

我武生物(300357)新股分析报告

国内尘螨脱敏治疗药物龙头企业

投资要点

- **尘螨脱敏用药细分市场龙头企业, 享行业增长红利:** 公司是一家专业从事过敏性疾病诊断及治疗产品的研发、生产和销售的高科技生物制药企业。2010年-2012年营业收入分别为5932.77万、10317.63万、14751.73万, 3年复合增长率达到了57.69%。13年半年收入为8764.90万, 同比增长57.67%。11年、12年净利润分别为3726.47万、5377.38万, 同比增长分别为102.46%、44.30%。
- **拳头产品粉尘螨滴剂占市场第一份额:** 国内12年尘螨引起的过敏性疾病的脱敏药物市场规模达到3.34亿元, 2008年~2012年的年复合增长率达到40.78%。目前上市同类药品形成三足鼎立, 公司粉尘螨滴剂(国内唯一舌下脱敏药物, 质优价廉)占第一市场份额, 12年占比61.27%; 12年销售收入1.39亿, 占公司收入比重94.52%。我们认为: 公司积极建设销售网络, 在加大销售力度和做细市场份额的驱动下, 行业领先地位将得到巩固。另外核心产品在海外(如韩国、马来西亚、泰国等)大举开发新市场。
- **在研产品丰富, 核心竞争力强:** 目前2个产品处于临床II期、2个产品处于临床I期、1个产品申请了临床试验批件。公司拳头产品粉尘螨滴剂在未来可能会受到泰格医药的屋粉尘螨变应原舌下滴剂的冲击, 但是公司II期临床中的尘螨合剂可以构成护城河, 有效的缓解市场压力; I期临床产品黄花蒿粉滴剂未来主要覆盖北方地区脱敏药物市场与粉尘螨滴剂的南方脱敏药物市场形成地域和季节的互补; 公司的后续产品梯队奠定了公司未来5年内在行业的领先地位基础。
- **募投项目:** 粉尘螨滴剂生产线产能利用率连续两年超过100%。募投资金60.30%投向年产300万支粉尘螨滴剂技术改造项目, 建成投产后将新增产能300万支, 达到420万支。预计项目建成后每年新增净利润4759.97万。
- **盈利预测:** 我们预计公司2013-2015年的营业收入分别为2.03亿元、2.65亿元和3.56亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为0.72亿元、0.90亿元和1.07亿元, 同期EPS分别为0.72元、0.89元、1.07元, 对应2013年、2014年PE分别为40.22倍、29.59倍, 对应股价约26.34-28.96元。
- **风险提示:** 1) 募投项目折旧影响企业盈利水平; 2) 国内同类产品的激烈竞争; 3) 海外市场开发缓慢。

| 指标年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 147.52 | 202.75 | 264.77 | 335.65 |
| 增长率 | 42.98% | 37.44% | 30.59% | 26.77% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 53.77 | 72.26 | 89.75 | 106.89 |
| 增长率 | 44.30% | 34.38% | 24.21% | 19.10% |
| 每股收益EPS(元) | 0.532 | 0.715 | 0.889 | 1.058 |
| 净资产收益率ROE | 147.52 | 202.75 | 264.77 | 335.65 |
| PE | — | 40.22 | 29.59 | 23.54 |
| 综合毛利率 | 94.88% | 95.78% | 95.80% | 95.82% |

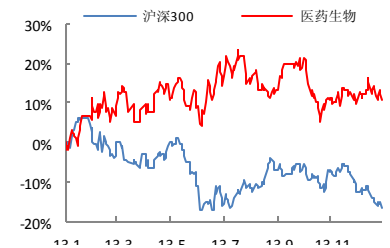
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

| | |
|-----------------------------|-------|
| 发行前总股本(万股) | 9000 |
| 本次发行(万股) | 2525 |
| 发行后总股本(万股) | 10100 |
| 2013年每股收益(摊薄后)(元) | 0.78 |
| 2013年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元) | 0.76 |

主要指标(2013H)

| | |
|-----------------|-------|
| 每股净资产(元) | 2.79 |
| 毛利率(%) | 96.00 |
| 流动比率(倍) | 17.49 |
| 速动比率(倍) | 16.83 |
| 应收账款周转率(次) | 1.67 |
| 资产负债率(合并报表)(%) | 4.75 |
| 净资产收益率(加权平均)(%) | 16.00 |

相关研究

目 录

| | |
|-------------------------|----|
| 一、公司概况..... | 1 |
| （一）公司简介..... | 1 |
| （二）股权结构..... | 1 |
| 二、公司产品梯队较为完善..... | 2 |
| （一）粉尘螨滴剂..... | 3 |
| （二）粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒..... | 9 |
| （三）主要在研产品..... | 10 |
| 三、公司财务..... | 12 |
| （一）公司财务情况分析..... | 12 |
| （二）公司控股子公司及孙公司财务情况..... | 14 |
| （三）销售网络建设..... | 14 |
| 四、募投项目分析..... | 14 |
| 五、估值分析及投资建议..... | 16 |
| 六、风险提示..... | 17 |

插图目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构..... | 1 |
| 图 2: 过敏性疾病发病机理..... | 4 |
| 图 3: 历年我国过敏性疾病用药市场销售规模..... | 5 |
| 图 4: 历年我国尘螨脱敏治疗药物市场销售规模..... | 6 |
| 图 5: 历年我国尘螨脱敏治疗药物市场份额情况..... | 6 |
| 图 6: 粉尘螨历年销售收入、增长率和占总收入比重..... | 8 |
| 图 7: 粉尘螨历年毛利额、毛利率和占总毛利的比重..... | 8 |
| 图 8: 公司历年收入地区贡献率..... | 9 |
| 图 9: 13 年上半年收入地区贡献率..... | 9 |
| 图 10: 试剂盒相关产品历年收入、增长率和占总收入比重..... | 10 |
| 图 11: 试剂盒相关产品历年毛利额、毛利率和占总毛利比重..... | 10 |
| 图 12: 公司营业收入及增长率..... | 12 |
| 图 13: 公司毛利润及增长率..... | 12 |
| 图 14: 公司历年销售费用、增长速度和占营业收入比重..... | 13 |
| 图 15: 历年公司管理费用、增长率和占营业收入比重..... | 13 |
| 图 16: 历年公司研发费用、增长率和占管理费用比重..... | 13 |

