

我武生物：合理估值 40X（13 年）； 中期市值空间 50 亿

穆启国 执业证书编号：S1100513040001
研究员 8621-68416988-208
muqigu@cczq.com

唐小东（联系人）
行业配置 8621-67416988-206
tangxiaodong@cczq.com

川财证券研究所

成都：
中新街 49 号锦贸大厦 19 楼，610016
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

核心观点

- ❖ 我武生物的营收和利润贡献中，约 95% 的份额来自粉尘螨滴剂这一产品。由于粉尘螨过敏患者增加以及脱敏治疗方式的推广，尽管产品单一，我武生物过去几年营收增速仍非常可观。且毛利率和净利润都维持在非常高的水平，目前尚未出现明显的下滑迹象。
- ❖ 参考海外市场测算，到 2018 年脱敏治疗药物市场规模可能达到 16 亿元，占全部过敏用药份额达到的 8%，基本达到稳态。也就是说脱敏治疗用药仍可以维持 5 年左右的较高增速。但这个增速远低于公司在招股说明书中的判断（2015 年达到 13.7 亿），原因在于过去两年增速已经下降。
- ❖ 除了行业增长之外，我武生物在新产品研发投放以及海外市场开拓方面尚未体现出明显效果，公司超越行业的成长性仍有待证明。
- ❖ 参考所属子行业规模和增速，海外可比公司市盈率和市值，A 股同类型公司估值，我武生物合理估值水平为 2013 年 40X，2014 年 30X，对应市值 28 亿元（以 20.05 元的发行价计算，涨幅为 30%，但若考虑新股溢价，则涨幅可能更大）；未来 5 年公司潜在市值空间为 50 亿元左右。
- ❖ 本篇报告专注于测算我武生物所属子行业市场规模以及国内外可比公司的估值对比。报告结论的风险包括：（1）报告可能高估未来 5 年脱敏治疗子行业的增速以及潜在市场空间；（2）报告没有考虑我武生物公司本身的成长性，若公司在其他药物、市场上取得突破，则市值空间有可能提高；（3）报告没有讨论招股说明书上提到的其他市场风险。

目 录

公司基本情况	4
成长性分析	5
脱敏治疗用药行业细分市场成长性	5
国内市场和全球市场过去成长性和规模分析	5
未来国内市场增速和空间测算	6
我武生物公司本身的成长性	7
估值测算	8
市盈率合理估值：13 年 40X，14 年 30X	8
市值空间测算：现有业务市值空间为 50 亿元左右	9
风险提示	10

