53%	43.89%	30.50%
EBITDA（百万）	72.98	84.99	128.57	168.69
EBITDA 增长率	38.20%	16.46%	51.28%	31.20%
净利润（百万）	53.89	66.62	94.49	122.67
净利润增长率	40.76%	23.63%	41.83%	29.82%
ROE	24.36%	20.29%	23.49%	24.47%
EPS（元）	0.72	0.67	0.94	1.23
P/E	36.16	39.00	27.49	21.18
P/B	8.81	8.81	7.32	5.90
EV/EBITDA	26.84	31.98	21.14	16.11

皮宝制药（002433）

首次评级

买入

宁乔

Ningqiao@csc.com.cn

010-85130789

执业证书编号：S1440108122109

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

发布日期：2010 年 07 月 20 日

当前股价：25.98 元

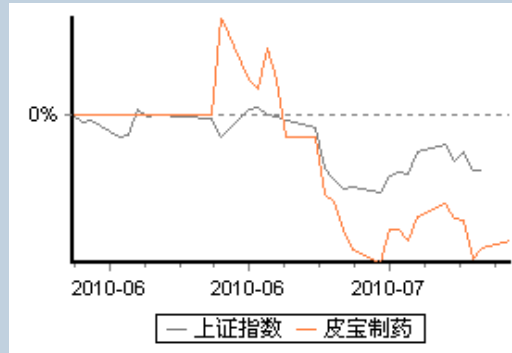
目标价格 6 个月：33.21 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-20.7/-19.2	0.0/16.9	0.0/24.2
12 月最高/最低价（元）		35.00/0
总股本（万股）		10,000
流通 A 股（万股）		2,000
总市值（亿元）		25.98
流通市值（亿元）		5.20
近 3 月日均成交量（万）		182
主要股东		
太安堂集团有限公司		62.33%

股价表现



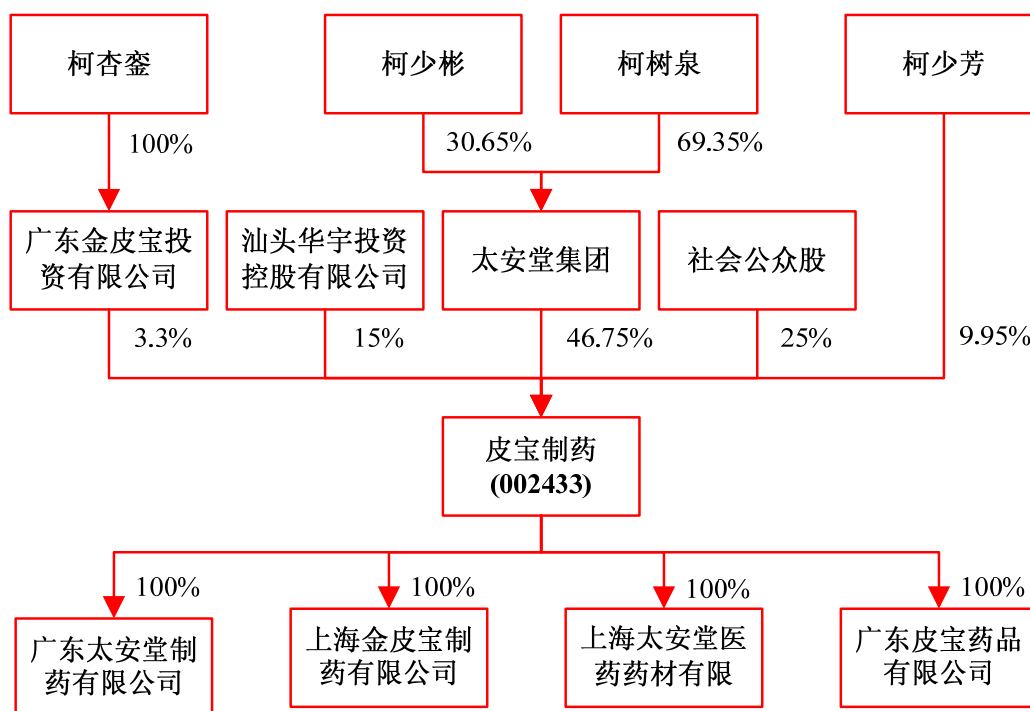
相关研究报告



股权结构与历史沿革

公司（002433）前身为广东皮宝制药有限公司，成立于 2000 年，由自然人柯树泉、杨扬震和太安堂制药以货币资金投资设立。此后，经历了多次股权转让和资产重组，2007 年 4 月，皮宝有限公司的股东太安堂集团、金皮宝投资、柯少芳共同订立协议，将皮宝有限公司整体变更为广东皮宝制药股份有限公司。2010 年 6 月公开发行 2,500 万股后，股本为 10,000 万股。截止 2010 年 6 月，公司（002433）的总股本为 10,000 万股，其中有限售条件的流通股为 8,000 万股，占总股本的 80%，无限售条件股份的流通股为 2,000 万股，占总股本的 20%。太安堂集团有限公司是控股股东，控股 46.75%，汕头市华宇投资控股有限公司和广东金皮宝投资有限公司分别持股 15%和 3.3%，自然人柯少芳持股 9.95%，其他股东持股比例皆小于 1%。

图 1：皮宝制药（002433）股权结构图（2010 年 6 月）



资料来源：中信建投研究发展部

由于公司（002433）的法定代表人柯少彬为柯树泉之子，柯少芳为柯树泉之女，柯杏奎为柯树泉之配偶，柯树泉及其关联股东合计持有本公司 60.00% 的股份，为公司（002433）的实际控制人。

“太安堂”是中医药著名的老字号，始创于明隆庆元年（1567 年），其医药核心技术源自太医院。当年广东潮安县浮洋镇井里村人柯玉井获赠著名太医万邦宁所编纂的御医宝典——《万氏医贯》，创建“太安堂”，济世救人，被传为佳话。柯玉井的第十三代孙柯树泉先生秉承太安堂训“秉德济世，为而不争”的精神，荟萃祖传《万氏医贯》的医药精髓，从医 25 年后，创办制药企业，复兴五百年老字号“太安堂”。柯树泉先生汇集一批制药技术人才，通过对祖传秘方《万氏医贯》的研究并结合其多年对皮肤科疾病的临床经验，逐步改进并推出皮宝霜、消炎癣湿药膏、肤特灵霜、解毒烧伤膏等疗效显著的中药皮肤药产品，成为公司（002433）的核心竞争产品和盈利基础。