表格目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 公司已经获得专利及在申请中的专利..... | 2 |
| 表 2: 公司上市主要产品..... | 3 |
| 表 3: 国内产品比较..... | 7 |
| 表 4: 未来短期竞争产品..... | 8 |
| 表 5: 公司在研产品线..... | 10 |
| 表 6: 可比上市公司销售费用统计情况..... | 13 |
| 表 7: 2012 年公司控股子公司和孙公司情况..... | 14 |
| 表 8: 募投项目..... | 15 |
| 表 9: 历年公司粉尘螨滴剂产能利用率和产销率..... | 15 |
| 表 10: 可比公司估值情况..... | 17 |

一、公司概况

（一）公司简介

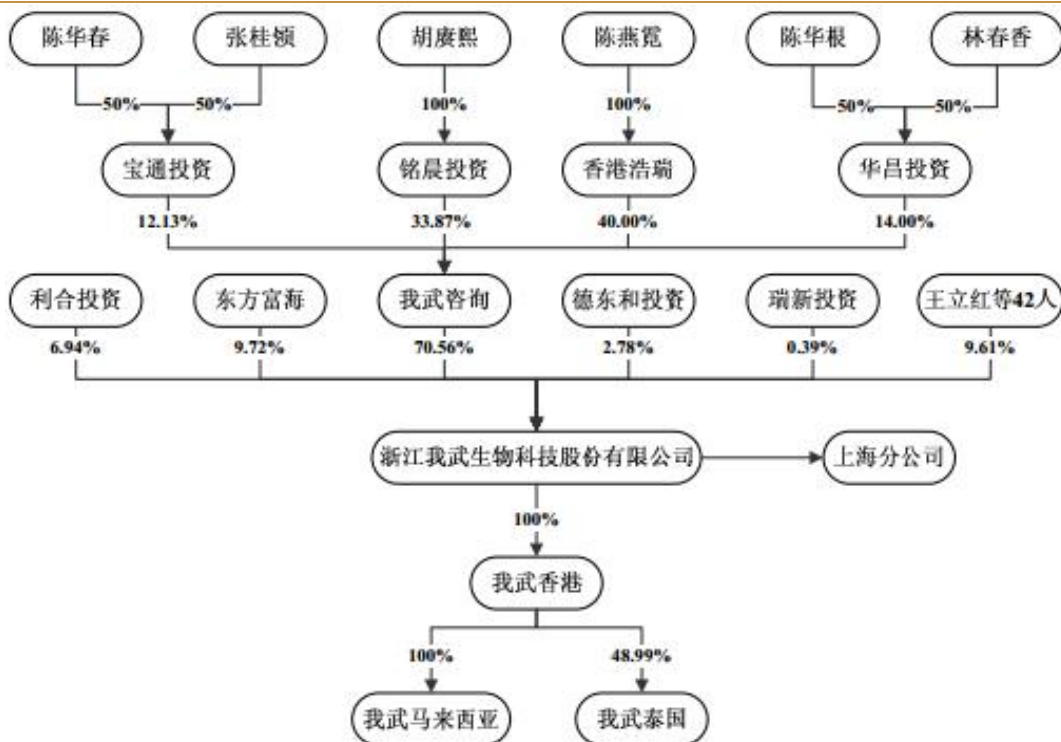
浙江我武生物科技股份有限公司创建于 2002 年，是一家专业从事过敏性疾病诊断及治疗产品的研发、生产和销售的高科技生物制药企业。总部位于浙江德清。2014 年 1 月，公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市（股票代码：300357）。

公司前身系成立于 2002 年 9 月的浙江我武生物科技有限公司。2010 年 12 月，整体改制成为股份有限公司，注册资本 9000 万元。2014 年 1 月于深圳创业板上市，发行 2525 万股人民币普通股，其中 1425 股为老股转让；发行价格为 20.05 元，对应 12 年摊薄市盈率为 39.31 倍，低于 14 年 1 月初创业板生物科技加权平均行业静态市盈率 49.70 倍。

（二）股权结构

公司控股股东为浙江我武管理咨询有限公司，持股 6350 万股，占比 70.56%。公司实际控制人为胡赓熙、陈燕霓夫妇，间接控制公司 70.56% 的股份，对公司具有绝对控制权（实际控股 52.12%）。本次发行后，胡赓熙、陈燕霓夫妇将间接控制公司 52.92% 的股份，仍处于绝对控股的地位。

图 1：公司股权结构



数据来源：招股说明书、西南证券

二、公司产品梯队较为完善

公司在 2002 年成立以来一直致力于脱敏创新药物的研制,开发出一系列脱敏药物,多项产品填补了国内领域的空白,由此公司也成长为技术领先的国内脱敏药物行业龙头。目前公司拥有包括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在内的核心技术,并且已获国内发明专利 12 项、国内实用新型专利 1 项、欧洲专利 1 项、美国专利 1 项和日本专利 1 项,正在申请的国内发明专利 2 项。

