

我武生物(300357.SZ)

脱敏治疗领域的先行者

评级:
前次:
目标价:

-

分析师

联系人

陈景乐

陈康

S0740513070002

医药小组

021-20315157

0531-68889343

chenjl@r.qlzq.com.cn

chenkang@r.qlzq.com.cn

2014年1月5日

基本状况

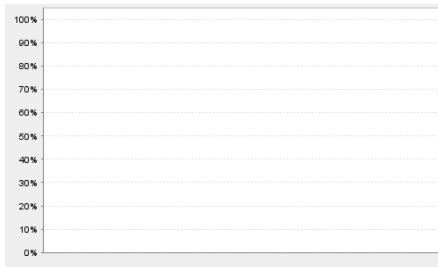
总股本(百万股)	90.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	103.18	147.52	196.59	255.79	319.95
营业收入增速	73.91%	42.98%	33.26%	30.12%	25.08%
净利润增长率	102.46%	44.30%	28.50%	31.50%	23.43%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.60	0.58	0.76	0.93
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	24.15	25.11	31.26	23.77	19.26
PEG	0.24	0.57	1.10	0.75	0.82
每股净资产(元)	1.42	2.02	5.79	6.39	7.13
每股现金流量	0.21	0.46	0.48	0.56	0.74
净资产收益率	29.21%	29.65%	9.95%	11.84%	13.11%
市净率	7.05	7.44	3.11	2.81	2.52
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **公司是国内第一家脱敏治疗领域的上市企业。**公司是一家以变应原产品的研发、生产和销售为主营业务的生物制药类企业，主要产品包括“粉尘螨滴剂”（商品名：畅迪）和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（商品名：畅点）。公司2009-2012年营业收入年均复合增速达57.99%，毛利率水平在95%左右。
- **脱敏治疗药物领域市场空间广阔。**过敏性疾病用药市场以年均18.51%复合增速增长。脱敏治疗相比对症治疗有明显优势，是唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法。但因在国内推广较晚，医生和患者对脱敏治疗的认知不够，脱敏治疗药物市场还处在发展初期。至2012年国内尘螨脱敏治疗药物的总销售额约为3.34亿元，但与整体过敏性疾病用药市场相比，其仅有2.6%的占比，市场空间还很大。
- **脱敏治疗药物市场占有率第一。**公司生产的“粉尘螨滴剂”是国内唯一舌下含服脱敏治疗药物，具有安全性高、无创用药、携带方便等产品优势，且综合患者2-3年的治疗费用来看，公司产品具有绝对的价格优势，是优质优价的独家品种。
- **公司营销优势突出。**“粉尘螨滴剂”2006年上市，经过6年的市场推广，2012年销售收入达到1.4亿元。公司产品已在国内26个省、自治区、直辖市和3个军区医疗机构药品集中采购中中标，与100余家医药商业公司合作，覆盖医院终端660余家。
- **公司的募集资金主要投向产能扩充、产品研发和营销网络建设，**从产、研、销三个维度提升公司产品核心竞争力，为公司未来的长期发展提供了新动力。

- **盈利预测：**我们预计 2013-2015 年公司收入分别为 1.97 亿、2.56 亿、3.20 亿元，同比增长 33.26%、30.12%、25.08%；实现净利润分别为 6910 万元、9087 万元、11215 万元，同比增长 28.50%、31.50% 和 23.43%，2013-2015 年对应 EPS（按发行后股份计算）分别为 0.58 元、0.76 元、0.93 元。用绝对估值法给出公司的合理价值为 17.66 元，相对估值法给出的合理定价区间在 22.04-25.52 元，建议询价区间 18.37-21.27 元。

内容目录

脱敏治疗领域第一股	- 3 -
行业中的先行者	- 4 -
脱敏治疗药物市场前景广阔	- 4 -
脱敏治疗药物市占率第一	- 6 -
优质优价 国内独家	- 6 -
营销优势突出	- 7 -
募投项目分析	- 8 -
300 万产能提供后续需求保障	- 8 -
研发投入促新品上市	- 8 -
营销网络扩建拓展市场空间	- 8 -
建议询价区间：18.37-21.27 元	- 9 -
风险提示	- 10 -
产品领域相对单一的风险	- 10 -
市场培育的风险	- 10 -