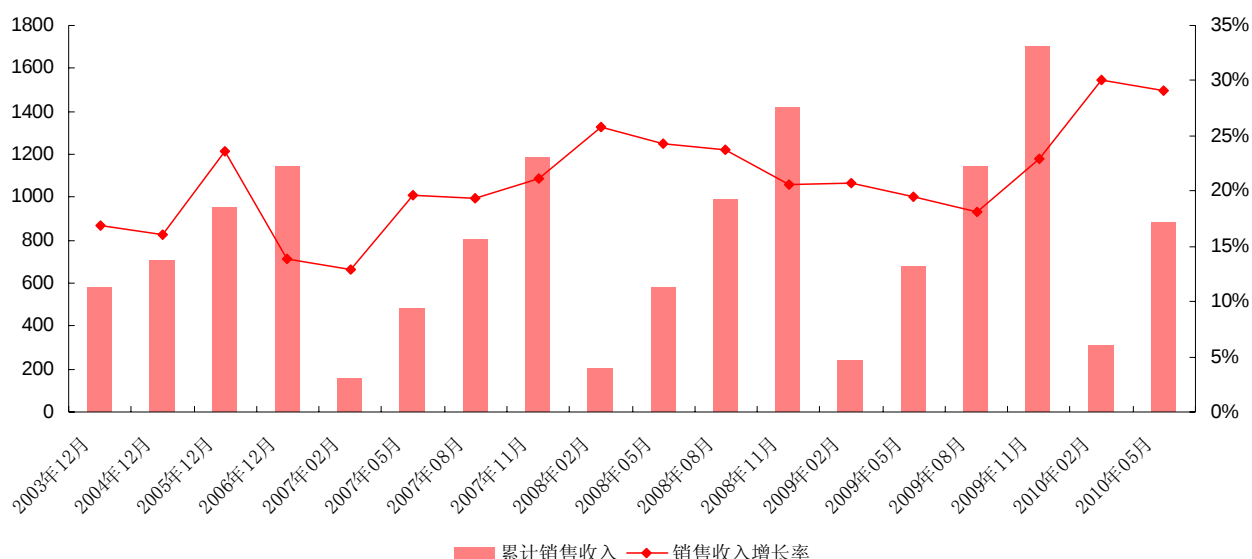


行业趋势

我国的中医药历史悠久，经过数千年的发展，国内已经形成了相对比较成熟的民族医药体系。改革开放以来，我国医药工业发展迅速，1978~2005年，医药工业产值平均每年递增16.1%，产业规模不断增大，经济效益不断提高。2005年，全国医药工业实现总产值4,508亿元，比2000年增加2,637亿元，2000~2005年年均递增19.2%，医药行业已经成为国民经济中发展最快的行业之一。做为我国医药行业的重要组成部分，中药在医药行业中增长十分强劲。据统计，我国中药的发展速度一直快于医药行业总体发展速度，“九五”期间我国中药工业的年均增长速度为20%，“十五”期间我国中药工业的年均增长速度为19.4%，预计“十一五”期间我国中药市场的增长速度将快于医药市场总体的发展速度，年均增长18%左右，中成药工业的净资产收益率、销售利润率、成本费用利润率均高于或明显高于医药工业的平均水平，展现出了较强的发展态势。目前我国共有中药企业1,000余家，在品种上已形成30余大类、40余种剂型共8,000余种中成药产品，中成药产量也由1998年的34.28万吨增长到2005年的75.89万吨，生产能力居于世界前列。

图2：中成药制造业累计销售收入和增长比率

单位：亿元



资料来源：wind 资讯，中信建投研究发展部

2009年，全球积极应对金融和经济危机。针对医疗体制改革这一民生问题，我国启动了3年高达8500亿元的投资计划。国务院发布的《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》对中药企业有很大的影响。表明政府将逐步增加对中医药产业的投入，扶植中药产业的建设，从根本上保护中药企业的发展，有利于整个中药产业水平的提升。《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》是我国新医改的重要内容之一，也是新医改措施发布以来一项专门针对中医药发展的实质性政策，政策的出台对中药的发展有很大的好处，我国主要的中药生产企业将迎来一个快速的发展期。中医将成为国人生活中不可或缺的一部分。据统计，目前全上海门急诊病人中，每100人就有15人选择中医药诊疗服务。2010年6月，上海市率先公布《关于进一步加快上海市中医药事业发展的意见》，《上海市进一步加快中医药事业发展三年行动计划》，到2012年，上海市选择中医药诊疗服务的门急诊病人将以每年10%以上的速度增加，上海中医药事业将迎来快速发展的第一个“三年”。

我国新型医疗体制改革的方向已经确定，“低水平、广覆盖”的目标将使医疗消费的群众基础得到扩大，



消费金额也将快速增长。因此，以中成药为代表的低价优质药品市场将会进一步放大。同时，随着居民生活水平的提高、人口净增长以及老龄化时代的到来，行业将会呈现出长期增长的趋势。中药在我国的应用有着良好的科学、文化和社会基础，国家产业政策也大力鼓励及支持中药产业的发展；但是由于我国经济发达程度不高，居民药品消费水平很低，据统计，目前我国人均药品消费约 10 美元，而中等发达国家每年人均消费药品达到 40-50 美元，欧美发达国家达 160-300 美元。因此随着我国医疗改革力度的加强，将带动全社会药品消费的大幅度提高。新型农村合作医疗（新农合）和城镇居民基本医疗保险补偿标准提高到了 120 元，同时个人缴费比例也得到了适当的提高。2010 年 4 月 23 日，城镇职工和居民参保人数达到 4.1 亿人，相比 2009 年底 3.63 亿人增加 4070 万人，而新农合的参保比例稳定在 90% 以上。新农合和城镇居民基本医疗保险筹资额的提高增强了人们的药品消费能力，门诊统筹的推进更有利于医疗就诊，医保报销比例的提高更会提高人们就诊和治疗的积极性。预计上述医改措施将新增加药品消费 2000 亿元左右，比 2009 年医药制造业 9600 亿销售收入增长 18% 左右。2010 年 1-2 月医药制造业主营业务收入累计同比增长 28.35%，增幅高于同期 9.39 个百分点。随着全社会医疗市场的进一步扩容，医药行业的全年业绩存在超预期的可能性。保守预测，未来 3 年医改扩容带来的市场增量约 1,355 亿元，若其中 50% 用于药品消费，则终端药品市场将扩容约 677.5 亿元。预计 2010 年，医药行业收入和利润增长有可能超过 20%，并有望在未来 3-5 年内保持 18% 左右的增长。

