

2014年1月10日

我武生物 (300357.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

## 专业的脱敏药物生产企业

■专业的本土变应原制品供应商：公司是唯一的本土变应原供应商，并且是唯一能够生产舌下口服脱敏制剂的企业，拥有明显的技术优势和先发优势。粉尘螨滴剂 2010-2012 年收入增长持续超过 40%，市场占有率 2012 年达到 61.27%，2011-2012 年，公司的尘螨脱敏治疗药物国内市场占有率排名第一，ALK 公司排名第二，Allergopharma 公司排名第三，短期内看暂无其他企业可以撼动其龙头地位。

■变应原市场快速增长，脱敏市场刚刚萌芽：过敏性疾病也被 WHO 列为二十一世纪重点防治的三大疾病之一，是当前世界性的重大卫生学问题。世界范围内有 10%-30% 的成人和 40% 的儿童受过敏性鼻炎的影响，全球过敏性鼻炎的患者总数达到 4 亿人。而哮喘人数也达到 3 亿人之多，到 2025 年将达到 4 亿。每年约 250,000 人死于哮喘。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为其主要增长动力，年平均增长率为 16%，市场占有率从 25% 增长到 47%，皮下注射脱敏药物年平均增长率为 4.5%。2012 年，全球脱敏治疗药物市场销售规模为 8.45 亿欧元。

■新区域、新产品是未来增长的主要驱动力：随着公司产品在各省级医疗机构药品集中采购中中标范围的扩大，国际市场的拓展，将是公司未来快速成长的动力源之一。公司研究开发新产品“黄花蒿粉滴剂”和“尘螨合剂”正处于临床试验阶段，同时老产品粉尘螨滴剂新增适应症也在临床试验中，这些项目的逐步完成将成为公司未来成长的新动力。

■投资建议：我们预计公司 2013-15 年的收入增速分别为 32.6%、29.1% 与 24.4%，净利润增速分别为 33.4%、25.1% 与 24.6%，2013/14 年净利润 0.71/0.89 亿元，上市首日价格在 24.06-28.87 元，对应 2014 年 27-32.4 倍的动态市盈率。

■风险提示：产品比较单一；研发产品报批进度低于预期。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	103.2	147.5	195.6	252.5	314.1
净利润	37.3	53.8	71.8	89.8	111.9
每股收益(元)	0.41	0.60	0.71	0.89	1.11
每股净资产(元)	1.42	2.02	2.24	3.00	3.94

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	93.7%	94.9%	96.0%	96.0%	96.0%
净利润率	36.1%	36.5%	36.7%	35.6%	35.6%
净资产收益率	29.2%	29.6%	31.7%	29.7%	28.1%
ROIC	51.5%	56.3%	61.0%	37.3%	26.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

定价区间： 24.06—28.87 元

### 发行数据

总股本(万股) 10,100  
发行数量(万股)

) 2,020

### 保荐机构

发行日期 2014-1-8

发行方式 网下询价, 上网  
定价

### 股东信息

浙江我武管理咨询有限公司 70.56%  
天津东方富海股权投资基金  
合伙企业(有限合伙) 9.72%  
上海利合股权投资合伙企业  
(有限合伙) 6.94%  
上海德东和投资管理合伙企  
业(有限合伙) 2.78%  
王立红 2.40%  
陈健辉 2.04%  
王新华 0.90%  
张露 0.80%  
张建成 0.78%  
其他自然人股东 0.55%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

吴永强 分析师

SAC 执业证书编号: S1450512060001  
wuyq@essence.com.cn  
010-66581629

邹敏 分析师

SAC 执业证书编号: S1450511080003  
zoumin@essence.com.cn  
021-68766073

陈宁浦 分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080006  
chennp2@essence.com.cn  
021-68765361