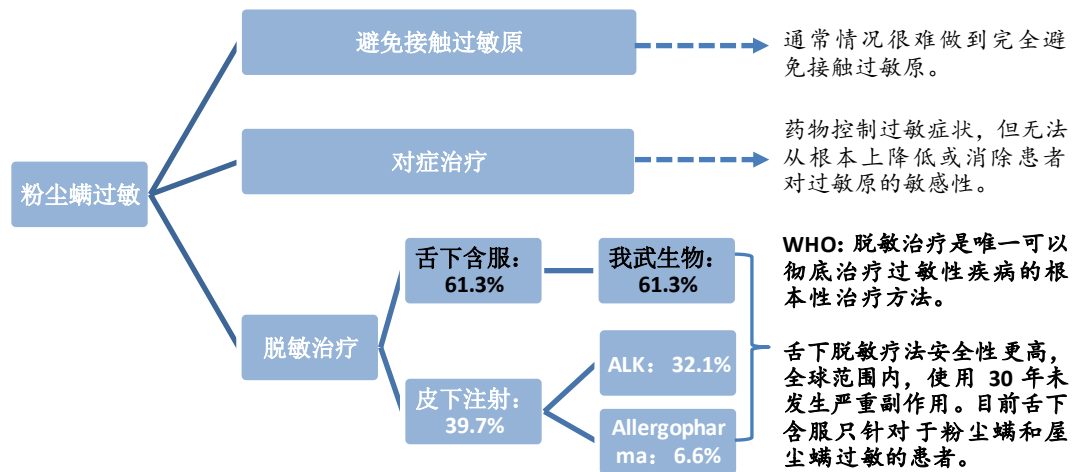
图表目录

图 1:	粉尘螨过敏的治疗方法和我武生物主营业务.....	4
图 2:	我武生物营收和利润严重依赖粉尘螨滴剂单一产品.....	4
图 3:	我武生物营收增速情况.....	5
图 4:	我武生物毛利率和净利率.....	5
图 5:	我国过敏性疾病用药市场规模.....	6
图 6:	我国尘螨脱敏治疗药物市场规模.....	6
图 7:	全球脱敏治疗药物市场规模（欧元）.....	6
图 8:	三种脱敏治疗方式各自市场份额.....	6
图 9:	国内过敏用药和脱敏治疗市场规模增速假定.....	7
图 10:	国内过敏用药和脱敏治疗市场空间测算（亿元）.....	7
图 11:	Stallergenes 和 ALK 净利润同比增速.....	8
图 12:	Stallergenes 和 ALK 的市盈率.....	8
图 13:	申万生物制品行业 TTM 市盈率.....	9
图 14:	主要生物制品公司 2014 年预测市盈率.....	9
图 15:	Stallergenes 和 ALK 总市值瓶颈 15 亿欧元.....	9
图 16:	Stallergenes 和 ALK 全球市场份额.....	9

公司基本情况

我武生物是一家以变应原制品的研发、生产和销售为主营业务的生物制药类企业，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。