医疗卫生体制改革的核心内容为：加快推进基本医疗保障制度建设；初步建立国家基本药物制度；健全基层医疗卫生服务体系；促进基本公共卫生服务逐步均等化等。因为我国的医疗卫生体制改革工作刚刚启动，有很多药物尚未进入国家药物基本目录。如国家药物基本目录没有中药皮肤药，公司（002433）的中药皮肤药可以填补这部分的药品空白，从而满足广大基层地区用药需求，所以国家的医疗卫生体制改革为公司的发展提供了宝贵的发展机遇。

未来中国医药市场上 OTC 药物的增长速度将超过处方药市场，而中药是 OTC 药物市场的主要品种，中药的发展方向主要在于保健预防和疑难杂症的保守治疗上，对那些现有化学药和生物药有明确治疗效果的疾病领域，中药由于见效慢等特点而缺乏竞争力。但在没有有效化学药或生物药作为治疗手段的疾病领域，中药有着广阔的发展潜力；同时随着保健意识和病前预防意识的深入人心，中药良好的保健功能更具有化学药不可替代的优势。

产品竞争优势

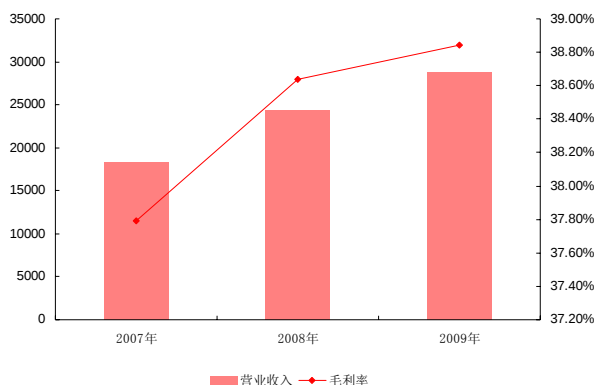
公司（002433）主营特色皮肤病中成药，针对不同皮肤病类型，率先开发出一系列具有代表性的中药皮肤药品系列，为皮肤病的治疗提供了一个较为完善的治疗方案。2009 年，皮肤病类药品收入占公司主营收入的 75%。其中，主要产品之一的消炎癣湿药膏为公司独家生产品种、“广东省名牌产品”；解毒烧伤膏也是独家生产品种，疗效显著，赢得了中华中医药学会“皮肤科发展贡献奖”等荣誉。肤特灵、皮宝霜、克痒敏酯等二线皮肤药品品牌的销售额也逐年上升，售价稳定。2007 年底，公司（002433）完成对子公司—太安堂制药的全资收购，太安堂制药生产的心宝丸和独家生产品种麒麟丸销售额逐年上升，2009 年占主营收入的比例分别达到 10.78% 和 4.24%，成为公司新的盈利增长点。太安堂制药的另一款二级中药保护品种—祛痹舒肩丸（用于肩周炎、风寒痹症），将成为公司未来推出的主要药品品种之一。

2007 年到 2009 年，公司（002433）的主营收入稳定增长，平均毛利率也稳中有升。占主营收入较大的皮肤病类药品的销售收入和毛利率都保持了良好的增长势头，成为业绩增长的主要来源。



图 3：皮宝制药主营收入和平均毛利率

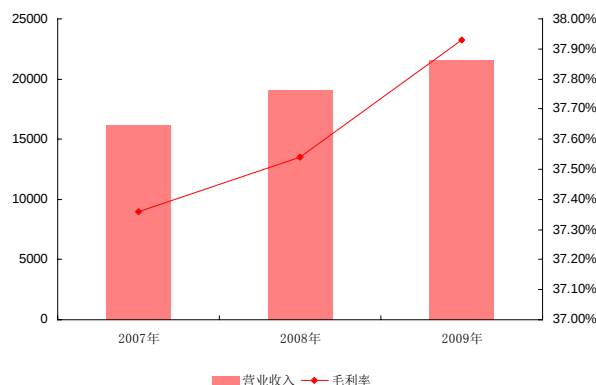
单位：万元



资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

图 4：皮肤类药品的销售收入和毛利率

单位：万元



资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

消炎癣湿药膏

消炎癣湿药膏是公司（002433）的独家生产品种也是主营收入中占比最大的品种，该产品可以用于治疗头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水瘙痒、疥疮等疾病。和达克宁、皮炎平为代表的西药皮肤病外用药相比，消炎癣湿药膏原药材自然、不含激素，所以不存在皮肤萎缩、耐受性差等西药常见的副作用。该产品经过市场多年的考验，因疗效独特，简单易用等优点，深受患者的信赖，成为国内中药皮肤药领先品牌，先后被评定为“广东省名牌产品”、“2006 年度中国皮肤科用药十大影响力品牌”、“获店员推荐率最高品牌”，为公司（002433）赢得了中华中医药学会“皮肤科发展贡献奖”的荣誉。

消炎癣湿药膏 2007~2009 年度的销售额分别 6,298 万元、8,617 万元、9,324 万元，2008 年和 2009 年分别较上年增长 36.82%、8.20%。该产品是公司（002433）的拳头产品，每年的销售收入占主营收入的比重均在 30% 以上，毛利率稳中有升，2010 年有望成为公司（002433）首个销量过亿元的品种。

解毒烧伤膏

解毒烧伤膏也是公司（002433）的独家生产品种，用于治疗皮肤烧伤，具有凉血解毒、活血止痛、祛腐生肌的功效。作为中药烧伤膏的代表产品，该产品创造性地将中医治疗烧伤创面的解毒疗法和湿润暴露疗法相结合，突破了西医传统的、保持创面干燥成痂的概念。它不仅具有化学药抗感染、减少渗出、消炎止痛的作用，还能够促进创面愈合、促进上皮再生、减少疤痕，体现了中医相对于西医在治疗烧伤方面的优势。该产品显著的疗效，为公司（002433）赢得了中华中医药学会“皮肤科发展贡献奖”等荣誉。