表 1: 公司已经获得专利及在申请中的专利

| 专利类型 | 专利名称 | 授权/申请日期 | 专利号 | 公开号 | 申请人 | 专利期限 |
|------|--------------------------------------|------------|----------------|---------------|-----|------|
| 实用新型 | 一种斑贴装置 | 2013.01.09 | CN201220200735 | CN202654161 U | 发行人 | 10 年 |
| 发明 | 一种稳定的含有变应原的膜剂药物组合物及其制备方法 | 2011.05.11 | CN201010122347 | CN102048712A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种稳定的含有蒿属花粉变应原的药物组合物及其制备方法 | 2010.12.08 | CN200910147470 | CN101905022A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种光纤生物传感器探头及其制备方法和应用 | 2010.06.23 | CN200810203831 | CN101750483A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种重组人血清白蛋白与干扰素 α 融合蛋白的药物组合物 | 2012.11.21 | CN200810215775 | CN101664378B | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种制备重组人血清白蛋白与干扰素 α 融合蛋白的方法 | 2012.11.21 | CN200810215776 | CN101665798B | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 植物种子胚的蛋白提取物的应用及其组合物 | 2009.10.14 | CN200810035935 | CN101555270A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种酸性缓冲液在稳定花粉变应原活性中的应用 | 2009.08.05 | CN200810033473 | CN101496901A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 用于变应原活性测定的标准血清混合物的制备方法及其用途 | 2009.12.02 | CN200780046311 | CN101595389A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 植物种子蛋白提取物及应用 | 2008.04.23 | CN200610117238 | CN101164622A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种变应原保护剂 | 2009.08.05 | CN200810033474 | CN101496902A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 尘螨合剂 | 2006.10.04 | CN200610023159 | CN1840189A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 尘螨合剂 | 2009.09.09 | CN200610023159 | CN100536918C | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 用于治疗过敏性疾病的药物及其制备方法 | 2004.04.28 | CN02137621 | CN1491723A | 胡麋熙 | |
| 发明 | 用于治疗过敏性疾病的药物组合物及其制备方法 | 2006.10.04 | CN200510110142 | CN1840190A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 抗 HhRNP A2/B1 抗原的单克隆抗体,其制备方法及应用 | 2004.12.08 | CN200310109548 | CN1552736A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 类胰高血糖素肽-1 融合蛋白及其制备和用途 | 2007.05.16 | CN200510110143 | CN1962695A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | アレルギーの効力を測定するための標準化血清混合物の調製方法およびその使用 | 2010.04.22 | JP2009540583 | JP2010512520A | 发行人 | 20 年 |
| 发明 | 一种皮炎诊断贴剂及其制备方法 | 受理 | 201210190082.1 | | 发行人 | |
| 发明 | 一种含有漆酚的皮炎诊断贴剂及其制备方法 | 受理 | 201210189389.X | | 发行人 | |

数据来源: 国家知识产权局、西南证券

目前公司已获准上市的产品包括适应症为粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的舌下含服脱敏药物“粉尘螨滴剂”（商品名：畅迪）和辅助诊断因粉尘螨引起的 I 型变态反应性疾病的体内诊断用生物制品“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（商品名：畅点）。在研的产品包括处于临床前阶段的“多指标变应原皮肤点刺诊断试剂盒”，正在申请药物临床试验批件的“皮肤诊断贴剂”，临床实验中的“尘螨合剂”、“黄花蒿粉滴剂”和已完成临床试验的“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”。另外上市的粉尘螨滴剂已获准开展粉尘螨过敏引起的特异性皮炎和过敏性结膜炎新适应症的临床试验。

表 2：公司上市主要产品

| 商品名称 | 商品名 | 批准文号 | 剂型 | 规格 | 适应症 | 作用 | 状态 |
|--------------|-----|----------------|--------|---|----------------------------------|--|-----|
| 粉尘螨滴剂 | 畅迪 | 国药准字 S20060012 | 滴剂 | 滴剂 1 号、2 号、3 号、4 号、5 号蛋白浓度分别为 1ug/ml、10ug/ml、100ug/ml、333ug/ml、1000ug/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。 | 与舌下黏膜中的抗原呈递细胞接触，调节 Th1/Th2 淋巴细胞之间的免疫平衡，并诱导 B 淋巴细胞产生阻断性抗体 sIgG，发挥免疫调节，产生免疫记忆。 | 已上市 |
| 粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒 | 畅点 | 国药准字 S20080010 | 皮肤点刺试剂 | 粉尘螨点刺液的蛋白浓度 1.0mg/ml; 阳性对照组的磷酸组胺浓度为 1.70mg/ml; 阴性对照仅含有甘油和生理盐水 | 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。 | 粉尘螨变应原与皮肤的肥大细胞上特异性抗体 IgE 结合，使肥大细胞脱颗粒释放组胺等炎症介质，局部血管扩张，介质渗出形成风团，红晕。对变应原的敏感程度与组胺的释放和风团反应呈正相关。 | 已上市 |