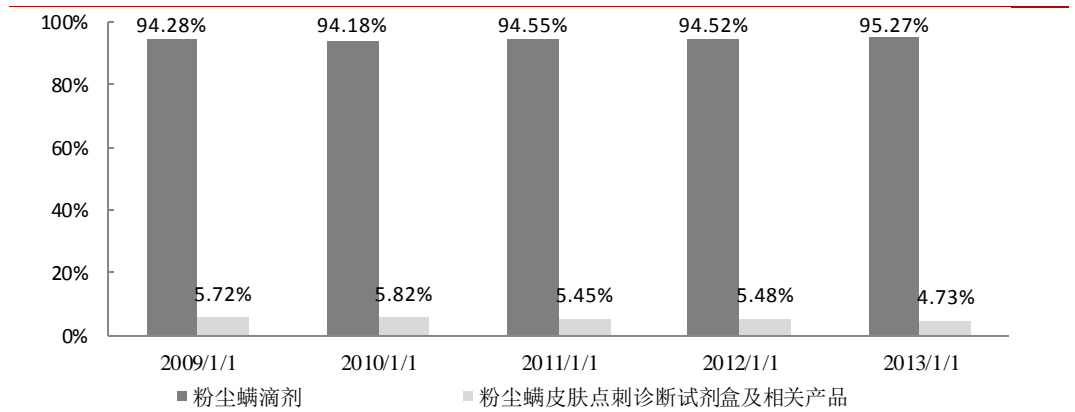
图 1：粉尘螨过敏的治疗方法和我武生物主营业务



资料来源：上市公司、川财证券研究所

我武生物的营收和利润贡献中，约 95% 的份额来自粉尘螨滴剂这一产品。且该产品占营收的份额在 2013 年还呈现出微幅的上升趋势。

图 2：我武生物营收和利润严重依赖粉尘螨滴剂单一产品

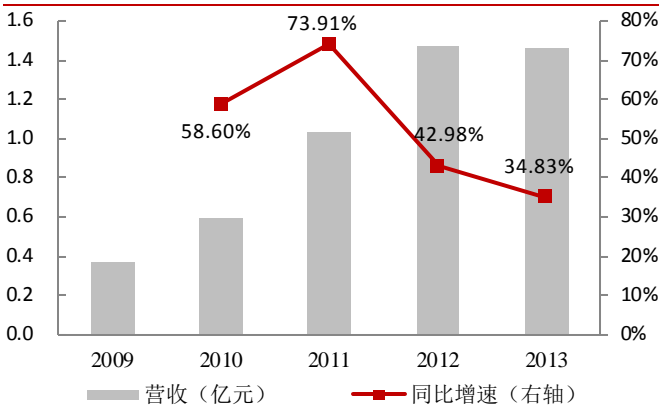


资料来源：招股说明书，川财证券研究所（13 年为上半年数据）

由于粉尘螨过敏患者增加以及脱敏治疗方式的推广，尽管产品单一，但我武生物过去几年营收增速仍然非常可观，且毛利率和净利润都维持在非常高的水平，目前尚未出现明

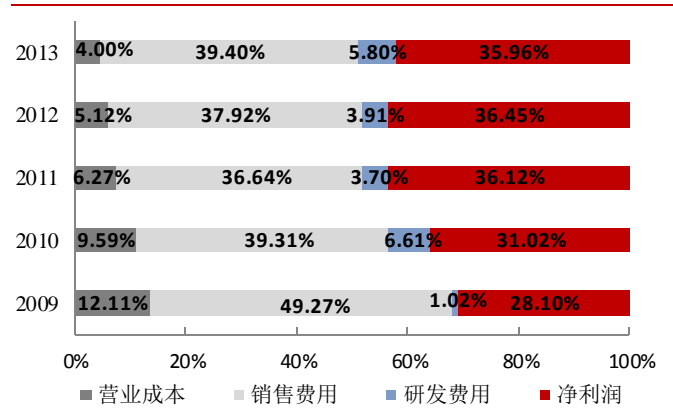
显的下滑迹象。

图 3: 我武生物营收增速情况



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所 (13 年为前三季度数据)

图 4: 我武生物毛利率和净利率



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所 (13 年为上半年数据)

成长性分析

分别从行业层面和公司层面来分析成长性。结论认为, 脱敏治疗用药这一细分市场仍可以在未来 3-5 年维持较高增速, 而依靠主打产品在国内市场的龙头地位, 我武生物将继续受益于行业的成长性。但就公司本身, 我武生物在新产品开发、海外市场开拓等领域都尚未体现出明显的效果。

脱敏治疗用药行业细分市场成长性

脱敏治疗药物市场成长性来自两个方面:

- 随着过敏病患的增加, 整个过敏性疾病用药市场规模会扩大;
- 随着脱敏治疗方式的推广, 脱敏治疗的份额会扩大, 也就是说脱敏治疗药物市场的增速将会高于整个过敏用药市场的增速。

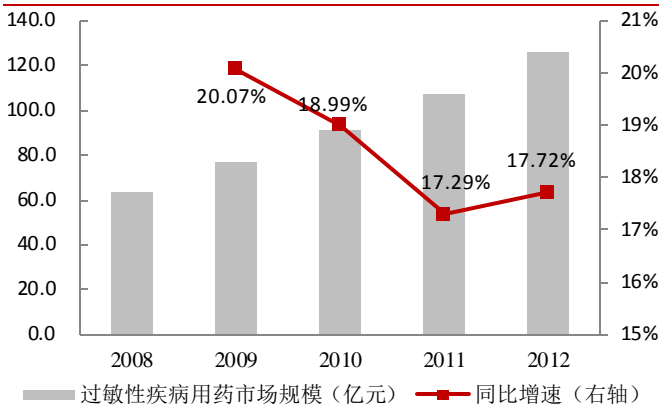
国内市场和全球市场过去成长性和规模分析

国内市场方面, 过去几年的数据显示:

- 整个过敏性疾病用药市场增速仍然很快, 2011 和 2012 年增速维持在 17%, 2011 年前增速呈下滑趋势。直觉上, 全国普遍恶化的空气质量导致过敏性病患的数量仍将维持在较高水平, 但随着环保政策执行力度提升, 未来增速将重回下行趋势。
- 尘螨脱敏治疗药物市场规模的增速高于整个过敏性药物, 背后原因是脱敏治疗方式的推广。但值得注意的是, 脱敏治疗药物市场规模增速也在持续下降, 且降幅比较