报告联系人

叶寅 021-68763590  
yeyin@essence.com.cn

### 相关报告

## 1. 公司简介

### 1.1. 公司概况

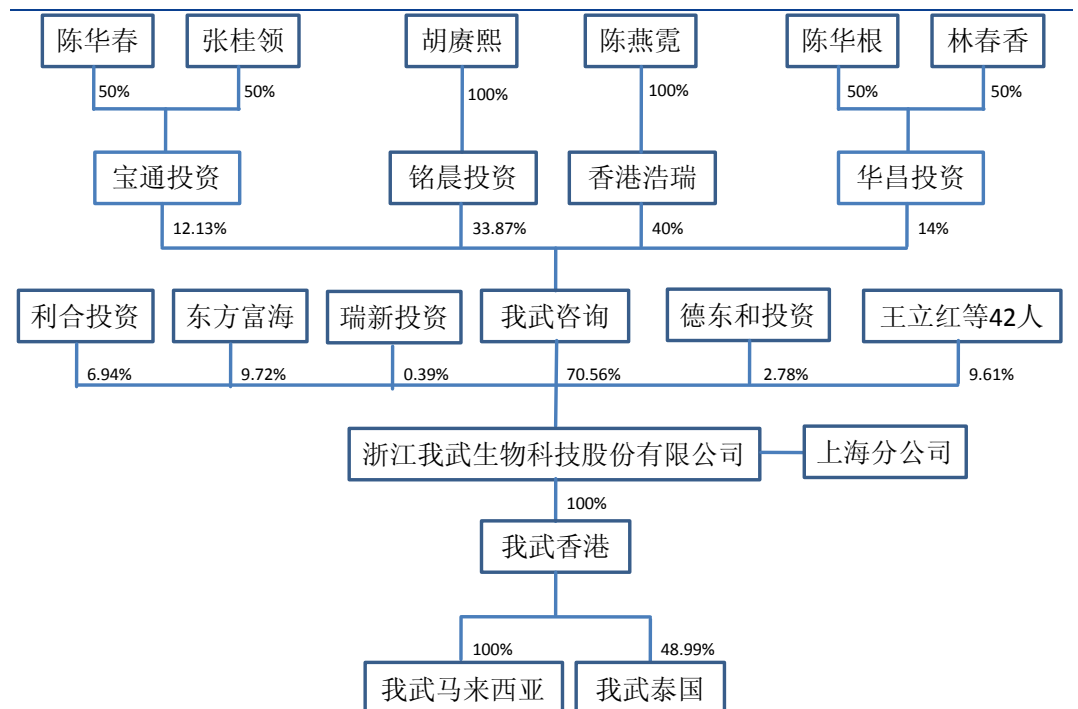
浙江我武生物科技股份有限公司的前身是我武生物科技有限公司，成立于 2002 年 9 月，是一家研发、生产和销售用于诊断和治疗过敏性疾病的变应原制品的生物医药类高新技术企业。根据国家统计局 2002 年颁布的《国民经济行业分类》，公司所从事行业归属于医药制造业（C27）中的生物、生化制品的制造（C2760）；根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司所从事行业归属于生物制品业（C85）中的生物药品制造业（C8501）。根据证监会[2010]8号《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，公司属于符合国家战略性新兴产业发展方向中生物与新医药领域的企业。

公司目前主要有两个产品上市，分别是粉尘螨滴剂（商品名“畅迪”）和粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒（商品名“畅点”），其中粉尘螨滴剂是一种舌下含服脱敏药物，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，该产品新适应症扩增的临床试验正在进行中，主要新增用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎和过敏性结膜炎的脱敏治疗。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。同时公司还在变应原领域储备了一系列项目，相应的产品研发正在进行中。

### 1.2. 公司发行概况

本次发行前公司总股本 9,000 万股，本次公开发行不超过 3,000 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。我武咨询为公司控股股东，持有公司 6,350.00 万股，占发行前总股份的 70.56%。胡赓熙和陈燕霓夫妇为公司实际控制人，间接控制公司 70.56%的股份。

图 1：公司发行前的股权结构



数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

## 2. 变应原制品市场快速增长

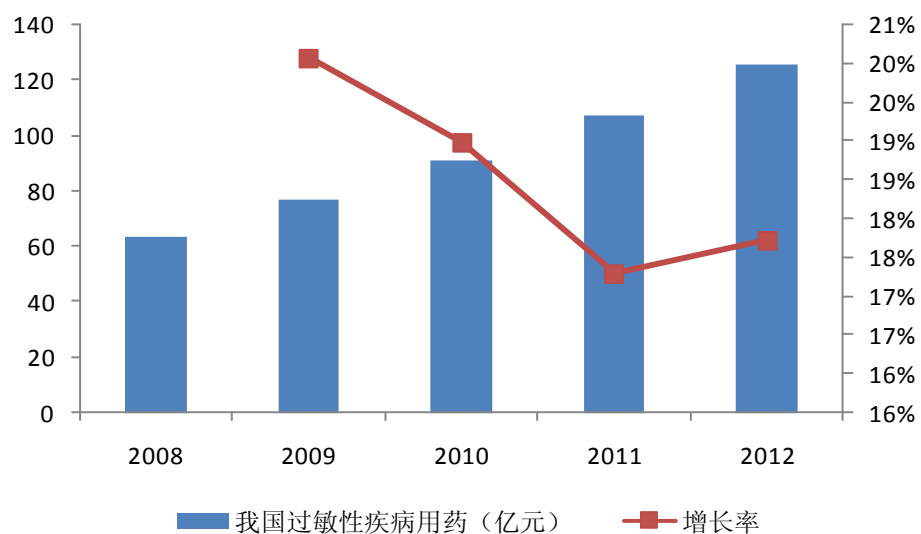
### 2.1. 过敏性疾病治疗市场潜力巨大

过敏性疾病通常是指 I 型或速发型变态反应性疾病，是指机体受到某些抗原刺激时，出

现生理功能紊乱或组织细胞损伤的异常适应性免疫反应。包括过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎等疾病，是临床上的常见病、多发病，严重危害人类健康。因此过敏性疾病也被 WHO 列为二十一世纪重点防治的三大疾病之一，是当前世界性的重大卫生学问题。在过去的 20 年内，全球哮喘和其他过敏性疾病的患病率普遍上升一倍或更多。2011 年，WHO 认为世界范围内有 10%-30% 的成人和 40% 的儿童受过敏性鼻炎的影响，全球过敏性鼻炎的患者总数达到 4 亿人。而哮喘人数也达到 3 亿人之多，到 2025 年将达到 4 亿。每年约 250,000 人死于哮喘。