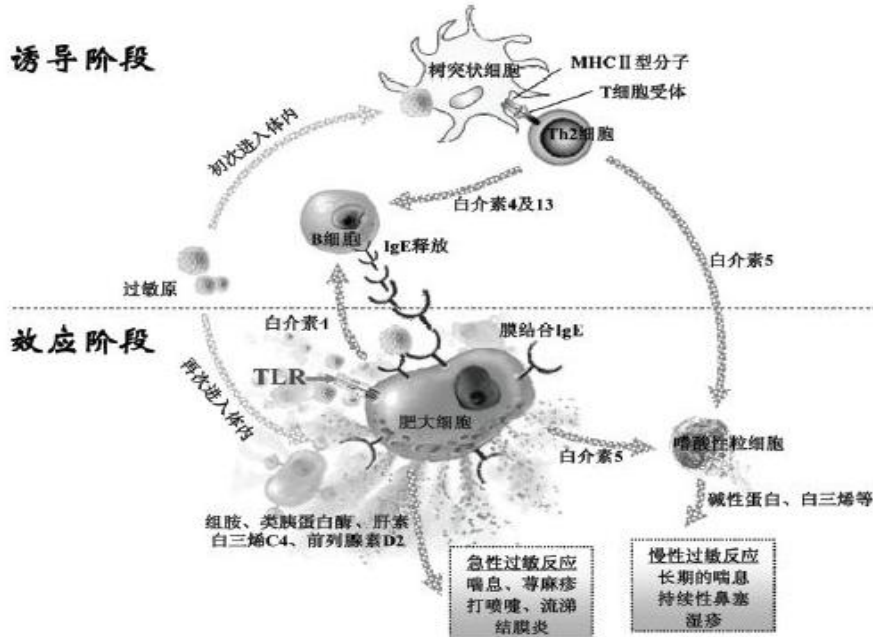
数据来源：招股说明书、西南证券

（一）粉尘螨滴剂

1、过敏性疾病的概况

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，出现生理功能紊乱或组织细胞损伤的异常适应性反应。常见的过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特异性皮炎、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎等疾病。过敏性疾病经典发病机制通常可以分为：诱导阶段和效应阶段。

图 2: 过敏性疾病发病机理

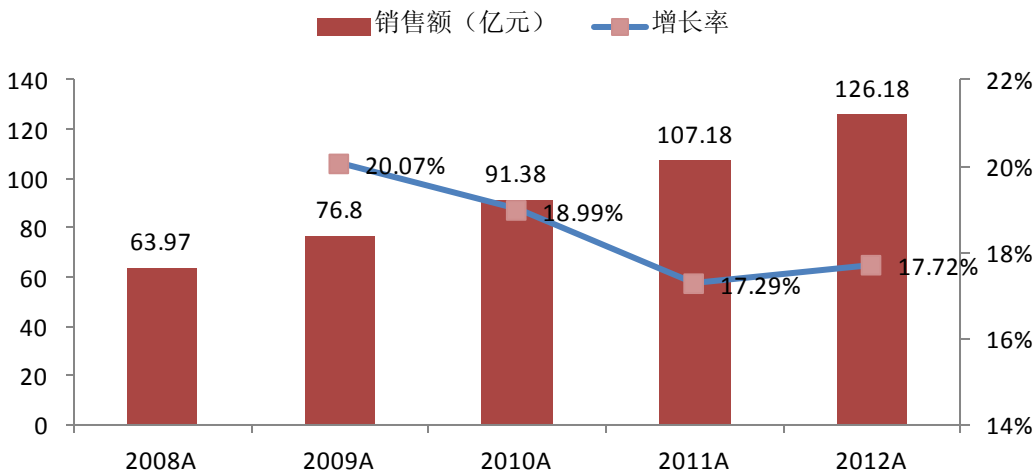


数据来源: 公开资料, 西南证券

过敏性鼻炎又称变应性鼻炎，系接触变应原后由 IgE 介导的炎症反应而引起的鼻部症状性疾病，症状包括鼻漏、鼻塞、和喷嚏，对患者的生活质量、睡眠、工作和学习有很大影响。过敏性哮喘是气道的慢性炎症疾病，环境中变应原引发的机体免疫应答产生的特异性 IgE 抗体是公认的哮喘发生媒介，许多细胞及细胞因子参与此过程的发生。这种慢性炎症引起气道高反应性，导致喘鸣、呼吸困难、胸闷、咳嗽的反复发作，严重者可合并呼吸性酸中毒，呼吸肌疲劳，甚至死亡。

2、国内外过敏性疾病脱敏药物增长迅速

2011 年 WHO 认为世界范围内 10%-30% 的成人和 40% 的儿童受到过敏性鼻炎的影响，全球过敏性鼻炎患者总数达到 4 亿人，而哮喘人数也达到 3 亿人之多，到 2025 年将达到 4 亿多，每年约 25 万人死于各种因素导致的哮喘。随着我国工业化程度的提高，2009 年 11 个中心城市中过敏性鼻炎的自报患病率约为 11%，其中儿童患病率高于成人；北京、重庆、广州三个城市的儿童过敏性鼻炎的患病率分别达到 14.46%、20.42% 和 7.22%。2004 年全球哮喘负担报告统计中国哮喘患病率约为 2.1%。北京、重庆和广州的儿童哮喘率分别达 3.15%、7.45% 和 2.09%。哮喘患者中，50% 以上的成人和 80% 以上的儿童皆是由于过敏因素造成的。由此可见，过敏性药物市场巨大，有众多潜在的患者；我国的过敏性疾病用药市场 2008-2012 年以 18.51% 的复合增长速度快速发展，2012 年单年达到了 126.18 亿，同比增长 17.72%。其中以氯雷他定、盐酸西替利嗪等为代表的化学药和伯克纳等皮质类固醇激素占据着市场半壁江山之多。