解毒烧伤膏 2007~2009 年度的销售额分别 1,584 万元、2,457 万元、2,717 万元，2008 年和 2009 年分别较上年增长 55.11%、10.58%，前景良好。

其他皮肤类药品

2007~2009 年，公司（002433）的肤特灵、皮宝霜、克痒敏酯等二线皮肤药品牌的销售额也逐年上升。其中，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。克痒敏酯的功效是收敛止痒，消炎解毒，用于急慢性湿疹、荨麻疹、虫咬性皮炎。皮宝霜用于头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水瘙痒等。2009 年，这三个二线皮肤药品牌合计销售收入达到 7,921.25 万元，占主营收入的比例为 27.47%。这些二线皮肤药品牌丰富了公司（002433）的皮肤病药产品系列，为皮肤病的治疗提供了一个较为完善的治疗方案。由于这些品种的销



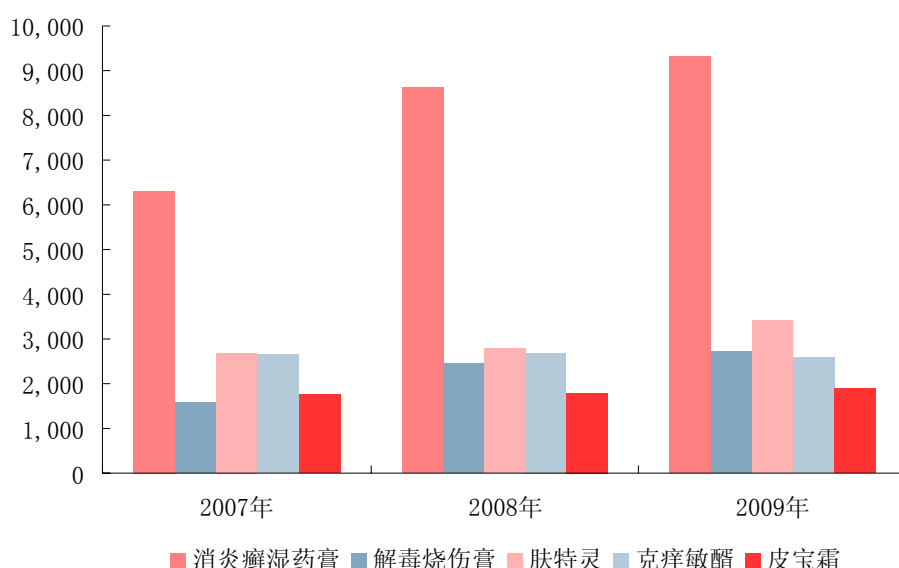
售基数较低，所以都具备有较强的增长潜力，未来将成为公司（002433）利润的增长点，并巩固公司（002433）在皮肤病中成药领域的市场地位。

表 1：皮宝制药（002433）二线皮肤药产品销售收入 单位：万元

	2009 年	2008 年	2007 年
肤特灵	3,412.98	2,793.44	2,690.86
克痒敏酯	2,601.16	2,681.24	2,662.25
皮宝霜	1,907.11	1,794.56	1,760.96
合计	7,921.25	7,269.24	7,114.07

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图 5：皮宝制药（002433）主要皮肤药产品销售收入对比 单位：万元



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

心宝丸

公司（002433）的全资子公司——太安堂制药生产的心宝丸是心血管中成药的典型代表。心宝丸可用于治疗冠心病、心功能不全、心律失常等心血管疾病，特别是在治疗心功能不全方面有显著的疗效。目前中国正在逐步进入老龄化社会，并且随着居民生活水平的提高，从上个世纪 90 年代以来，心血管疾病的发病率已经呈现显著提高的趋势，因此国内心血管用药市场无疑蕴含着巨大的潜力。心血管用药是世界上份额最大的治疗药种类，2001 年全球销售额为 790 亿美元，在国内市场上，心血管类用药金额占到全部临床用药金额的 20% 左右，且增长趋势显著，预计在不久的将来，将超过抗感染用药而成为第一大临床用药种类。西药心血管疾病药物在耐受性及毒副作用方面远高于相应的中成药物，所以目前心血管中成药占据了国内市场的大部分份额。公司（002433）生产的心宝丸原为国家中药保护品种，并被列入了《医保目录》，曾荣获“国家中医药管理局优秀产品”、“国家卫生部乙级科学技术成果”等多项国家级奖项和荣誉。

心宝丸不仅疗效显著，而且价格经济，该产品日最大服用量价格为 2.21 元，比国内心血管中成药的平均价格低 72.51%，价格优势明显，有利于降低患者的经济负担。公司（002433）的竞争对手的营销重点在一线城市，



且其价格较高，因此二线城市以及广大农村地区的医患接受度不高，心宝丸相对其他竞争药品，具有较大的价格优势，公司（002433）为其制订了相应的营销策略——在二线城市社区医院以及广大乡镇卫生院等地的大力推广，赢得了良好的市场效应。

由于心宝丸被列入《医保目录》，如果国家实施降低药品价格的政策，对《医保目录》中的药品进行降价，心宝丸的售价可能会受到一定影响，但由于该产品零售价格较低，2009 年的毛利率只有 41.55%，不属于国家政策打击的主要范围，所以相对与其他竞争对手而言，心宝丸的盈利能力受政策调控的影响较小。

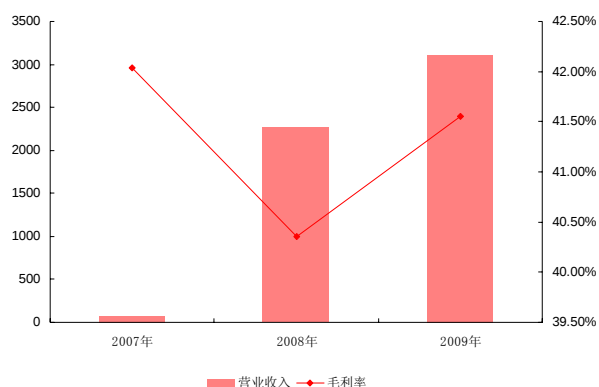
心宝丸 2007 年开始试生产，经过两年多的市场开发和推广，销售逐年提升，2007~2009 年度的销售额分别为 71 万元、2,266 万元、3,109 万元，2008 年和 2009 年分别较上年增长 3091%、37.16%，毛利率稳定在 40%以上。随着公司募投项目的投产，心宝丸的市场份额有望进一步扩大。