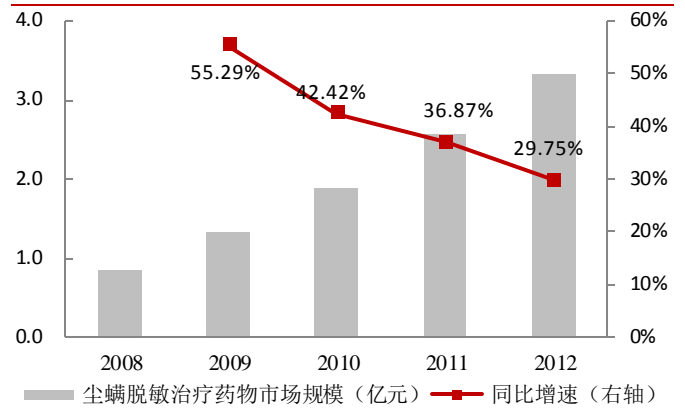
明显。目前国内脱敏治疗药物市场规模占整个过敏性用药的份额不到3%。

图 5: 我国过敏性疾病用药市场规模



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

图 6: 我国尘螨脱敏治疗药物市场规模

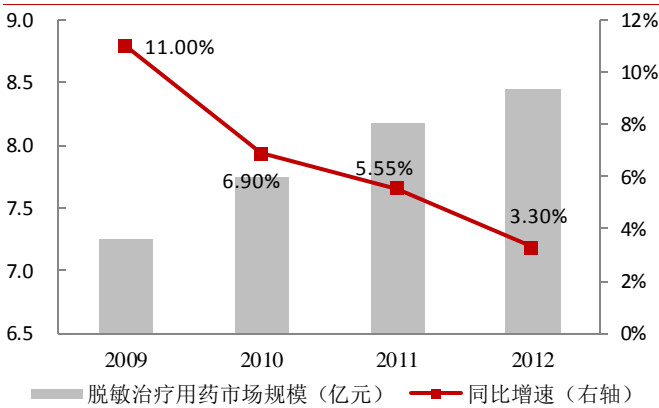


资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

海外方面, 丹麦的 ALK 和法国的 Stallergenes 是脱敏治疗药物的龙头。Stallergenes 的年报给出了全球脱敏治疗药物市场的增长情况:

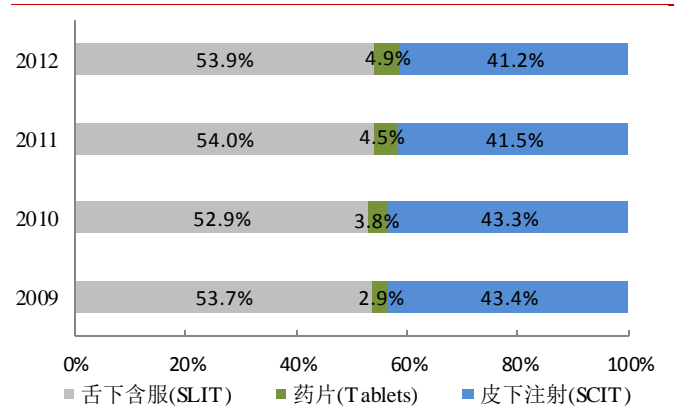
- 2000-2010 年, 全球脱敏治疗药物市场规模年平均增长率为 8%, 其中舌下含服脱敏药物年平均增长率为 16%, 皮下注射脱敏药物年平均增长率为 4.5%。
- 2010 年开始, 脱敏治疗药物市场规模增速显著下滑, 2012 年降至 3.3%。
- 目前舌下含服脱敏药物占整个脱敏治疗市场的份额稳定在 54%左右。

图 7: 全球脱敏治疗药物市场规模 (欧元)



资料来源: Stallergenes 年报, 川财证券研究所

图 8: 三种脱敏治疗方式各自市场份额



资料来源: Stallergenes 年报, 川财证券研究所

未来国内市场增速和空间测算

尽管脱敏治疗为理论上唯一可能根治过敏性疾病的治疗方法, 但是脱敏治疗的推广仍然存在显著的瓶颈, 原因包括: (1) 治疗周期普遍长达 2-5 年, 费用高, 导致患者往往难以坚持治疗, 且费用在多个国家均不在医保范围内; (2) 过敏原往往有多个, 而脱敏治

疗往往一次只能针对特定过敏原，从而导致治疗效果打折；(3)并不是所有人都适合脱敏治疗。

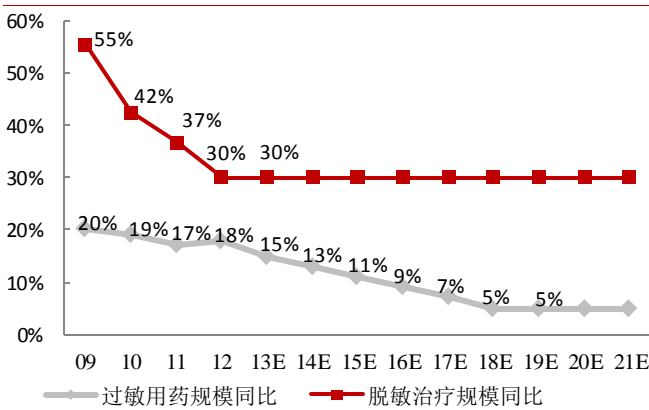
参考前面海外市场的经验，可以认为全球来看，脱敏治疗的推广已经进入阶段性稳态。而稳态的状况大致是：脱敏治疗用药占整个过敏性用药市场的 12%左右，其中 55%左右的脱敏治疗为舌下含服方式。