图 3: 历年我国过敏性疾病用药市场销售规模


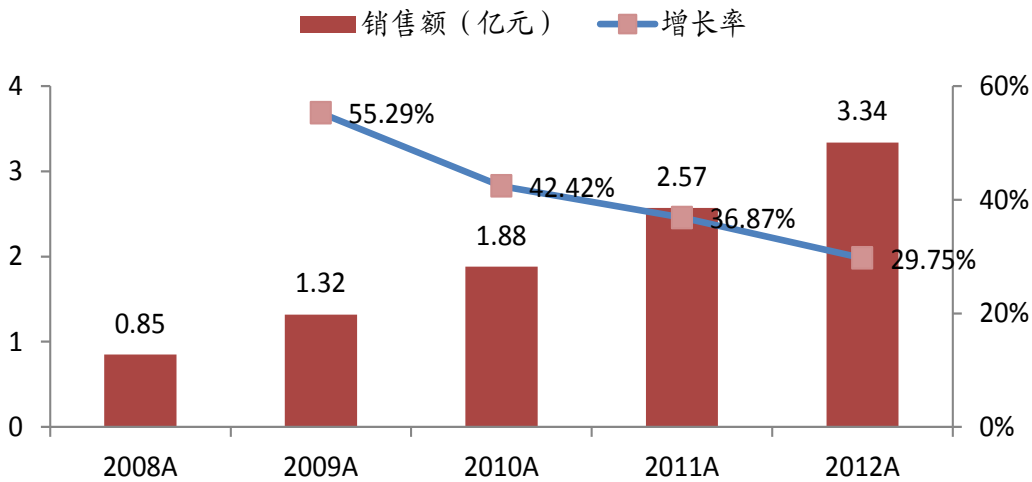
数据来源: 招股说明书, 西南证券

过敏性药物治疗方式主要分为暂时可缓解过敏症状的对症治疗药物和改变过敏性疾病发生途径的变应原脱敏药物, 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。”从治疗理论上讲脱敏药物可以从根本上降低或者根除患者对过敏原的敏感性, 故而脱敏药物有很好的市场潜力, 未来市场空间巨大。

2000-2010 年全球脱敏药物市场规模年均增长率为 8%, 其中皮下注射脱敏药物年均增长率为 4.5%, 舌下含服脱敏药物年均增长率为 16%, 市场占有率从 25% 大幅提高到 47%。2012 年全球脱敏治疗药物市场规模达到 8.45 亿欧元。主要药品生产商是 ALK 公司、Allergopharma 公司和 stallergenes 公司。三家公司的市场销售额比例分别为 30%、11%、28%, 中占比最大的 ALK 公司 2012 年脱敏药物销售额达到 2.53 亿欧元。

我国针对尘螨引起的过敏性疾病的脱敏药物市场 2008 年-2012 年的年复合增长率达到 40.78%, 明显高于整个过敏性疾病用药市场增长速度 17.72%。尽管增速较快, 但从绝对值来看, 尘螨脱敏治疗药物 2012 年的整体市场规模仅为 3.34 亿元, 占整个过敏性疾病用药市场份额的只有 2.65%, 国内脱敏治疗市场尚处于起步阶段。未来随着市场推广步伐的加快和患者对脱敏治疗认知的加深, 脱敏治疗药物的市场前景将非常广阔。我们预测到 2015 年国内尘螨脱敏治疗药物市场规模达到 6.25 亿。

图 4: 历年我国尘螨脱敏治疗药物市场销售规模

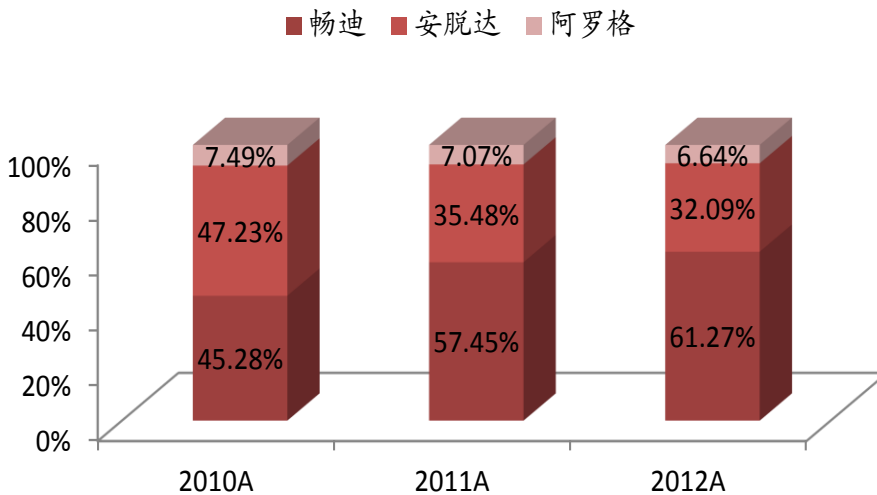


数据来源: 招股说明书、西南证券

3、尘螨脱敏治疗药物的市场竞争格局

目前国内市场尘螨脱敏治疗药物呈现三足鼎立势态: 有国产的公司的粉尘螨滴剂(畅迪)和进口的 ALK 公司的屋尘螨变应原制剂(安脱达)、Allergopharma 公司的螨变应原注射液(阿罗格), 其中公司的粉尘螨滴剂一家独大, 2012 年市场份额达到了 61.27%。

图 5: 历年我国尘螨脱敏治疗药物市场份额情况



数据来源: 招股说明书、西南证券

我们认为, 三家公司产品比较中可以看出公司的有明显的优势: 1)公司产品粉尘螨滴剂是目前国内市场上唯一的舌下含服粉尘螨脱敏药物,无创用药、操作简单,免于皮下注射; 2)从目前市场中标价格来看,粉尘螨滴剂全程花费约为 500 元,远低于屋尘螨变应原制剂全程 5300 元和螨变应原注射液全程 5400,价格亲民,更易于患者接受; 3)粉尘螨滴剂便于运输保存,只要求遮光密闭,不高于 20 摄氏度,而其他两种产品要求低温保存(2-8 摄氏度); 4)国内粉尘螨过敏患者比例高于户尘螨过敏患者比例,粉尘螨滴剂专注于粉尘螨过

敏适应症，虽然有研究表明粉尘螨和屋尘螨变应原存在高度的交叉反应，但是适应症更明确，安全性更高，故而和粉尘螨滴剂产品属性上竞争比较强的是唯一 CFDA 批准用于特异性免疫治疗的双螨制剂-螨变应原注射液。综合以上粉尘螨滴剂的各种优势，我们有理由相信粉尘螨滴剂在国内脱敏药物市场上，特别是由于粉尘螨过敏所致疾病治疗领域上走的更远，做得更强，市场占比更高。