随着社会工业化程度的提高，过敏性疾病的患病率也将持续上升，我国的过敏性疾病用药总体市场以较快速度发展，2008-2012 年复合增长速度为 18.51%，2012 年总体市场规模达到 126.18 亿元，同比增长 17.72%。

图 2：我国近年过敏性疾病用药市场



数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

## 2.2. 尘螨和花粉是引起过敏性疾病最重要的过敏原

能够引起 I 型变态反应的过敏原很多，常见过敏原包括吸入性过敏原（尘螨、花粉、霉菌、动物皮毛、烟、棉絮等）、食入性过敏原（牛奶、鱼虾、鸡蛋、某些药物等）、接触性过敏原（油漆、清洁剂、化妆品等）、注入性过敏原（青霉素、链霉素、昆虫毒液等）等。

尘螨是世界性分布最为广泛、致敏性最强、患者过敏数量最多的过敏原之一，尘螨普遍存在于人类的居室和工作环境中。尘螨虫体及其排泄物、分泌物均为强烈的过敏原，可引起多种过敏性疾病，严重危害人体健康，其中危害最严重的尘螨过敏原为粉尘螨 (*Dermatophagoides farinae*) 和户尘螨 (*Dermatophagoides pteronyssinus*)；除了尘螨类过敏原外，花粉也是世界性分布广泛、致敏性强的一类过敏原。花粉引起的过敏性疾病具有很强的地域性，在我国，蒿属植物的花粉产量大，空气中浓度高，致敏性强，是危害人体的主要夏、秋季变应原。

常用的过敏原检测方式包括体内试验（如过敏原皮肤试验、过敏原激发试验）和体外试验（如血清特异性 IgE 抗体浓度测定）。目前临床上因灵敏度和特异度较高、操作方便、痛楚小、检测快速、安全性高等原因，主要采用皮肤点刺方法来检测过敏原。皮肤点刺是指通过点刺方法使人体皮肤接触微量的过敏原，15-20 分钟后观察皮肤表面是否因过敏

介质的释放而发生明显的风团和红晕反应，从而判断患者是否对该过敏原过敏。此方法可以在短时间内同时获取多种过敏原的试验结果。

1998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。”2001年ARIA指南建议，脱敏治疗可作为避免过敏原的一种补充措施，最好用于疾病的早期，以减少发生副作用的危险和预防进一步发展为严重疾病。2006年，欧洲变态反应与临床免疫学学会（EAACI）指出，脱敏治疗是唯一可能改变疾病自然进程的对因疗法，应该尽早使用，以防止受累器官的黏膜发生不可逆损伤。

### 2.3. 脱敏治疗市场才刚刚萌芽

过敏性疾病的治疗方法分为对症治疗和对因治疗。对症治疗药物包括抗组胺药物、糖皮质激素等，可有效控制部分临床症状，但无法降低过敏性疾病发生的风险或防止新发致敏的发生，停药后无长期持续疗效。

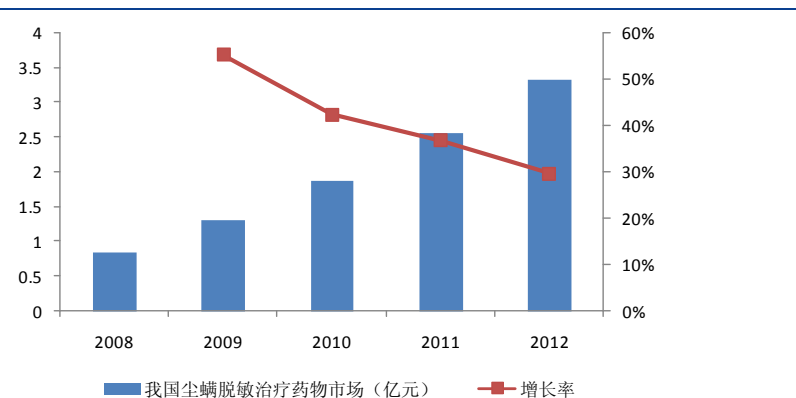
脱敏治疗则是一种对因治疗方法，系使患者从小剂量开始接触变应原，剂量逐渐增加至维持剂量，继续使用足够疗程，使患者机体的免疫系统产生免疫耐受，患者再次接触该变应原时，过敏症状明显减轻或者不再发生，停药后具有长期疗效，并可预防过敏性疾病的发展。1998年，世界卫生组织在《WHO 变应原免疫治疗意见书》中明确指出：“脱敏治疗是唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法”。

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为其主要增长动力，年平均增长率为16%，市场占有率从25%增长到47%，皮下注射脱敏药物年平均增长率为4.5%。2012年，全球脱敏治疗药物市场销售规模为8.45亿欧元。

目前，我国脱敏治疗市场是个需求远远未被满足的新兴市场，仍处于发展的初期。2012年，虽然变应原制品销售额仅占整个过敏性疾病用药市场份额的2.65%，但舌下含服脱敏疗法为患者提供了一种新的安全有效的对因治疗方法，形成了一个新的市场。加强脱敏治疗的学术推广和患者教育，将促使变应原制品行业快速发展。