麒麟丸

公司（002433）的全资子公司——太安堂制药生产的麒麟丸为国内独家生产品种，是目前国内稀缺的治疗男女不孕不育症的药物。适用于肾虚精亏、血气不足、腰膝酸软、倦怠乏力、面色不华，男子精液清稀、阳痿早泄，女子月经不调，或男子不育症、女子不孕症见有上述症候者。

图 6：心宝丸的销售收入和毛利率

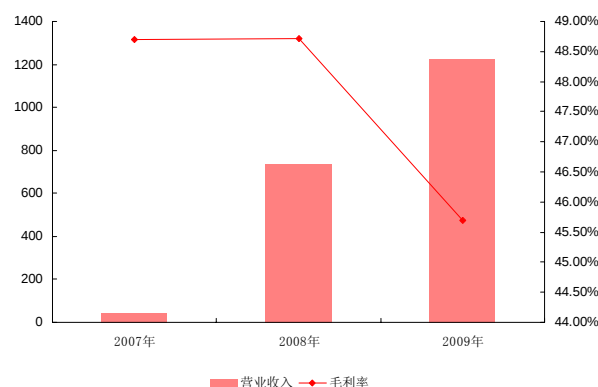
单位：万元



资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

图 7：麒麟丸的销售收入和毛利率

单位：万元



资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

治疗不孕不育症一直是医学界的难题，能够真正有效地治疗不孕不育症的药品较少。西医的主要治疗方式是使用促卵泡素药物，通过运用辅助生殖技术治疗患者的不孕不育症。这种治疗方法使用激素类药物、副作用较大，而且存在一定技术风险。目前国内治疗不孕不育症的中成药品较少，仅有麒麟丸、调经促孕丸以及五子衍宗丸等少数药品具备治疗此症的能力。麒麟丸作为国家二级中药保护品种，是治疗不孕不育中成药物的代表，该产品采用口服的方式治疗男子不育症或女子不孕症，实施技术风险较小，不存在卵巢过度刺激综合征，最大限度的保护母体及胎儿的安全。根据广州中医药大学附属医院等 6 家医院研究基地对麒麟丸的试验结果表明：麒麟丸对男女两性由于肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能及性功能减退有良好的治疗效果，治疗总有效率达 86.5%。

与竞争品种调经促孕丸和五子衍宗丸相比，麒麟丸适用患者范围广，可用于治疗男女两性由于肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能及性功能减退等疾病，受众面更广，具有更大的发展前景，且技术风险低，副作用小。此外，麒麟丸是独家生产品种，不存在仿制风险，而拥有五子衍宗丸批件生产厂家为 92 家，拥有调经促孕丸生



产批件的生产厂家为 5 家，这种多家厂家生产同一个药品批件的情况，使各个厂家的药品同质化严重，缺乏核心竞争力。由于麒麟丸是受众面广的独家生产品种，且没有进入《医保目录》，公司（002433）具有较强的议价能力，降低了麒麟丸的降价风险，盈利能力较强。而五子衍宗丸和调经促孕丸因为生产厂家较多，都进入了《医保目录》，可能受到药价政策管制，各个厂家的议价能力较弱，存在较大的降价风险，市场竞争力弱。

麒麟丸 2007 年开始试生产，经过两年多的市场开发和推广，销售逐年提升，2007~2009 年度的销售额分别为 42 万元、736 万元、1,224 万元，2008 年和 2009 年分别较上年增长 1652%、66.28%，毛利率保持在 45%以上。随着公司募投项目的投产，麒麟丸的市场份额有望进一步扩大。

主营收入构成

公司（002433）目前拥有包括软膏剂、丸剂等 14 个剂型的 108 个药品品种的生产批件，其中 2 个国家二级中药保护品种（麒麟丸和祛痹舒肩丸），9 个独家生产品种。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》。

表 2：2009 年皮宝制药（002433）主要产品、收入和利润

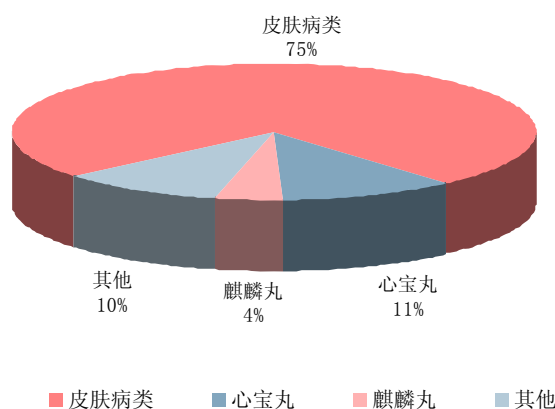
主要产品类别	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营业收入比上 年增减	营业成本比 上年增减	毛利率比上 年增减
皮肤病类	21,556.71	13,378.73	37.93%	13.24%	12.53%	1.04%
心宝丸	3,108.97	1,817.16	41.55%	37.16%	34.44%	2.95%
麒麟丸	1,223.92	664.47	45.70%	66.28%	76.04%	-6.18%
其他	2,937.09	1,772.12	39.66%	25.62%	32.30%	-7.14%
合计	28,826.69	17,632.48	38.84%	18.25%	17.89%	0.52%

资料来源：中信建投研究发展部

2009 年，公司（002433）完成主营收入共 28,826 万元，同比增长 18.25%，平均毛利率 38.84%，同比增长 0.52%。皮肤病类药品实现收入 21,556 万元，同比增长 13.24%，平均毛利率 37.93%，同比增长 1.04%。报告期内的主要产品销售中，麒麟丸毛利率最高，平均毛利率在 45%以上，心宝丸毛利率维持在 40%以上，主要原因是麒麟丸属于治疗不孕不育症的中药特效药和独家生产品种，市场上同类产品的供应较少，而心宝丸曾属于国家中药保护品种，进入门槛较高，而旺盛的市场需求使其可以维持较高的售价，保证一定的毛利率水平。