国内目前增长性来自：(1) 整个过敏性用药市场规模增速仍然较快；(2) 脱敏治疗用药占比不到 3%，份额有很大的提升空间。假定：

- 考虑到未来环保力度加大，空气质量改善的可能性，整个过敏用药市场规模增速将会趋缓，假定每年下降 2 个百分点，到 5%的时候维持恒定（2018 年达到）；
- 考虑到脱敏治疗的份额占比仍然很低，假定其仍然能够维持 30%的增长；
- 考虑到脱敏治疗的局限性，国内脱敏治疗的推广空间可能低于全球 12%的水平，假定以 8%作为一个接近稳态的测算基准。

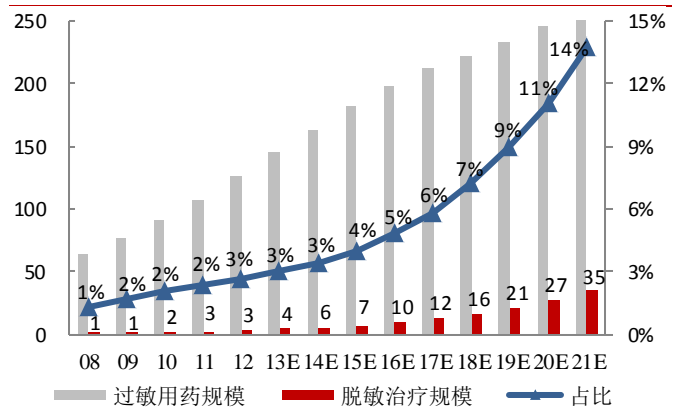
根据过去几年的数据，对整个过敏用药市场规模的假定可能有低估，而对脱敏治疗用药增速的估计可能高估。据此测算，到 2018 年左右能够实现达到脱敏治疗占全部过敏用药的 8%（市场规模 16 亿元），基本达到稳态。也就是说脱敏治疗用药仍可以维持 5 年左右的较高增速。但这个增速远低于公司在招股说明书中的判断(2015 年达到 13.7 亿)，原因在于过去两年增速已经下降，而公司仍然按照之前低基数的增速作线性外推。

图 9：国内过敏用药和脱敏治疗市场规模增速假定



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 10：国内过敏用药和脱敏治疗市场空间测算 (亿元)



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

我武生物公司本身的成长性

我武生物公司的成长性（超越所属子行业的 alpha）可能来自三个方面：

- 主打产品市场份额进一步提高

目前我武生物市场份额本身已经很高了，考虑到新药监测期的保护作用在 2010 年结束后，市场存在新进入者的可能性，因此从审慎角度，假定其市场份额不继续扩大。

● 储备产品线

我武生物虽有储备产品，并有产品已经获得临床批文，但可预期内对营收的贡献可以忽略不计，也就是说公司仍将长期依靠单一产品（前面公司介绍显示，过去几年公司主打产品份额仍在小幅放大）。