我国尘螨脱敏治疗药物的市场销售额增长迅速，从2008年的0.85亿元增长至2012年的3.34亿元，年复合增长率为40.78%，远高于对症治疗药物的增长幅度。根据CFDA南方医药经济研究所的预测，到2015年尘螨脱敏治疗药物的市场销售额有望扩大到13.70亿元。

图3：我国尘螨脱敏治疗药物市场



数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

### 3. 公司是我国变应原的主要供应商

#### 3.1. 公司是我国变应原行业龙头企业

世界范围内，公司的主要竞争对手包括丹麦 ALK-Abello 公司、德国 Allergopharma 公司和法国 Stallergenes 公司。2012 年，全球变应原制品市场规模为 8.45 亿欧元，上述三家公司销售额分别占 30%、11%和 28%。

目前,经过 SFDA 批准可以在我国上市销售的变应原制品生产商主要有三家:我武生物、丹麦 ALK-Abello 公司和德国 Allergopharma 公司。其中,公司提供舌下含服脱敏药物,丹麦 ALK-Abello 公司和德国 Allergopharma 公司提供皮下注射脱敏药物。1999 年,德国 Allergopharma 公司的产品“变应原注射液”获准进入中国销售,标准化脱敏治疗药物开始在国内使用。2004 年,丹麦 ALK-Abello 公司的皮下注射脱敏药物“屋尘螨变应原制剂”获准进入中国销售。2006 年,我武生物研制的舌下含服脱敏药物“粉尘螨滴剂”获得 SFDA 批准上市。目前国内仅上述三家公司生产的脱敏治疗药物被批准上市销售。

根据 CFDA 南方医药经济研究所《2008-2012 年过敏性疾病用药市场查询报告》,在变应原制品行业,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。

表 1: 我国脱敏药物主要供应商市场份额

生产企业	市场占有率				
	2008	2009	2010	2011	2012
我武生物	30.19%	39.02%	45.28%	57.45%	61.27%
丹麦 ALK-Abello 公司	68.39%	56.89%	47.23%	35.48%	32.09%
德国 Allergopharma 公司	1.42%	4.09%	7.49%	7.07%	6.64%
	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 公司招股书、安信证券研究中心

#### 3.2. 公司在市场与技术方面都保持着领先优势

目前,国内脱敏治疗市场份额主要由三家企业占据,我武生物是国内唯一一家本土企业,并且提供舌下含服的脱敏药物,另外两家外资脱敏药物供应商为 ALK 公司和 Allergopharma 公司,两者提供的均是皮下注射脱敏药物。

皮下注射是最早的脱敏治疗方式,但安全性问题一直影响其推广使用。从整个变应原行业看,舌下含服脱敏药物是行业发展的主要增长点。经过 20 多年的发展,舌下含服脱敏治疗已经被医学界证实为一种有效性与皮下注射脱敏治疗相当,安全性、携带和使用方便性具有明显优势的脱敏疗法。

公司生产的“粉尘螨滴剂”也是中国市场上唯一的舌下含服脱敏药物。“粉尘螨滴剂”一般在过敏症状最轻微时开始治疗,滴于舌下,含 1 分钟后吞服。每日一次,一般在每天的同一时间用药。根据过敏程度调节剂量。常用量分为递增量和维持量,递增量为“粉尘螨滴剂”1 号、2 号、3 号,维持量为 4 号、5 号。滴剂通过与患者舌下粘膜中的抗原递呈细胞相接触,调节免疫系统中 Th1/Th2 淋巴细胞之间的免疫平衡,并诱导 B 细胞产生阻断性 sIgG 抗体,进而发挥免疫调节的作用。患者再次接触该变应原时,过敏症状明显减轻甚至完全消失。

**表 2：公司主要产品**

通用名	商品名	规格	适应症
粉尘螨滴剂	畅迪	滴剂 1 号：蛋白浓度为 1 $\mu$ g/ml；	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。
		滴剂 2 号：蛋白浓度为 10 $\mu$ g/ml；	
		滴剂 3 号：蛋白浓度为 100 $\mu$ g/ml；	
		滴剂 4 号：蛋白浓度为 333 $\mu$ g/ml；	
		滴剂 5 号：蛋白浓度为 1,000 $\mu$ g/ml。	
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	畅点	粉尘螨点刺液的蛋白浓度为 1.0mg/ml；	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。
		阳性对照的磷酸组胺浓度为 1.70mg/ml；	
		阴性对照仅含甘油和生理盐水。	

数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

### 3.2.1. 舌下含服安全性高，不需低温贮存

脱敏治疗主要有皮下注射和舌下含服两种给药方式。皮下注射脱敏治疗具有引起全身副作用的危险性，还可能引起过敏性休克、甚至死亡等严重的不良反应，舌下含服脱敏治疗引发的不良反应较皮下注射少而轻，同时无创用药更适合于儿童。2001 年 ARIA 正式推荐舌下含服脱敏治疗可适用于成人及儿童患者。此外，其他液体脱敏治疗药物需要在 2~8 $^{\circ}$ C 低温条件保存，而公司的产品只需在阴凉处遮光密闭保存即可，使用方便。