心宝丸和麒麟丸自 2007 年底投产以来，销售额快速增长，2008 年度的销售额合计已达 3,002 万元，占公司销售总额的比重已达 12.32%，2009 年度进一步上升至 15.04%，成为公司（002433）新的收入增长点。因为市场需求旺盛，心宝丸和麒麟丸的毛利增长非常迅速：2008 年度，两个产品合计实现毛利 1,273 万元，占毛利总额的 13.52%，2009 年度进一步上升至 16.54%。随着募集资金投资项目——全自动丸剂 GMP 生产线的建成投产，公司丸剂的生产规模将进一步扩大，心宝丸等非皮肤病类药品将推动公司（002433）的业绩高速增长。

图 8：2009 年皮宝制药（002433）主营收入占比



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

营销策略和品牌优势

目前，我国医药销售渠道主要包括医院、OTC 及第三终端。其中第三终端是指除医院药房、药店（包括百货大楼、商品超市中的药品专柜）之外的，其他的具有诊断、治疗功能的小型医院、门诊等（镇级卫生院、乡村卫生所/室、诊所）和药品零售小药店、药品柜等药品市场。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。而目前相对于竞争激烈的医院市场和 OTC 市场而言，各大医药企业对于第三终端的开拓力度相对不足。近年来，一些中药企业通过调整营销策略，纷纷开始针对第三终端进行渠道布局，以便在这一市场取得相对有利的竞争地位。未来，中药企业对于第三终端的开拓，将在很大程度上影响其进一步发展的进程。

公司（002433）销售的收入 70%以上来自于皮肤病类药品，但核心产品均没有进入《医保目录》，营销优势集中在药店（OTC）和第三终端市场。公司（002433）拥有一支 260 余人的营销团队，维护着全国近 6 万多家终端。2009 年，药店销售占总销售收入的比重达到 49.11%，第三终端销售占比为 43.21%，其他渠道占比仅为 7.68%。

进入《医保目录》的药品大部分是在医院领域流通，而公司（002433）皮肤病类药品的销售领域是 OTC 网络和第三终端网络。因此，《医保目录》所对应的主要市场与公司（002433）现有的皮肤病类药品市场相关性较低。其次，竞争对手的主要营销精力投放在一线城市，而公司（002433）结合我国国情采用差异化的竞争策略，将药品配送到医疗条件较差的广大二线城市和农村地区，填补了当地皮肤病外用药的用药需求。目前医疗保险在我国二线城市和农村地区的覆盖面不如一线城市，因此虽然公司（002433）的皮肤病药品没有进入《医保目录》，但仍然取得了良好的市场和经济效应。而且，随着我国广大二线城市和农村地区的医疗水平日益提高，公司（002433）的皮肤病类药品还有较大的成长空间。

国家发改委于 2000 年发布《关于改革药品价格管理的意见》，并于近期下发了《药品价格管理办法（征求意见稿）》，开始逐步调整药品价格管理形式，药品价格实行政府定价和市场调节价相结合的方式。实行政府定价的药品，仅限于列入国家《医保目录》的药品及其他生产经营具有垄断性的少量特殊药品，由价格主管部门制定最高零售价格，县及县以上医疗机构参照价格主管部门公布的最高零售价格和市场实际购销价格进行药品集中招标采购。由于公司（002433）皮肤病类药品的核心产品均没有进入《医保目录》，受药价调控政策的影响



相对较小。

表 3：皮宝制药（002433）各销售渠道销售收入

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销售收入（万元）	占比	销售收入（万元）	占比	销售收入（万元）	占比
OTC	14,157.23	49.11%	12,744.36	52.28%	10,749.93	58.75%
第三终端渠道	12,456.05	43.21%	9,962.73	40.87%	6,211.10	33.95%
其他渠道	2,213.41	7.68%	1,670.41	6.85%	1,336.09	7.30%
合计	28,826.69	100.00%	24,377.50	100.00%	18,297.12	100.00%

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

据国家药监局南方经济研究所对 2010 年全国医药市场预测数据显示，2010 年全国医药销售总体将增长 22%（其中医院增长为 20%，药店增长为 13%，第三终端增长为 43%），比 2009 年的 18% 的增长率增加了 4 个百分点。公司（002433）未来市场开拓的重心被确定在第三终端，国家医疗卫生改革给公司（002433）带来了很大的发展机遇。公司（002433）目前 OTC 的市场还主要集中在华南、华东等发达地区，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，将的营销覆盖面扩大到全国范围。使营销到的第三终端数从目前的 25,000 家拓展到 200,000 家。

中成药在我国有几千年的使用历史，在国内拥有庞大、稳定的消费群体。作为一种关系到患者生命健康的特殊消费品，人们通常会认可那些经过长期积累而形成品牌优势的中药产品。对于拥有悠久历史传承的中药企业而言，品牌的无形价值更大。另一方面，随着中药现代化进程的推进，通过发达的营销网络和先进的营销手段对目标市场进行有效覆盖，已成为中药企业实现快速扩张的重要一环。因此，兼具品牌和渠道营销优势的企业将会迅速从竞争中脱颖而出，占据市场优势地位。公司（002433）的主打品牌——“铍宝”被广东省医药行业协会认定为“改革开放三十年广东省中医药产业最具影响力品牌”。在品牌效应的带动下，公司（002433）由华南市场逐步向华东、西南等其他区域拓展，产品得到了越来越多皮肤病患者的青睐。在巩固了华南地区销售额的基础上，其他新兴市场区域销售额的快速增长为公司（002433）主营业务收入的的增长提供了有力的保障。

招股募资 扩大产能

公司（002433）现有 2 条半自动软膏剂生产线，生产效能相对较低，产能主要用于主营产品消炎癣湿药膏的生产。目前公司（002433）的软膏剂生产线设计产能只有 1,000 万支左右，2007 年软膏剂产品的产能利用率就已经高于 100%，现有产能已不能满足公司（002433）的发展需求。另一方面，公司（002433）投资开发的新产品蛇脂冰肤软膏现已完成 III 期临床研究工作，正在申报新药证书获取生产批文；另一新产品癌肿止痛软膏也即将申报临床试验，且后继产品酮康唑乳膏、吡硫翁钠乳膏等产品也将在未来投产。因此目前 2 条半自动的软膏剂生产线产能已远远不能满足公司（002433）的发展需要，亟需投资效能较高的全自动软膏剂生产线。