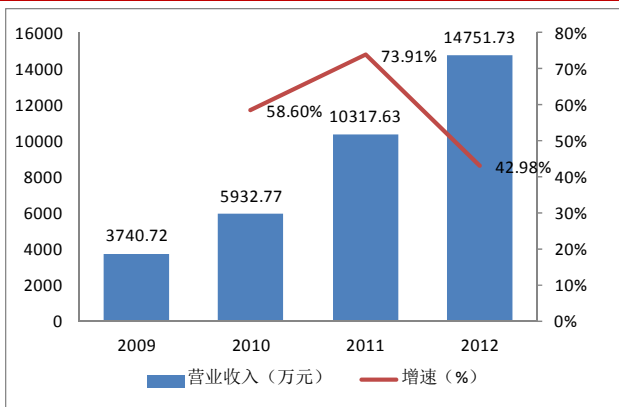
图表目录

图表 2：公司营业收入及增长率	- 3 -
图表 3：公司净利润及增长率	- 3 -
图表 4：公司收入结构（单位：万元）	- 3 -
图表 5：公司毛利率水平	- 3 -
图表 6：公司在研项目进展	- 4 -
图表 7：对症治疗和对因治疗方案对比	- 5 -
图表 8：我国尘螨脱敏治疗药物市场销售额	- 5 -
图表 9：尘螨脱敏治疗药物国内市场格局	- 6 -
图表 10：公司产品示例	- 6 -
图表 1：中小市值板块生物制药公司估值情况一览	- 9 -
图表 11：公司产品收入预测表	- 10 -

脱敏治疗领域第一股

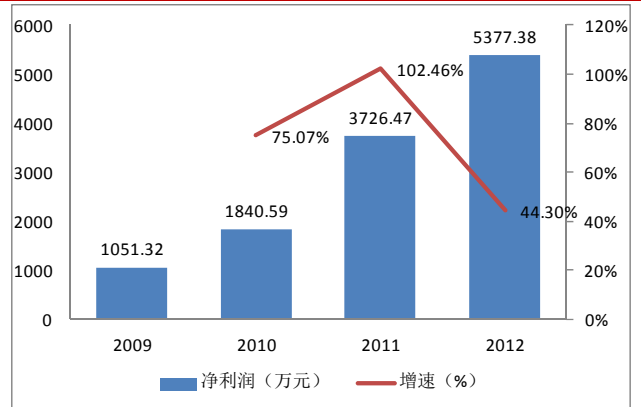
- 公司是一家以变应原产品的研发、生产和销售为主营业务的生物制药类企业，目前已经获准上市的产品包括“粉尘螨滴剂”（商品名：畅迪）和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（商品名：畅点）。“粉尘螨滴剂”用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗，“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”属于体内诊断用生物制品，用于点刺试验，辅助诊断因粉尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病。
- 公司的主打产品“粉尘螨滴剂”给药方式为舌下含服，是**国内市场唯一舌下含服脱敏药品**，具有安全性高、无创用药、易于贮存且携带方便的产品优势，产品收入约占公司主营业务收入的 95%。
- 公司 2009-2012 年营业收入复合增速达 57.99%，呈快速增长态势；营业成本得到较好控制加之公司产品所处良好竞争环境（国内无同类产品上市），毛利率水平较高且稳中有升。

图表 1: 公司营业收入及增长率



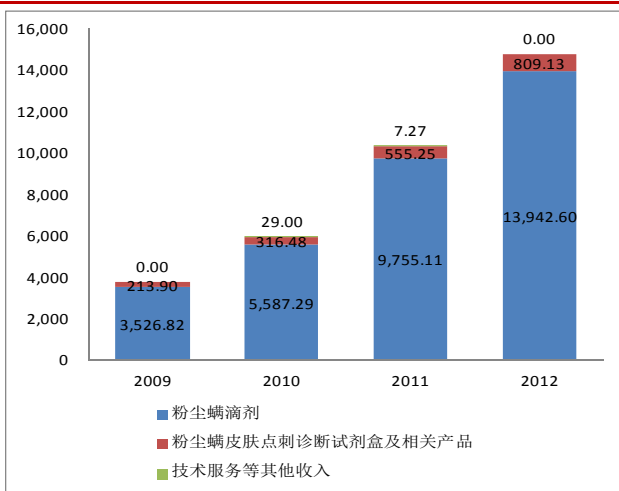
来源: 招股意向书 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司净利润及增长率