### 3.2.2. 技术标准竞争使公司具有先发优势

在变应原制品开发中，公司变应原活性检测方法 & 检测用标准血清混合物构建技术、变应原制品“常温”保存技术、粉尘螨纯种分离及三级种子库培养技术和变应原制品标准化技术平台等有助于公司形成技术领先优势。其中，变应原活性检测方法 & 检测用标准血清混合物构建技术，为变应原制品的生物活性检测提供了一种客观、准确的标准；变应原制品“常温”保存技术的应用，保证了液体变应原制品在 20 $^{\circ}$ C 以下保存的稳定性。公司在变应原制品领域已获授权国内发明专利 10 项、国内实用新型专利 1 项、欧洲专利 1 项、美国专利 1 项、日本专利 1 项，正在申请国内发明专利 4 项。

## 3.3. 市场培育、拓展以及新产品上市将是公司未来持续增长的基石

### 3.3.1. 以专业学术推广的方式进行产品营销

对因治疗的脱敏疗法在国内尚处于推广和教育阶段，市场认知度较低，因此医生及患者对脱敏疗法、产品及公司的认知十分重要。公司采取营销团队组织策划、组织实施与委托实施相结合的专业推广模式，举办学术推广会议以及参加中华医学会、中华医师协会等机构举办的相关学术会议，展开产品的学术推广，向医生讲解正确使用产品的方法，已经初步建立了良好的产品形象。

公司积极参加各省、直辖市、自治区的医疗机构药品集中采购。目前已在国内 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，投标中标率高。公司已基本建立了涵盖全国省级城市的营销网络，主导产品“粉尘螨滴剂”已在全国近 30 个省、自治区、直辖市的约 660 家医院销售。

公司主导产品粉尘螨滴剂在上海市复旦大学附属中山医院、华山医院和儿科医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院和仁济医院、上海市肺科医院等 6 所医院被暂时列入医保支付药品范围，医保支付的比例参照甲类药品执行，这为公司的学术推广和后续产品营销提供了良好的基础。

目前，公司主要客户主要为各地的商业公司，包括国药控股、上药集团、广州医药等。这些主流的商业公司不仅能够提供物流配送服务，还能够协助进行医院开发、辅助药品招标工作等，与之合作还有利于及时回款。

### 3.3.2. 区域拓展和国际化推动公司快速成长

随着公司产品在各省级医疗机构药品集中采购中中标范围的扩大，公司将根据区域经济发展状况和市场需求，在原有营销网络基础上新建/扩建大区、省、地县级办事处，从而使销售网络覆盖全部省级行政区，并进一步辐射县级医院。

此外，公司还将开拓海外市场，未来三年将是公司进军海外市场的铺垫期，公司积极开展产品在海外的申报注册，力争在3至5年内获得重要海外市场的市场准入、在5至10年内成为国际过敏性疾病诊断及治疗领域的重要企业之一。2011年2月，公司“粉尘螨滴剂”已经获得韩国食品药品监督管理局的药品市场准入许可。

### 3.3.3. 近几年研发投入加大，新产品上市将驱动公司快速成长

在新产品开发方面，由于花粉是除尘螨之外的另一主要过敏原，且北方地区蒿属花粉的过敏发病率高于南方，公司的“黄花蒿粉滴剂”和“尘螨合剂”正处于临床试验阶段，与已获准上市的“粉尘螨滴剂”在市场上可以相互补充，以针对不同过敏原过敏和不同地域的患者，为更多的过敏性哮喘和过敏性鼻炎患者提供脱敏治疗的药物。另外，“粉尘螨滴剂”已获准开展新适应症（粉尘螨过敏引起的特应性皮炎和过敏性结膜炎）的临床试验，将进一步开拓公司产品的市场，满足特异性皮炎和过敏性结膜炎患者的需求。已获准上市的“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”和已完成临床试验的“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”及处于临床前研究中的“多指标变应原皮肤点刺诊断试剂盒”在市场上相互补充，可以满足更多过敏性疾病患者的变应原检测需求。正在申请药物临床试验批件的“皮炎诊断贴剂”可以为接触性皮炎的患者提供有效的诊断工具。

**表 3: 公司在研产品及最新进展**

序号	研发产品名称	类型	进展情况	拟达到的目标
1	尘螨合剂	变应原治疗产品	II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
2	艾蒿花粉滴剂	变应原治疗产品	已申请药物临床试验批件	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
3	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
4	户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	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
5	多指标变应原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
6	粉尘螨滴剂	变应原治疗产品	开展特应性皮炎II期临床试验	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎与过敏性结膜炎的脱敏治疗

数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

未来三年，随着在研产品的陆续推进，公司将在过敏性疾病的诊断和治疗领域形成一个越来越完整的产品体系，提升公司在该领域的影响力。

表 4：研发支出占营业收入的比例

项目	2009	2010	2011	2012
研发支出 (百万元)	5.32	4.71	5.35	7.51
研发支出增速		-11.47%	13.59%	40.37%
营业收入 (百万元)	37.41	59.33	103.18	147.52
研发支出占比	14.21%	7.94%	5.18%	5.09%