表 3: 国内产品比较

| 商品名 | 畅迪 | 安脱达 | 阿罗格 |
|--------|--|--|---|
| 生产商 | 我武生物 | ALK 公司 | Allergopharma |
| 国内上市时间 | 2006 年 | 2004 年 | 1999 年 |
| 最新批准文号 | S20060012 | S20090047 | S20130082 |
| 剂型 | 滴剂 | 注射液 | 注射剂 |
| 成分 | 粉尘螨代谢培养基生理盐水浸出液 | 混悬液系螨变应原提取物 | 变应原提取物 |
| 规格 | 5 个型号，蛋白浓度分别为蛋白浓度 1ug/ml、10ug/ml、100ug/ml、333ug/ml、1000ug/ml。 | 5ml/瓶 × 瓶/盒， 100,1000,10000,100000SQ-U/ml | 5,50,500,5000TU/ml,4.5ml/瓶 |
| 适应症 | 用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性鼻炎哮喘的脱敏治疗。 | 有屋尘螨致敏史的 IgE 介导的轻中度过敏性鼻炎哮喘或过敏性鼻炎患者的脱敏治疗。 | 吸入性变应原诱发、IgE 介导的过敏性鼻炎、过敏性结膜炎、支气管哮喘的脱敏。是唯一 SFDA 批准用于特异性免疫治疗的双螨制剂。 |
| 机制 | 与舌下黏膜中的抗原呈递细胞接触，调节 Th1/Th2 淋巴细胞之间的免疫平衡，并诱导 B 淋巴细胞产生阻断性抗体 sIgG，发挥免疫调节，产生免疫记忆。 | 本品为大分子量蛋白的混合物，吸附在氢氧化铝上，从而达到缓慢释放，长久刺激免疫系统。抑制 T 淋巴细胞和嗜酸性粒细胞在靶器官的聚集，可见 TH2 细胞因子的产生向 TH1 细胞因子的转移。另外 IL-10 的合成增加，可能导致 T 淋巴细胞无反应性。最后，从周围嗜碱性粒细胞释放的组胺减少，是再循环嗜碱性粒细胞数目减少的结果。 | 变应原提取物是大分子量物质的复合物，含有的变应原是蛋白和糖蛋白；吸附在氢氧化铝上，从而达到长效和缓慢释放。皮下注射时，其活性成分主要由皮肤 APC、树突细胞和巨噬细胞吸收，利用和呈递于 T 和 B 淋巴细胞。这些细胞也重要的参与变应原的消除。 |
| 使用方法 | 舌下含 1 分钟后吞服，每日一次。 | 皮下注射，必须有专业人员进行，根据不同的患者反应调整剂量。 | 皮下注射，必须有专业人员进行，根据不同的患者反应调整剂量。 |
| 安全性 | 副作用小，发生概率低 | 副作用大。 | 5 岁以下幼儿慎用，副作用大。 |
| 中标价格 | 5 个型号分别约为 36 元、45 元、52 元、111 元、139 元 | 全疗程约 5300 元 | 全疗程约 5400 元 |

数据来源：CFDA、西南证券

4、粉尘螨滴剂的潜在市场竞争品种

随着中国医药市场成为世界第二大市场和医药科学技术的发展，国内外的医药公司都虎视眈眈中国医药市场的这块蛋糕。公司未来市场潜在的市场竞争者对公司业绩发展也是有一定阻力的。

我们认为：未来一两年内公司强有力的竞争者将获得上市批准的屋粉尘螨变应原舌下滴剂拥有公司杭州泰格医药科技股份有限公司，原因有以下几个方面：1) 屋粉尘螨变应原舌下滴剂是粉尘螨和屋尘螨脱敏治疗二合一的舌下滴剂，打破公司舌下滴剂的市场垄断且不需要诊断试剂盒的配伍；2) 屋粉尘螨变应原舌下滴剂由泰格医药国内生产，由于国内原料和价格的低廉，预计价格上会对公司产生竞争；3) 泰格医药 12 年申请上市，预计今年会得到批复。

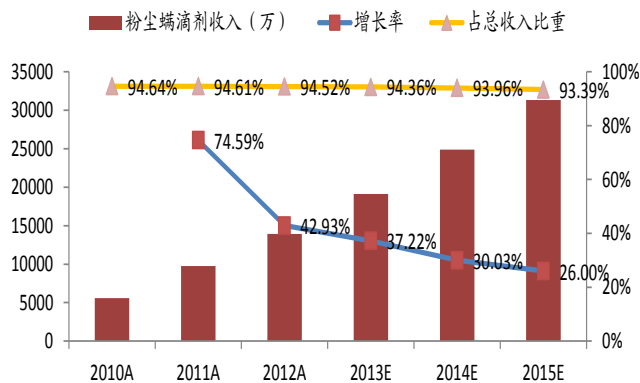
表 4: 未来短期竞争产品

| 礼品 | 粉尘螨变应原舌下滴剂 | 屋尘螨变应原舌下滴剂 | 粉尘螨变应原舌下滴剂 | 屋尘螨变应原舌下滴剂 |
|-----------|-------------|-----------------------------|---|-------------------------|
| 公司 | ALK公司 | ALK公司 | 北京欧亚康桥商贸有限公司 | 杭州泰格医药科技股份有限公司 |
| CFDA 申请时间 | 2006 年 | 2012 年 | 2005 年 | 2012 年 |
| 临床实验批件受理号 | JXSL0600001 | JXSL1200075、 JXSL1200076 | JXSL0500020、 JXSL0500021、JXSL0500022 | — |
| 上市注册申请受理号 | — | — | — | JXSS1200006、JXSS1200007 |