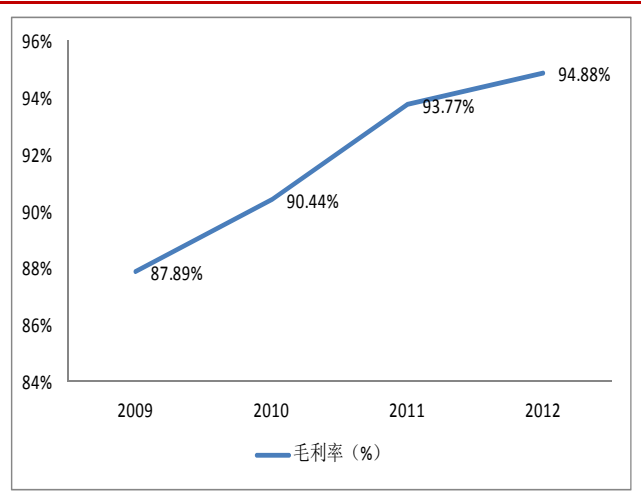
来源: 招股意向书 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司收入结构 (单位: 万元)



来源: 招股意向书 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司毛利率水平



来源: 招股意向书 齐鲁证券研究所

- 公司致力于变应原产品的研究开发，目前有一系列在研储备产品，其中，

公司主打产品“粉尘螨滴剂”的扩展适应症研究正在进行二期临床；“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”已完成临床研究；“尘螨合剂”和“黄花蒿粉滴剂”处于临床试验阶段；“皮炎诊断贴剂”已申请药物临床试验批件。

图表 5: 公司在研项目进展

研发产品名称	类型	进展情况	预期目标
粉尘螨滴剂*	变应原治疗产品	开展特异性皮炎二期临床试验	用于粉尘螨过敏引起的特异性皮炎与过敏性结膜炎的脱敏治疗
户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	已完成特异性和灵敏度临床试验	用于点刺试验，辅助诊断因户尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病
尘螨合剂	变应原治疗产品	二期临床试验阶段	用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗
黄花蒿粉滴剂	变应原治疗产品	一期临床试验阶段	用于蒿属花粉过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘等过敏性疾病的脱敏治疗
皮炎诊断贴剂	变应原体内诊断产品	已申请药物临床试验批件	用于 IV 型变态反应引起的接触性皮炎诊断
多指标变应原体内皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	临床前研究	用于点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病

来源：招股意向书 齐鲁证券研究所

行业中的先行者

脱敏治疗药物市场前景广阔

- 过敏性疾病被 WHO 列为二十一世纪重点防治的三大疾病之一，是一类病理和治疗相对较复杂的疾病，主要表现在：病症可能伴随终生、有一定的遗传倾向、进程式发展（不同时期病症表现不一）、患病率超高（我国过敏性鼻炎的患者超过 1 亿，过敏性哮喘的患者近 2000 万）等。尘螨和花粉是引起过敏性疾病的最主要过敏原。随着社会工业化程度的提高和生存环境的复杂化，过敏性疾病的患病率也在持续上升，其中过敏性鼻炎和过敏性哮喘为临床上的常见病、多发病。2008~2012 年我国过敏性疾病用药总体市场复合增长速度为 18.51%。2012 年总体市场规模达到 126.18 亿元，同比增长 17.72%。
- 针对过敏性疾病的治疗主要有两种方案：对症治疗和对因治疗。对症治疗主要是通过药物作用控制过敏反应的临床症状，即治标不治本。而对因治疗即脱敏治疗，可以使患者机体的免疫系统产生免疫耐受，其疗效可以在停止用药后持续多年。《WHO 变应原免疫治疗意见书》明确指出：脱敏治疗是唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法，并能预防过敏性鼻炎转化为过敏性哮喘以及新的过敏性疾病的发生。