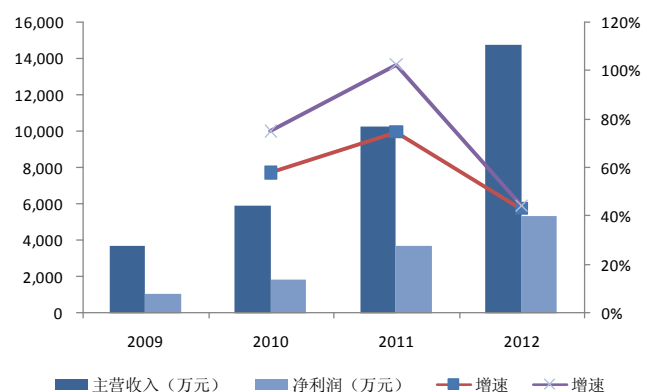
数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

#### 4. 公司主营业务财务分析

公司为国内脱敏治疗药物三大供应商之一，公司主要产品中，粉尘螨滴剂占据主导地位。2010 年~2013H1，粉尘螨滴剂销售收入占同期营业收入的比例分别为 94.18%、94.55%、94.52%和 95.27%，2010~2012 年，粉尘螨滴剂利润占比分别为 94.08%、94.45%、94.52%。

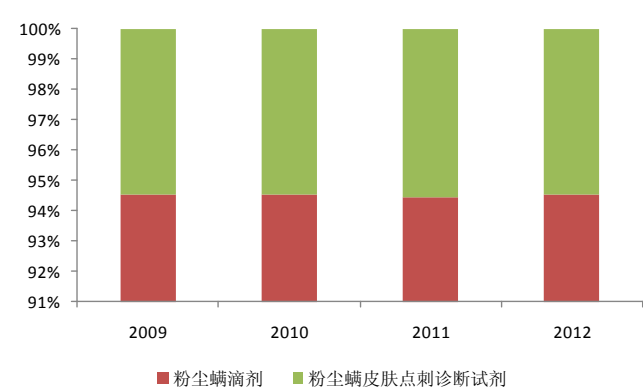
近年来，公司营业收入和利润呈快速增长趋势，2010 年~2013H1，公司营业收入分别为 5,932.77 万元、10,317.63 万元、14,751.73 万元、8,764.90 万元，2011 年、2012 年分别较上年增长 73.91%、42.98%。2010 年~2013H1，公司净利润分别为 1,840.59 万元、3,726.47 万元、5,376.92 万元、3,151.75 万元，2011 年、2012 年分别较上年增长 102.46%、44.29%。

图 4：收入和净利润



数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

图 5：毛利占比构成

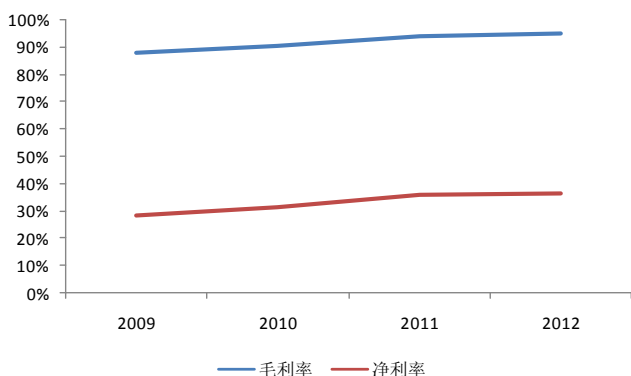


数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

2010 年~2013H1，公司综合毛利率分别为 90.41%、93.73%、94.88%和 96.00%，呈稳定增长趋势，主要是由于公司营业收入快速增长而成本得到了较好的控制。公司的主要产品在生产过程中所使用的原材料成本较少，人工及折旧等相对固定的成本在成本构成中所占比重较大，人工及折旧的发生额在报告期内相对固定，因此在产销量逐年提高的情况下，其在单位产品收入中所占的比重也逐年下降，从而使毛利率逐年上升。

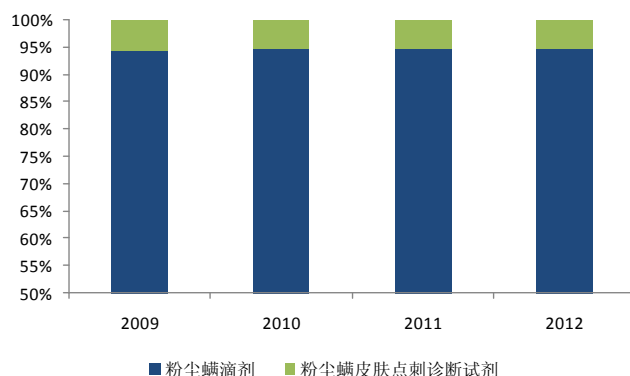


图 6: 毛利率和净利率



数据来源: 公司招股书、安信证券研究中心

图 7: 收入构成



数据来源: 公司招股书、安信证券研究中心

2010 年~2013H1, 公司应收账款周转率分别为 3.16、3.62、3.51 和 1.67 次, 主要系公司对客户保持了相对稳定的信用政策, 客户信用良好。2010~2012 年, 同行业可比公司应收账款周转率均值分别为 7.96、7.90、6.90 次, 应收账款周转率较低于同行业可比上市公司平均水平, 这主要是因为报告期公司正处于业务的快速扩张期, 销售收入增长较快, 导致各期末信用期内的应收账款偏高。