● 进入海外市场

我武生物主打产品已经获准进入韩国市场，但目前尚未在营收上体现。考虑到 ALK, Stallergenes 等海外公司的竞争力，对公司在海外市场的发展持观望态度。

整体来看，公司本身的成长性目前仍然没有体现出来。

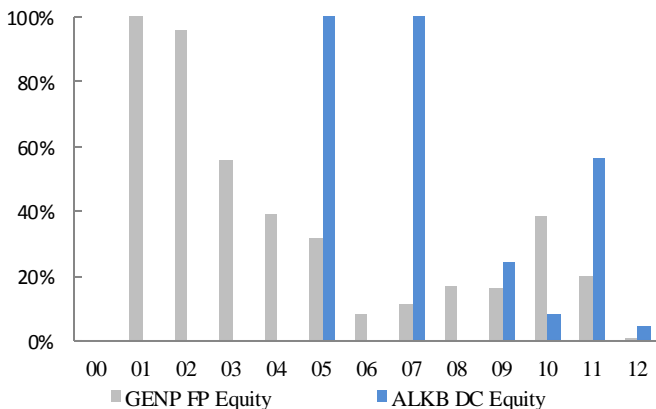
估值测算

市盈率合理估值：13 年 40X，14 年 30X

我武生物合理市盈率估值为 13 年 40X，14 年 30X。参考依据包括：

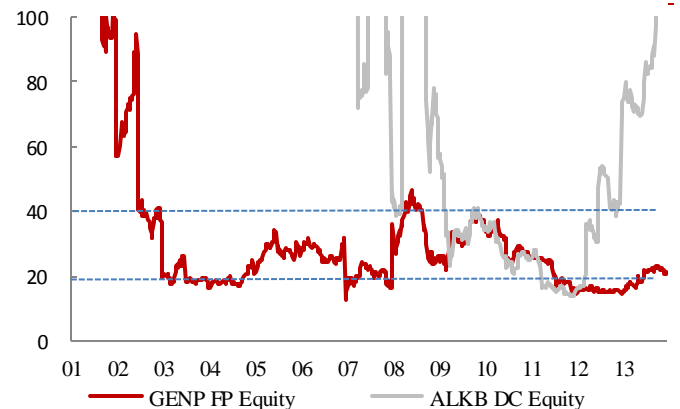
- 根据前面测算，受细分行业成长性推动，预计我武生物仍可以维持 3-5 年的较快成长。类似的经验曾经出现在 2001-2011 年的 Stallergenes（舌下含服推广过程），净利润年复合增速为 31%。
- Stallergenes 和 ALK 相对稳定的静态市盈率区间为 20-40 倍。考虑到 A 股对成长股的溢价，市场对新股的追捧，按照区间上界限给予 40X 估值。

图 11: Stallergenes 和 ALK 净利润同比增速



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 12: Stallergenes 和 ALK 的市盈率

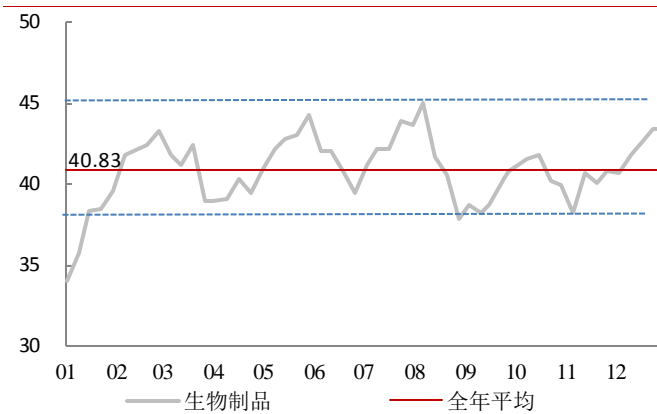


资料来源：招股说明书，川财证券研究所

- 参考 A 股可比公司和行业估值。申万生物制品行业 2013 年静态市盈率均值为 40X。生物制品公司 2014 年动态市盈率中位数为 31X。

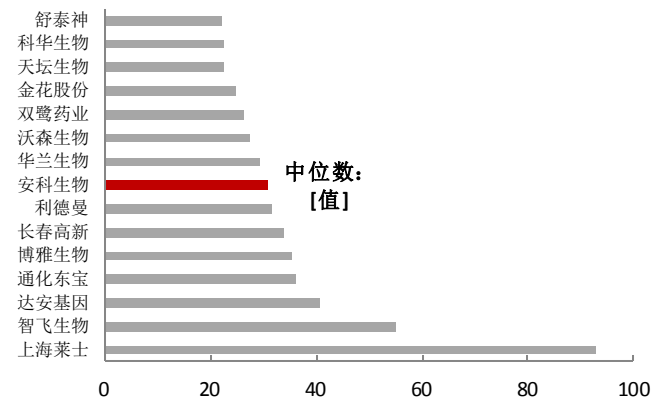
综合考虑以上因素，我武生物的合理估值水平为 13 年 40X，14 年 30X 估值，据此测算合理市值为 28 亿元（13 年 40X）。