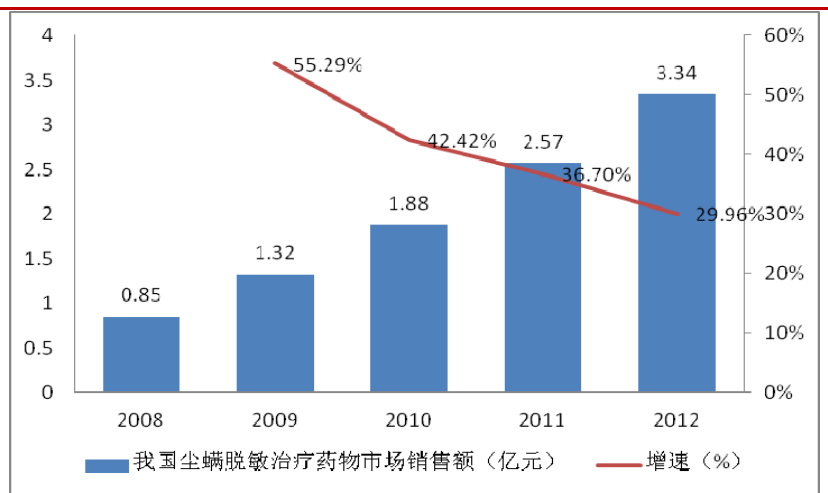
图表 6: 对症治疗和对因治疗方案对比

	药理	疗效	用药类型
对症治疗	可通过抑制活性介质的释放、抗炎、舒张支气管平滑肌、降低血管通透性,消除过敏原与特异性 IgE 抗体相互作用所引起的病理效应,尽可能快地控制临床过敏症状	可快速控制临床症状,但无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性,停药后无长期持续疗效	控制药物(每日规范使用)和缓释药物(按需服用)
对因治疗	使患者从小剂量开始接触变应原,剂量逐渐增加到维持剂量,继续使用足够疗程,使患者机体的免疫系统产生免疫耐受	需数周才起效,可使患者对过敏原敏感程度显著降低,能够有效防止过敏性疾病的进一步发展,同时能预防新的过敏症的出现,且停药后具有长期疗效	皮下注射脱敏或舌下含服脱敏

来源: 招股意向书 齐鲁证券研究所

- 由于脱敏治疗在国内推广较晚,临床应用实践较短,医生和患者对脱敏治疗的认知不够,脱敏治疗药物市场还处在发展初期。2008-2012 年我国尘螨脱敏治疗药物市场规模增长迅速,年复合增长率为 40.78%,至 2012 年国内尘螨脱敏治疗药物的总销售额约为 3.34 亿元,但与整体过敏性疾病用药市场相比,其仅有 2.6% 的占比,市场空间还很大。随着脱敏治疗的后续推广,其治疗优势逐渐显现,将促使变应原制品行业快速的发展,脱敏治疗用药市场空间将逐步打开,未来前景可期。

图表 7: 我国尘螨脱敏治疗药物市场销售额



来源: 招股意向书 齐鲁证券研究所

脱敏治疗药物市占率第一

- 在国内变应原制品行业，与公司生产的“粉尘螨滴剂”（畅迪）直接形成竞争的有 ALK 公司生产的“屋尘螨变应原制剂”（安脱达）和 Allergopharma 公司生产的“螨变应原注射液”（阿罗格）。
- 与竞争对手的产品相比，公司产品在治疗有效性上相当，舌下含服的给药方式更为安全、方便，得到越来越多的医生和患者的认可。公司的市场占有率逐年攀升，根据 CFDA 南方所《2008-2012 年过敏性疾病用药市场查询报告》，2011 年及 2012 年，公司的尘螨脱敏治疗药物市场占有率排名第一，ALK 公司排名第二，Allergopharma 公司排名第三。具体如下：

图表 8：尘螨脱敏治疗药物国内市场格局

产品	使用方式	企业	国内上市时间	市场份额		
				2010	2011	2012
粉尘螨滴剂（畅迪）	舌下含服	我武生物	2006	45.28%	57.45%	61.27%
屋尘螨变应原制剂（安脱达）	注射	ALK	2004	47.23%	35.48%	32.09%
螨变应原注射液（阿罗格）	注射	Allergopharma	2004	7.49%	7.07%	6.64%