2010 年~2013H1, 公司存货周转率分别为 1.54、1.57、1.57 和 0.63 次, 同行业可比公司 2010~2012 年存货周转率均值为 2.34、2.37、2.27 次, 公司存货周转率相对较低, 主要由于公司产品生产所需的主要原材料粉尘螨系由公司自行培养, 一般粉尘螨培养周期为 5~6 个月, 其生产周期较长, 根据产品生产工艺的需要, 公司保持一定数量的在产品 and 自制半成品所致。

表 5: 公司主要财务指标 (% , 次)

指标		2010	2011	2012	2013H
盈利能力	毛利率	90.41%	93.73%	94.88%	96%
	净利率	31.02%	36.12%	36.45%	35.96%
	净资产收益率	15.20%	34.17%	34.81%	16%
成长能力	主营收入增长率	58.60%	73.91%	42.98%	-
	净利润增长率	75.07%	102.46%	44.29%	-
运营能力	存货周转率	1.54	1.57	1.57	0.63
	应收账款周转率	3.16	3.62	3.62	1.67
偿债能力	流动比率	3.50	5.61	16.93	17.49
	速动比率	3.29	5.34	16.3	16.83
	资产负债率	18.18%	13.30%	5.09%	4.75%

数据来源: 公司招股书、安信证券研究中心

## 5. 募投项目分析

本次发行所募集资金将分别用于以下项目：

**表6：募集资金投向（单位：万元）**

序号	项目名称	募集资金投资额（万元）	2014 投资额（万元）	2015 投资额（万元）	2016
1	年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目	11,427.52	5,530.24	5,897.28	
2	变应原研发中心技术改造项目	4,429.32	1,431.42	2,997.90	企业自筹
3	营销网络扩建及信息化建设项目	3,095.61	2,713.21	382.4	
	合计	18,952.45	9,674.87	9,277.58	

数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

### 5.1. 年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目

本项目为年产 300 万支“粉尘螨滴剂”技术改造项目，总投资 11,427.52 万元，其中建设投资 10,535.14 万元，铺底流动资金 892.38 万元。项目达产后，“粉尘螨滴剂”每年产能将新增 300 万支。项目建设周期为 26 个月，预计年均销售收入为 21,375.00 万元，年均总成本费用 14,668.88 万元，年均所得税后利润 4,759.97 万元，内部收益率（税后）34.23%，投资回收期（税后）4.80 年，财务净现值（税后）14,843.60 万元，投资利润率 46.98%。

### 5.2. 变应原研发中心技术改造项目

研发中心将分为变应原原料中心、检测抗体开发中心、蛋白纯化中心、标准化中心和样品试制中心五大部分。建设周期为 18 个月，项目总投资 4,429.32 万元，其中建设投资 4,129.32 万元，铺底流动资金 300 万元。

### 5.3. 营销网络扩建及信息化建设项目

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，但目前公司营销网络尚未能覆盖足够多的医院，尤其是为数众多的县级医院开拓不够，部分县级市场未能进行深度开发。为了及时把握市场变化，抓住市场机遇，公司急需建立企业营销网络信息系统。公司计划在全国建立华东、华北、华中、华南四个大区办事处，建立 21 个省级办事处，建立 40 个地级办事机构，项目总投资为 3,095.61 万元，其中：营销网络投资为 2,522.01 万元，信息化建设投资 573.60 万元，建设周期为 3 年。

## 6. 主要假设及盈利预测

### 6.1. 主要假设

公司主营产品价格平稳，毛利率处于稳定状态；

募投项目进展顺利，预计 2015 年能够投产。

### 6.2. 盈利预测

基于主要假设，我们预计公司 2013-15 年的收入增速分别为 32.6%、29.1%与 24.4%，净利润增速分别为 33.4%、25.1%与 24.6%，2013/14 年净利润 0.71/0.89 亿元，上市首日价格在 24.06-28.87 元，对应 2014 年 27-32.4 倍的动态市盈率。

表 7: 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分产品收入	2012A	2013E	2014E	2015E
粉尘螨滴剂 (万元)	13942.60	18668.70	24269.31	30336.64
增速	42.93%	33.90%	30.00%	25.00%
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂 (万元)	809.13	890.04	979.05	1076.95
增速	45.72%	10.00%	10.00%	10.00%
收入合计 (万元)	14,751.73	19,558.75	25,248.36	31,413.60
增速	43.08%	32.59%	29.09%	24.42%
分产品成本	2012A	2013E	2014E	2015E
粉尘螨滴剂 (万元)	713.86	746.75	970.77	1213.47
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂 (万元)	42.64	44.50	48.95	53.85
合计	756.50	791.25	1019.73	1267.31
分产品毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
粉尘螨滴剂	94.88%	96.00%	96.00%	96.00%
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂	94.73%	95.00%	95.00%	95.00%
总体毛利率	94.87%	95.95%	95.96%	95.97%