同样，心宝丸自投产以来，产销量节节攀升，生产线基本处于满负荷状态，现有产能已不能满足对心宝丸的需要。公司（002433）拟新建 1 条丸剂生产线，主要用来生产心宝丸产品，同时亦可根据市场需要配套生产麒麟丸、祛痹舒肩丸、痔瘕舒丸等其他丸剂产品。

2010 年 6 月，公司（002433）公开发行人 2,500 万股，募集资金净额 68,123 万元，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，两个投资项目主要是解决现有软膏剂和丸剂产能不足的问题，扩大生产规模，提高盈利能力。



两个项目从 2007 年 12 月已经开始建设，建设期均为 3 年，预计 2010 年底可投产。两个项目全部达产后，公司（002433）现有传统优势产品中，软膏剂每年将新增 2,000 万支的产能，丸剂每年将新增 6 亿丸，共计 3,000 万瓶的产能。

表 4：皮宝制药（002433）募集资金用途

项目开始时间	项目名称	项目投入金额 (万元)	建设期 (月)	预计达产后增 加年产能	预计达产后年销 售收入(万元)	投资利润率
2007年12月	全自动软膏剂GMP生产线 建设项目	7,019.8	36	软膏剂产能 2,000万支	28,741	32.57%
2007年12月	全自动丸剂GMP生产 线建设项目	4,587.5	36	丸剂产能6亿丸 (3,000万瓶)	12,800	35.71%
	合计	11,607.3			41,541	

资料来源：中信建投研究发展部

募投项目全部达产后，公司（002433）软膏剂的产能将增加 2 倍，丸剂的产能将增加 6 倍，假设软膏剂产能全部用来生产皮肤病类药品，丸剂产能全部用来生产心宝丸，预计每年可带来 4 亿左右的销售收入。由于麒麟丸的毛利率比心宝丸高，所以麒麟丸的扩产会提高利润水平。

急剧扩张的产能需要市场来消化，此时营销策略就显得尤其关键。公司（002433）计划在市场营销方面强化以下措施：（1）优化渠道，根据客户的经营规模、资信状况等指标，对其进行分类归拢，选择优质的医药经销商，整合销售网络，降低维护成本。（2）进一步明晰 OTC 营销人员的管理制度，建立科学的考核机制，改革人员激励方式，提高销售资金的使用效率。（3）顺应公司大力开发第三终端的发展战略，加强营销队伍的培训力度，提高营销人员对于第三终端市场开发的能力和技巧。（4）在维护公司现有药品经销商的基础上，逐步通过学术营销的方式与各大专科医院建立合作关系，进一步丰富公司的销售渠道。（5）根据不同产品的特性选择优势媒体以及多样化的渠道进行市场宣传，使得公司的电视广告覆盖面和覆盖效果逐步提高。

研发储备

公司（002433）作为高新技术企业，历来重视药品的研发工作，拥有一支经验丰富、功底扎实的科研队伍，并成立了专门的研发中心。研发中心由总经理直接领导，积极投入，最近三年公司研发投入占营业收入的比重均超过 3%，远高于我国医药行业的 1.02% 的平均值。在科研人员的共同努力下，公司（002433）的皮肤病类药品赢得了皮肤科发展贡献奖、烧伤外科发展贡献奖等荣誉。凭借雄厚的研发实力，公司（002433）被认定为国家高新技术企业，并承担了微粉碎油凝胶解毒烧伤膏项目等多项国家级及市级火炬计划的开发工作。公司（002433）还设立了博士后科研工作站和广东省唯一的中药皮肤药工程技术研究开发中心。

公司（002433）在中医皮肤病治疗领域历史悠久，技术领先，取得了多项发明专利，不断地巩固其行业地位。在皮肤病领域的精耕细作也使公司（002433）积累了足够的技术和创新动能，为公司（002433）在皮肤病领域的深度发展奠定基础。公司（002433）自主研发的国家卫生部产品——铍宝牌养荣祛斑膏，就是深度发展的大胆尝试，遵循《万氏医贯》护肤养颜理论，以中药“滋养固本”之机理，进军“美容护理”的快速消费领域，复制“云南白药牙膏”的发展模式，将为公司（002433）的成长开拓广阔的空间。



表 5：皮宝制药（002433）及控股子公司研究成果

成果名称	类别	取得方式
微粉碎油凝胶解毒烧伤膏	国家火炬计划项目	自主研发
蛇脂冰肤软膏已完成III期临床试验	国家三类新药	自主研发
铍宝牌消毒乳液、铍宝牌养荣祛斑膏	国家卫生部产品	自主研发
一种中药抗真菌软膏及其制备方法	发明专利	自主研发
蛇脂冰肤软膏的制备方法	发明专利	自主研发
一种外用中药及其制备方法	发明专利	自主研发
一种烧伤膏的制备方法	发明专利	受让
一种消炎癣湿膏剂及其制备方法	已受理专利	自主研发
一种中药烧伤膏及其制备方法	已受理专利	自主研发
一种多功能心脏良药及其制备方法	已受理专利	自主研发

资料来源：招股说明书、中信建投研究发展部

公司（002433）的研究中心目前正在进行多个项目的研发和合作：与广州暨南大学医药生物技术研究开发中心合作开发外用重组人成纤维细胞生长因子妇科凝胶剂的新药开发；委托中山大学进行对中药材升药底主要成分进行分析，通过研究建立中药材升药底的质量标准；委托中山大学进行苦参透皮吸收研究，研究成果将用于公司（002433）产品的生产；委托广州中医药大学对消炎癣湿膏进行毒理研究。此类“产、学、研”相结合的发展方式，将创新成果快速转化为生产力，为公司（002433）未来持续高增长提供了保障。