来源：招股意向书 齐鲁证券研究所

优质优价 国内独家

- 目前脱敏治疗的方式有皮下注射和舌下含服两种给药方式。皮下注射脱敏具有引起全身副作用的危险，存在一定安全隐患；相比皮下注射脱敏，舌下含服脱敏在疗效相当的情况下，用药引发的不良事件少而轻，安全性得到很大改善。公司的主打产品就是此种优中选优的过敏治疗手段。
- 公司研发生产的“粉尘螨滴剂”是国内唯一上市销售的舌下含服脱敏治疗药物，相比其他脱敏治疗药物具有安全性高、无创用药（更适用于儿童）和贮存、携带方便等产品优势。

图表 9：公司产品示例

粉尘螨滴剂

来源：招股意向书 齐鲁证券研究所

■ 公司产品较进口产品价格优势明显，属于优质优价的独家品种。

畅迪：产品有 1-5 号不同剂型，1-3 号为递增量治疗阶段用药，4-5 号为维持量治疗阶段。1-5 号产品价格依次为：27.53 元、34.82 元、41.00 元、85.83 元和 107.21 元（2013 年 1-6 月报告期数据）。据公司相关人士介绍，如果患者治疗时间为 3 年，平均每日用药成本 8 元左右，即总费用在 8000-9000 元。

安脱达：前 15-17 周为第起始疗程，每周注射一次，总费用约为 3800 元。之后为维持疗程，费用约为 5 针/3300 元*4 个疗程=13200 元，每 5 针付费一次。总疗程约为 2~3 年，计 17000 左右。

阿罗格：价格与安脱达接近，3 年治疗费用 2 万元左右。

■ 公司产品在未来 2-3 年内优质优价的独家优势有望继续保持。

目前有三家公司申请了舌下含服脱敏药物：

1、ALK 公司于 2006 年获得“螨变应原舌下脱敏滴剂”的药物临床试验批件，并于 2012 年向 CFDA 申请了“尘螨变应原舌下片”的药物临床试验批件

2、北京欧亚康桥商贸有限公司于 2005 年向 CFDA 申请了“屋尘螨/粉尘螨舌下喷剂”的药物临床试验批件

3、杭州泰格医药科技股份有限公司于 2012 年向 CFDA 申报“屋粉尘螨变应原舌下滴剂”

由于审批时间具有不确定性，且新品上市需要一定时间的市场培育期，公司现有成熟产品与新注册药物相比有一定品牌优势和成本优势，短期内对公司产品竞争格局不构成影响。

营销优势突出

■ 公司的“粉尘螨滴剂”2006 年上市，在一个国内起步较晚、医生和患者的认知度不够的领域中，经过 6 年的市场推广，销售收入在 2012 年达到 1.4 亿元，并以绝对优势占据脱敏治疗药物市场的第一位，除了借力于公司产品自身优势外，还倚靠了公司强大的营销网络建设和学术推广力度。

■ 公司通过营销网络的建设 and 借助学术会议等方式的市场推广，近几年产品销量增速迅猛。“粉尘螨滴剂”已在国内 26 个省、自治区、直辖市和 3 个军区医疗机构药品集中采购中中标，产品中标范围的不断扩大，有力地促进了公司产品的市场推广和销售。公司合作的医药商业公司数量由 2010 年的约 80 家增长至 2013 年上半年的 100 余家，产品进入的主要医院数量也从 2010 年的 500 余家增至 2013 年上半年的约 660 余家。产品覆盖面和渗透率不断增加为公司后续产品的推广创造了良好的市场基础，也使得公司成为脱敏治疗药物领域的先行者和领头人。

■ 目前公司产品已进入上海市复旦大学附属中山医院、华山医院、儿科医院、上海交通大学附属瑞金医院、仁济医院和上海市肺科医院等 6 所医院的医保支付目录。在医保范围的药品能够减轻患者用药经济负担，使患者更易接受。医保覆盖率的扩大有利于产品销量的进一步提升。