图 13: 申万生物制品行业 TTM 市盈率



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

图 14: 主要生物制品公司 2014 年预测市盈率



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

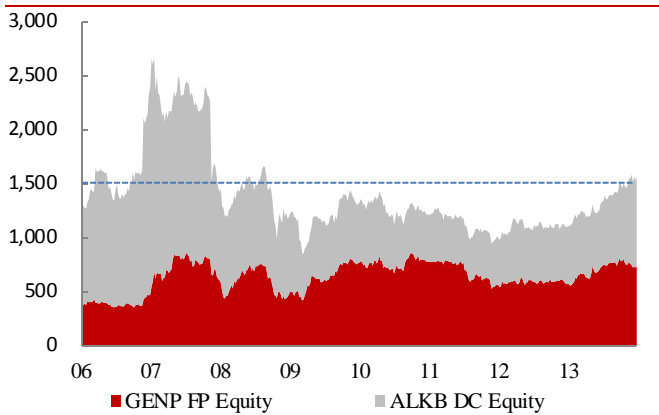
市值空间测算：现有业务市值空间为 50 亿元左右

市值空间的测算采取两种方式，测算结果显示我武生物市值空间为 50 亿左右。

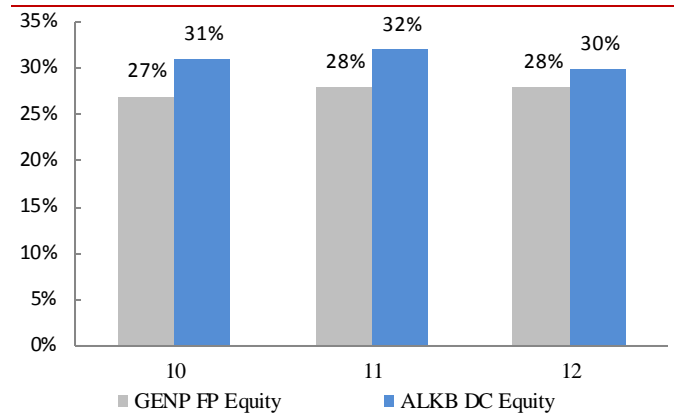
- 参考海外市场情况。前面提到全球脱敏治疗市场进入稳态增长。目前 Stallergenes 和 ALK 合计市场份额接近 60%，两个公司合计市值过去几年处于 10-15 亿欧元的区间（均衡水平 12.5 亿）。按照前面行业分析测算的 2018 年全球和国内过敏用药市场规模（假定国内脱敏治疗份额能够达到与全球一致的水平），假定我武生物国内市场份额维持，则其市值空间约为 5 亿欧元，即人民币 40-50 亿元。

图 15: Stallergenes 和 ALK 总市值瓶颈 15 亿欧元

图 16: Stallergenes 和 ALK 全球市场份额



资料来源：招股说明书，川财证券研究所



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

- 采用市销率估值。到 2018 年，脱敏治疗市场规模预计能够达到 16 亿元，假定我武生物维持 60% 的市场份额，则其销售额约为 10 亿元。按照目前生物制品 7 倍的市销率 (TTM)，对应市值空间为 70 亿元。若考虑竞争因素导致市场份额下降至 50%，则 8 亿元销售额对于市场空间为 56 亿元。

综合起来看，若我武生物未能在现有业务之外体现出其他成长性，则其未来 5 年市值空间为 50 亿元左右。由于国内对成长股的普遍高估，采用国内可比市销率的估算市值高于类比海外公司市值的办法，差距在 15 亿元左右。

风险提示

本篇报告根据已有资料对我武生物的估值进行了讨论。报告结论认为我武生物合理估值水平为 2013 年 40X，2014 年 30X，对应市值 28 亿元（以 20.05 元的发行价计算，上市涨幅为 30%，但若考虑新股的溢价，则涨幅空间会更大）。另外，考虑公司所属子行业的潜在空间，我武生物未来 5 年的市值空间为 50 亿元左右。

本篇报告测算的风险包括：

- (1) 考虑到过去几年行业增速的变化趋势，报告可能高估脱敏治疗子行业的增速以及潜在市场空间。
- (2) 报告没有考虑我武生物公司本身的成长性，若公司在其他药物、市场上取得突破，则市值空间有可能提高。
- (3) 报告没有考虑招股说明书上提到的其他市场风险。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2013 年川财证券有限责任公司