盈利预测

根据现有业务增长趋势和产能扩张计划，公司（002433）2010 年利润预增 1,273 万元，归属母公司股东净利润可达 6,662 万元，每股盈利 0.67 元。预计 2011 年，募集资金投入的 2 个项目可释放部分产能，考虑到市场的容量，我们假定 2011 年募投生产线三分之一的产能可释放并成功销售，则当年净利润可达到 9,449 万元，每股盈利为 0.94 元。2012 年，随着市场的扩展，募投生产线再释放三分之一的产能并成功销售，则当年净利润可达到 9,449 万元，每股盈利达到 1.23 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	288	315	454	592
主营收入增长率	18.28%	9.53%	43.89%	30.50%
EBITDA（百万）	72.98	84.99	128.57	168.69
EBITDA 增长率	38.20%	16.46%	51.28%	31.20%
净利润（百万）	53.89	66.62	94.49	122.67
净利润增长率	40.76%	23.63%	41.83%	29.82%
ROE	24.36%	20.29%	23.49%	24.47%
EPS（元）	0.72	0.67	0.94	1.23
P/E	36.16	39.00	27.49	21.18
P/B	8.81	8.81	7.32	5.90
EV/EBITDA	26.84	31.98	21.14	16.11



由于公司（002433）募集资金投入的生产线具体的生产品种尚未确定，以上业绩预测中，仅以当前的皮肤病膏剂的平均毛利率水平和心宝丸的毛利率水平作为依据，未考虑“麒麟丸、祛痹舒肩丸、痔瘕舒丸”等高毛利率品种扩产或者投产可能对利润水平造成的影响，也没有考虑市场规模超预期增长带来的利润提升。

估值与投资建议

1， 相对估值。

目前与公司（002433）主业可比的上市公司为华邦制药（002004），该公司是国内皮肤科、结核科的专科生产商，在银屑病市场占据较大份额。我们以华邦制药（002004）作为相对估值的参考，根据稳健原则，按照每股 45 元和 50 元的价格，计算华邦制药（002004）的 PE，再由此推导皮宝制药（002433）的相对估值，如下表所示：

皮宝制药相对估值

指标/股价	45 元/股	50 元/股
华邦制药（002004）PE	42.86 倍	47.62 倍
皮宝制药（002433）股价	28.72 元/股	31.90 元/股

2， 绝对估值。

按照公司（002433）2010~2012 三年的 EPS0.67 元、0.94 元、1.23 元，以比较保守的 PE30 倍估算，价值中枢应该在 28.20 元/股~36.90 元/股之间，考虑到二级市场流动性缩减的影响，股价的波动区间应为 25.38 元/股~33.21 元/股之间。我们给予买入评级，六个月目标价位 33.21 元/股。

3， 弹性空间。

“麒麟丸、祛痹舒肩丸、痔瘕舒丸”等高毛利品种的扩产或者投产，募投项目产品的市场规模增长超预期，都将引发公司（002433）估值空间向上拓展。

中医治病以按摩、针砭、外敷、内服之法，皆是通过物理或化学方法调节人体自身功能，达到疾病自愈的目的，而西医治病则以消灭致病源达到治愈目的，二者在医疗思想上是不同的哲学体系。二者在治疗不同疾病或治疗相同疾病的不同阶段各有千秋，如能真的做到仲景所说之辨证施治，则左右逢源，手到病除。公司（002433）治疗皮肤病之外敷药，离美容功效只有一步之遥。如精耕细作，必能在快速消费品领域内独树一帜，做到有病治病，无病美容。这样短期内公司（002433）的营业收入有望大幅提升。

《万氏医贯》分为撼天、地、人三卷。前二卷列述胎原、初生诸病及五脏主病、兼证等，各病之后多附万氏施治之法；末卷罗列上述二卷中的治疗方剂。以我们之愚见，治疗儿科疾病之新成药有可能方出此书。果真如此，将与麒麟丸相得益彰，形成优生优育的系列产品，造福苍生。

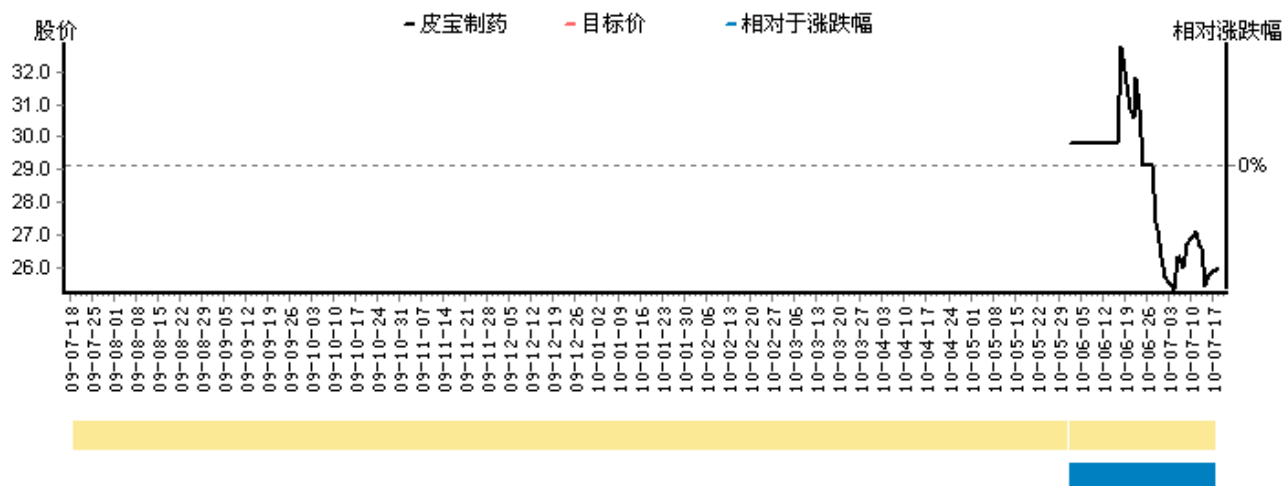
风险分析

心宝丸被列为《医保目录》产品，有可能受到国家药价管理政策的影响，降低利润水平。

原材料价格的出现预期外的剧烈波动，可能会对盈利能力造成不利影响。



附:





参考书目

- 《中医四部经典》 傅景华编
- 《四部医典》
- 《伤寒质难》 祝味菊
- 《医理真传》《医法圆通》《伤寒恒论》 郑钦安
- 《郑钦安医书阐释》 唐步祺
- 《伤寒的六经论治与八纲的关系》 胡希恕
- 《金刚经》 鸠摩罗什译

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

宁乔：清华大学电气工程学士，中科院计算机硕士，绝对收益分析员，从业 2 年。专注于利用概率统计和数量化比较进行公司资产重组、融资前后的盈利分析和价值发现。

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 11 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。