募投项目分析

- 公司本次拟公开发行人民币普通股不超过3000万股，占发行后总股本的比例不低于25.00%。募集的资金主要用于年产300万支粉尘螨滴剂技术改造、变应原研发中心技术改造以及营销网络扩建及信息化建设项目。

300 万产能提供后续需求保障

- 公司现有“粉尘螨滴剂”现有生产线原实际产能120万支/年，但2012年实际生产量已达191.03万支（实际销量178.77万支），现有生产线产能利用已经饱和，未来市场需求还会不断增加。假设未来产品销量复合增速保持在30%，2015年销量将达到392.76万支。此次募集资金新增300万支产能，预计两年后可达产，可以及时解决公司的产能瓶颈问题，为公司将来的发展提供动力和保障。

研发投入促新品上市

- 公司的研发团队专业从事变应原制品的研究开发，在变应原制品领域取得了一系列核心技术。为了保持其技术优势及在新的技术领域有所突破，公司需要构建更多的技术平台，增加研发支出投入，引进高层次技术人才，提升公司研发的整体技术和装备水平，为公司技术创新提供硬件支持和人员、经费的保障。
- 公司目前产品结构相对较单一，需要进一步研发过敏治疗领域的相关产品形成产品互补。公司已积累了一系列具有市场发展前景的在研产品，在此基础上，研发中心的建成可为后续新产品的研发上市提供技术支持和保障，丰富公司产品储备的同时保持公司产品和技术的领先地位。

营销网络扩建拓展市场空间

- 目前公司的营销网络已涵盖了国内部分学术地位较高的省地级大型医院，但对为数众多的县级医院开发深度还不够。截至目前，公司覆盖的医院销售终端有660余家，而全国共有超过12000家定级医院，占比仅5.5%，还有极广阔的市场有待开发，从而进一步提高公司的市场地位和竞争力。
- 公司计划三年时间内在全国建立四个大区办事处（上海、广州、武汉和北京），21个省级办事处和40个地级办事机构，在全国100地级城市或县级城市设立常驻人员，建成全国性营销网络，扩大市场覆盖率，提高营销能力，增强公司的竞争优势，提高公司在国内变应原产品市场份额的领先地位。同时，公司还将积极开拓海外市场，力争在3至5年内获得重要海外市场的市场准入。

建议询价区间：18.37-21.27 元

- 公司 IPO 股票将于近日上市交易，假设公司公开发行 3000 万股（拟发行不超过 3000 万股，具体新股发行数量根据募集资金投资项目资金需求量、新股发行费用和发行价格确定），发行后总股本达到 12000 万股。
- 我们预计 2013-2015 年公司收入分别为 1.97 亿、2.56 亿、3.20 亿元，同比增长 33.26%、30.12%、25.08%；实现净利润分别为 6910 万元、9087 万元、11215 万元，同比增长 28.50%、31.50%和 23.43%，2013-2015 年对应 EPS(按发行后股份计算)分别为 0.58 元、0.76 元、0.93 元。
- 目前 A 股市场中没有与公司业务相近的可比公司，我们参考中小市值板块生物制药公司目前的整体情况，综合考虑公司的发展前景，给予公司 2013 年 38-44 倍的 PE，按照 EPS 0.58 元计算，合理定价区间在 22.04-25.52 元，建议询价区间 18.37-21.27 元。

图表 10：中小市值板块生物制药公司估值情况一览

股票代码	股票简称	最新收盘价 (元)	EPS (元)		PE	
			2013E	2014E	2013E	2014E
002007.SZ	华兰生物	29.74	0.7804	0.9802	38.11	30.34
002022.SZ	科华生物	16.82	0.6052	0.7494	27.79	22.44
300009.SZ	安科生物	17.24	0.3954	0.5204	43.60	33.13
300122.SZ	智飞生物	50.95	0.6598	0.8741	77.22	58.29
300142.SZ	沃森生物	38.88	1.1181	1.4176	34.77	27.43
300204.SZ	舒泰神	25.82	0.7861	1.1276	32.85	22.90
300294.SZ	博雅生物	51.10	1.0888	1.3646	46.93	37.45
平均值					43.04	33.14