数据来源: 股数招股书、安信证券研究中心

## 7. 风险提示

产品单一的风险; 研发产品报批进度低于预期。

**财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月04日)**

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>103.2</b>	<b>147.5</b>	<b>195.6</b>	<b>252.5</b>	<b>314.1</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6.5	7.6	7.9	10.2	12.7	营业收入增长率	73.9%	43.0%	32.6%	29.1%	24.4%
营业税费	1.8	2.4	3.2	4.2	5.2	营业利润增长率	120.9%	46.6%	34.9%	24.8%	24.6%
销售费用	37.8	55.9	75.3	97.2	119.4	净利润增长率	102.5%	44.3%	33.4%	25.1%	24.6%
管理费用	14.7	20.4	28.4	35.3	40.8	EBITDA 增长率	117.4%	42.1%	40.1%	41.7%	34.6%
财务费用	0.3	-0.1	-0.6	3.9	9.5	EBIT 增长率	130.6%	45.2%	34.1%	30.7%	28.9%
资产减值损失	0.9	1.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	111.6%	42.7%	32.6%	31.8%	29.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.6%	22.4%	115.2%	83.7%	43.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	41.1%	42.1%	24.8%	33.7%	31.4%
<b>营业利润</b>	<b>41.2</b>	<b>60.4</b>	<b>81.4</b>	<b>101.6</b>	<b>126.6</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.8	3.0	3.0	4.0	5.0	毛利率	93.7%	94.9%	96.0%	96.0%	96.0%
<b>利润总额</b>	<b>43.9</b>	<b>63.4</b>	<b>84.4</b>	<b>105.6</b>	<b>131.6</b>	营业利润率	39.9%	40.9%	41.6%	40.3%	40.3%
减:所得税	6.7	9.6	12.7	15.8	19.7	净利润率	36.1%	36.5%	36.7%	35.6%	35.6%
<b>净利润</b>	<b>37.3</b>	<b>53.8</b>	<b>71.8</b>	<b>89.8</b>	<b>111.9</b>	EBITDA/营业收入	43.3%	43.1%	45.5%	49.9%	54.0%
						EBIT/营业收入	40.2%	40.8%	41.3%	41.8%	43.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	130	89	135	270	395
货币资金	42.0	64.1	15.6	20.2	25.1	流动营业资本周转天数	122	133	132	129	124
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	267	280	201	134	130
应收帐款	36.0	49.9	65.3	79.2	90.3	应收帐款周转天数	105	108	111	108	102
应收票据	12.2	14.1	1.1	2.1	3.4	存货周转天数	14	12	9	8	9
预付帐款	0.2	1.8	3.3	5.2	7.6	总资产周转天数	450	413	411	511	639
存货	4.6	5.0	5.2	6.7	8.3	投资资本周转天数	294	259	338	508	643
其他流动资产	-	-	-6.6	-9.2	-12.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	29.2%	29.6%	31.7%	29.7%	28.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	25.3%	28.1%	28.0%	19.5%	17.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	51.5%	56.3%	61.0%	37.3%	26.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	36.3	36.3	110.9	267.5	421.8	销售费用率	36.6%	37.9%	38.5%	38.5%	38.0%
在建工程	0.3	2.5	25.0	34.0	53.6	管理费用率	14.3%	13.8%	14.5%	14.0%	13.0%
无形资产	5.0	4.9	18.5	36.0	56.9	财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.3%	1.6%	3.0%
其他非流动资产	1.0	1.3	17.5	18.8	-0.2	三费/营业收入	51.2%	51.7%	52.7%	54.1%	54.0%
<b>资产总额</b>	<b>147.2</b>	<b>191.1</b>	<b>255.8</b>	<b>460.4</b>	<b>654.0</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	10.0	-	25.6	154.2	253.1	资产负债率	13.3%	5.1%	11.5%	34.3%	39.2%
应付帐款	2.9	3.1	3.3	4.2	5.2	负债权益比	15.3%	5.4%	13.0%	52.1%	64.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.61	16.93	2.90	0.66	0.47
其他流动负债	4.1	4.9	0.1	0.1	0.1	速动比率	5.34	16.30	2.72	0.61	0.44
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	132.90	-464.19	-127.32	26.90	14.38
其他非流动负债	2.7	1.8	0.5	-0.8	-2.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>19.6</b>	<b>9.7</b>	<b>29.5</b>	<b>157.7</b>	<b>256.2</b>	DPS(元)	-	-	0.11	0.13	0.17
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	90.0	90.0	101.0	101.0	101.0	股息收益率					
留存收益	37.6	91.4	125.4	201.7	296.8						
<b>股东权益</b>	<b>127.6</b>	<b>181.4</b>	<b>226.4</b>	<b>302.7</b>	<b>397.8</b>						

**现金流量表**

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	37.3	53.8	71.8	89.8	111.9	EPS(元)	0.41	0.60	0.71	0.89	1.11
加:折旧和摊销	3.2	3.3	8.2	20.5	33.6	BVPS(元)	1.42	2.02	2.24	3.00	3.94
资产减值准备	0.9	-	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.5	0.3	-0.6	3.9	9.5	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-23.9	-18.0	-4.5	-11.6	-8.3	CAGR(%)	34.1%	27.7%	25.1%	25.1%	25.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-</b>	<b>41.2</b>	<b>74.8</b>	<b>102.6</b>	<b>146.6</b>	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-4.0	-	-135.0	-210.0	-215.0	ROIC/WACC	10.3	11.3	12.2	7.5	5.3
融资活动产生现金流量	-0.5	-11.9	26.5	111.2	72.7	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

吴永强、邹敏、陈宁浦分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

www.jztz.com  
中国价值投

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