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

产品领域相对单一的风险

- 公司产品“粉尘螨滴剂”是公司收入的主要来源。2009-2012年“粉尘螨滴剂”的收入占公司主营业务收入的 94.28%、94.18%、94.55%、94.52%，虽然公司已有一系列产品正在进行临床试验，但距离上市销售时间具有较大不确定性，目前公司产品结构较单一。

市场培育的风险

- 由于变态反应学在我国推广较晚、脱敏治疗药物在国内应用时间较短、临床医师对于脱敏治疗的认知需要过程、患者对疾病认识不足等因素，导致脱敏治疗药物目前的市场接受度较低，且公司产品为国内唯一舌下含服脱敏治疗药物，在产品推广上面临一定挑战。产品推广不利将对公司业绩增速产生影响。

图表 11: 公司产品收入预测表

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
粉尘螨滴剂(万元)					
销售收入	9,755.11	13,942.60	18,526.20	24,084.16	30,125.39
增长率 (YOY)	74.59%	42.93%	32.87%	30.00%	25.08%
毛利率	93.63%	94.88%	95.14%	95.06%	95.08%
销售成本	621.73	713.28	900.23	1,190.53	1,480.74
增长率 (YOY)	14.87%	14.73%	26.21%	32.25%	24.38%
毛利	9,133.38	13,229.32	17,625.97	22,893.63	28,644.65
增长率 (YOY)	81.00%	44.85%	33.23%	29.89%	25.12%
占总销售额比重	94.61%	94.52%	94.24%	94.15%	94.16%
占主营业务利润比重	94.48%	94.52%	94.24%	94.16%	94.17%
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品(万元)					
销售收入	555.25	809.13	1,132.40	1,495.30	1,869.56
增长率 (YOY)	75.45%	45.72%	39.95%	32.05%	25.03%
毛利率	96.19%	94.73%	95.08%	94.95%	94.84%
销售成本	21.13	42.63	55.74	75.56	96.56
增长率 (YOY)	-19.20%	101.75%	30.75%	35.56%	27.79%
毛利	534.12	766.50	1,076.66	1,419.74	1,773.00
增长率 (YOY)	83.97%	43.51%	40.46%	31.87%	24.88%
占总销售额比重	5.39%	5.48%	5.76%	5.85%	5.84%
占主营业务利润比重	5.52%	5.48%	5.76%	5.84%	5.83%
销售收入小计	10310.36	14751.73	19658.60	25579.46	31994.95
销售成本小计	642.86	755.91	955.97	1266.09	1577.30
毛利	9667.50	13995.82	18702.63	24313.37	30417.65
平均毛利率	93.76%	94.88%	95.14%	95.05%	95.07%

来源: 齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	5,933	10,318	14,752	19,659	25,579	31,995
增长率	58.60%	73.9%	43.0%	33.3%	30.1%	25.1%
营业成本	-569	-647	-756	-956	-1,266	-1,577
%销售收入	9.6%	6.3%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%
毛利	5,364	9,670	13,996	18,703	24,313	30,418
%销售收入	90.4%	93.7%	94.9%	95.1%	95.1%	95.1%
营业税金及附加	-32	-180	-244	-324	-422	-528
%销售收入	0.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-2,332	-3,780	-5,593	-7,962	-10,232	-12,734
%销售收入	39.3%	36.6%	37.9%	40.5%	40.0%	39.8%
管理费用	-1,211	-1,474	-2,039	-2,752	-3,658	-4,703
%销售收入	20.4%	14.3%	13.8%	14.0%	14.3%	14.7%
息税前利润 (EBIT)	1,789	4,237	6,119	7,664	10,002	12,452
%销售收入	30.2%	41.1%	41.5%	39.0%	39.1%	38.9%
财务费用	65	-31	13	318	604	670
%销售收入	-1.1%	0.3%	-0.1%	-1.6%	-2.4%	-2.1%
资产减值损失	-20	-88	-96	-36	-93	-100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	0	0	0	0	0
%税前利润	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,864	4,117	6,036	7,946	10,513	13,022
营业利润率	31.4%	39.9%	40.9%	40.4%	41.1%	40.7%
营业外收支	205	276	304	200	200	200
税前利润	2,069	4,393	6,340	8,146	10,713	13,222
利润率	34.9%	42.6%	43.0%	41.4%	41.9%	41.3%
所得税	-228	-667	-963	-1,237	-1,626	-2,007
所得税率	11.0%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
净利润	1,841	3,726	5,377	6,910	9,087	11,215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,841	3,726	5,377	6,910	9,087	11,215
净利率	31.0%	36.1%	36.5%	35.1%	35.5%	35.1%
现金流量表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,841	3,726	5,377	6,910	9,087	11,215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	277	409	426	379	449	465
非经营收益	-30	57	34	-200	-200	-200
营运资金变动	-634	-2,277	-1,720	-1,276	-2,573	-2,624
经营活动现金净流	1,454	1,915	4,117	5,813	6,763	8,856
资本开支	1,053	399	725	-24	-111	42
投资	950	-3	0	0	0	0
其他	29	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-74	-403	-725	24	111	-42
股权募资	870	0	0	45,000	0	0
债权募资	1,000	0	-1,000	0	0	0
其他	-4,856	-55	-187	0	-600	-1,800
筹资活动现金净流	-2,986	-55	-1,187	45,000	-600	-1,800
现金净流量	-1,606	1,457	2,206	50,837	6,274	7,014
资产负债表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,743	4,200	6,405	57,242	63,516	70,530
应收账款	2,664	4,819	6,399	7,912	10,295	12,877
存货	360	462	504	610	809	1,007
其他流动资产	28	18	177	382	506	631
流动资产	5,795	9,499	13,485	66,147	75,126	85,045
%总资产	52.4%	64.5%	70.6%	92.4%	93.5%	94.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	3,862	3,661	3,873	3,817	3,529	3,450
%总资产	34.9%	24.9%	20.3%	5.3%	4.4%	3.8%
无形资产	1,317	1,458	1,620	1,509	1,529	1,485
非流动资产	5,258	5,220	5,627	5,460	5,192	5,069
%总资产	47.6%	35.5%	29.4%	7.6%	6.5%	5.6%
资产总计	11,052	14,719	19,111	71,606	80,317	90,114
短期借款	1,000	1,000	0	0	0	0
应付款项	403	288	317	635	671	846
其他流动负债	251	404	480	1,346	2,735	3,541
流动负债	1,654	1,692	796	1,982	3,406	4,387
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	354	266	177	177	177	177
负债	2,008	1,958	973	2,159	3,583	4,564
普通股股东权益	9,042	12,758	18,136	69,446	76,732	85,547
少数股东权益	3	3	2	2	2	2
负债股东权益合计	11,052	14,719	19,111	71,606	80,317	90,114
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.212	0.414	0.597	0.576	0.757	0.935
每股净资产 (元)	1.040	1.418	2.015	5.787	6.394	7.129
每股经营现金净流 (元)	0.167	0.213	0.457	0.484	0.564	0.738
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.050	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	20.36%	29.21%	29.65%	9.95%	11.84%	13.11%
总资产收益率	16.65%	25.32%	28.14%	9.65%	11.31%	12.45%
投入资本收益率	21.80%	37.59%	44.23%	53.26%	64.18%	70.32%
增长率						
营业总收入增长率	58.60%	73.91%	42.98%	33.26%	30.12%	25.08%
EBIT增长率	157.94%	136.76%	44.44%	25.25%	30.50%	24.50%
净利润增长率	75.07%	102.46%	44.30%	28.50%	31.50%	23.43%
总资产增长率	-8.95%	33.17%	29.84%	274.68%	12.17%	12.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	119.7	106.7	109.8	109.8	109.8	109.8
存货周转天数	236.8	231.8	233.1	233.1	233.1	233.1
应付账款周转天数	171.1	38.4	30.3	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	205.3	132.2	89.8	67.3	49.2	36.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.27%	-25.08%	-35.32%	-82.42%	-82.77%	-82.44%
EBIT利息保障倍数	-27.7	135.7	-471.6	-24.1	-16.6	-18.6
资产负债率	18.17%	13.30%	5.09%	3.01%	4.46%	5.07%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。