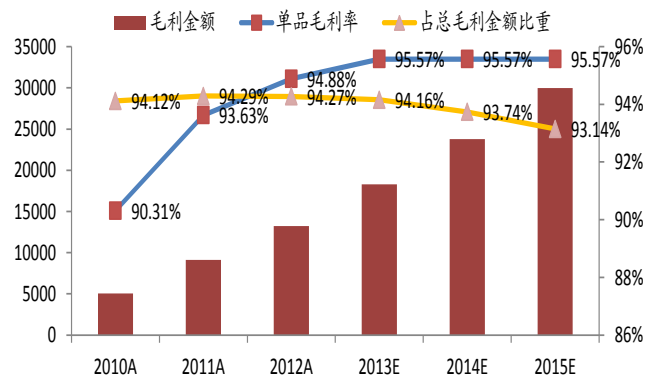
数据来源：CFDA，西南证券

5、粉尘螨滴剂的销售情况分析

粉尘螨滴剂作为公司现有产品的主要产品，2010-2012 年销售收入分别为 5587.29 万、9755.11 万、13942.6 万，占公司营业收入 94.64%、94.61%、94.52%，11 年、12 年同比增长 74.59%、42.93%。2012 年粉尘螨滴剂毛利率为 94.88%，对公司综合毛利贡献比例多大 94.27%，毫无疑问是公司销售重中之重的产品。基于现有的市场格局、国内尘螨脱敏治疗药物市场的扩大和 14 年泰格医疗的屋粉尘螨变应原舌下滴剂有可能上市，我们预计：其 13 年、14 年同比增长 37.22%、30.03%，销售将达 19132.04 万、24877.39 万。

图 6: 粉尘螨历年销售收入、增长率和占总收入比重


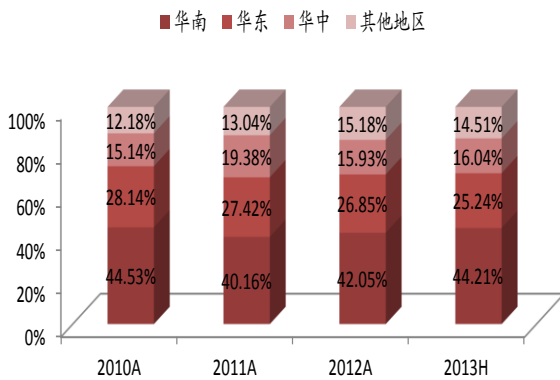
数据来源：招股说明书，西南证券

图 7: 粉尘螨历年毛利额、毛利率和占总毛利的比重


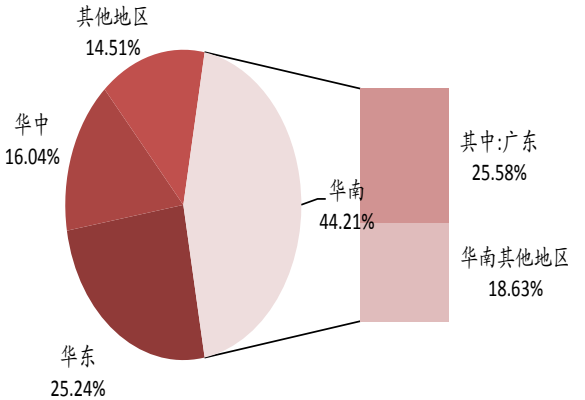
数据来源：招股说明书，西南证券

公司营业收入地区分析主要集中在南方地区，比例高达 85%左右。以 2013 年半年销售为例，华南占 44.21%、华东 25.24%、华中 16.04%、其他地区 14.51%，其中单独省份广东为甚高达 25.58%。粉尘螨滴剂 13 年销售收入占公司半年营业收入比例为 95.27%，分析流行病学我们可知粉虫螨适宜的生存条件是 20-30 摄氏度，相对湿度为 70%-80%，夏秋季一般为粉尘螨繁殖的旺季，所引起的过敏性疾病一般也在下半年多发；而南方地区特别是低纬度地区更时候粉虫螨生存，所以南方地区成为粉尘螨滴剂主要销售地区。可以推测公司

现有的销售网络主要集中在南方地区，未来公司应该加强相对湿度较高的西南地区销售网络的建设和，以期给粉尘螨滴剂的增长贡献一份动力。

图 8：公司历年收入地区贡献率


数据来源：招股说明书、西南证券

图 9：13 年上半年收入地区贡献率


数据来源：招股说明书、西南证券

流行病学调查显示，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，例如欧洲和北美地区的豚草、葎草和北艾以及日本的柳杉等。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变应原。从地域分布上来看对蒿属花粉过敏的患者比例呈现北方高南方低的区域特征，虽然公司目前上市的产品主要覆盖南方区域，但是公司的在研产品黄花蒿粉滴剂已经进入 I 期临床试验阶段，相信在不久的未来将弥补公司产品北方地区的空白，改变目前产品季节性和区域性销售的风险，拓展公司在脱敏药物市场的份额，增厚公司的损益表。

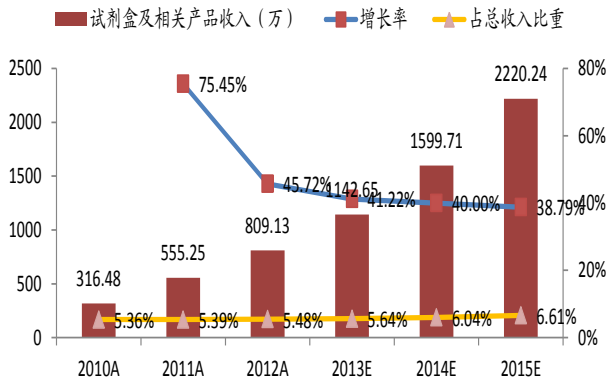
（二）粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒

粉尘螨滴剂主要的适应症是粉尘螨所致的过敏性鼻炎和过敏性哮喘。病因学显示粉尘螨和屋尘螨都可以引起过敏性鼻炎和过敏性哮喘，变应原蛋白结构之间有很高的相似性，且存在很高的交叉反应，但是两者致病的具体病理学机制、参与的生物学分子还是有一定区别的，这就导致不同的变应原所致的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏药物的选择、使用方法、使用剂量有所不同，临床追求能够实现对症下药，明确药物的适应症。目前公司的脱敏药物产品粉尘螨滴剂，CFDA 明确的适应症是粉尘螨所致的过敏性鼻炎和过敏性哮喘，故而公司开发了粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒以实现过敏性鼻炎和过敏性哮喘不同病因的对症下药，对粉尘螨滴剂形成配伍，达到更好的疗效。与之相对应的是目前在国内上市的 ALK 公司的屋尘螨变应原制剂（安脱达）也相应的开发、配套销售了体内诊断产品满变应原皮肤点刺试剂盒（安刺）。

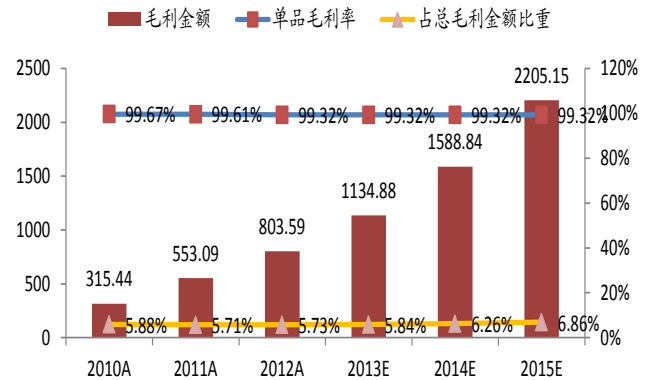
Allergopharma 公司在中国销售的螨变应原注射液因为是 CFDA 目前批准的唯一双螨制剂，故没有配套的诊断试剂盒。由此我们推断未来市场对于病因治疗二合一的双螨制剂的接受度更高，让人值得期待的是公司目前在研的产品尘螨合剂已经进入二期临床试验阶段。

粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒适应症是辅助诊断因粉尘螨引起的 I 型变态反应性疾病，其机制是螨变应原与皮肤肥大细胞上特异性抗体 IgE 结合，是肥大细胞脱颗粒释放组胺等炎症介质，致局部血管扩张，介质渗透形成风团、红晕；个体对变应原的敏感程度与组胺的释放量和风团反应大小呈现正相关。

粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒在公司营业收入中占比不大，2010-2012 年比例为 5.5%左右。12 年实现收入 809.13 万，同比增长 45.72%。但是此产品的毛利率很高，达到了 99%以上。我们预测粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒 13-15 年实现销售收入为 1142.65 万、1599.71 万、2220.24 万，同比增长 41.22%、40.00%、38.79%，毛利率一直保持高位约 99%。

图 10：试剂盒相关产品历年收入、增长率和占总收入比重


数据来源：招股说明书、西南证券

图 11：试剂盒相关产品历年毛利额、毛利率和占总毛利比重


数据来源：招股说明书、西南证券

（三）主要在研产品

公司目前在研产品线丰富，2 个产品处于临床 II 期，2 个产品处于临床 I 期，另 1 个产品申请了临床试验批件。

表 5：公司在研产品线

| 产品名称 | 注册证号 | 剂型 | 规格 | 适应症 | 进展 |
|--------|------------|----|-------------------------|------------------------------|--------|
| 尘螨合剂 | 2006L04782 | 滴剂 | 2ml/瓶，1号浓度为 0.75ug/ml | 用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗。 | II 期临床 |
| | 2006L04783 | | 2ml/瓶，2号浓度为 7.5ug/ml | | |
| | 2006L04784 | | 2ml/瓶，3号浓度为 75ug/ml | | |
| | 2006L04785 | | 2ml/瓶，4号浓度为 250ug/ml | | |
| | 2006L04786 | | 2ml/瓶，5号浓度为 750ug/ml | | |
| 黄花蒿粉滴剂 | 2012L02124 | 滴剂 | 2ml/瓶，0号生物活性 5BU/ml | 用于黄花蒿粉过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗。 | I 期临床 |
| | | | 2ml/瓶，1号生物活性 25BU/ml | | |
| | | | 2ml/瓶，2号生物活性 128BU/ml | | |
| | | | 2ml/瓶，3号生物活性 640BU/ml | | |
| | | | 2ml/瓶，4号生物活性 3200BU/ml | | |
| | | | 2ml/瓶，5号生物活性 16000BU/ml | | |
| 粉尘螨滴剂 | 2010L02847 | 滴剂 | 粉尘螨滴剂 1号；蛋白浓度 1ug/ml； | 因粉尘螨过敏引起的特应性皮炎与过敏性结膜炎新适应症。 | II 期临床 |
| | | | 粉尘螨滴剂 2号；蛋白浓度 10ug/ml； | | |
| | | | 粉尘螨滴剂 3号；蛋白浓度 100ug/ml； | | |
| | | | 粉尘螨滴剂 4号；蛋白浓度 | | |

| | | | | | |
|------------------|---------------|--------|---|-----------------------------------|----------------------------|
| | | | 333ug/ml; 粉尘螨滴剂 5号; 蛋白浓度 1000ug/ml; | | |
| 户尘螨皮肤点刺诊断 试剂盒 | 2006L01336 | 皮肤点刺试剂 | 每瓶 2ml | 辅助诊断因户尘螨致敏 引起的 I 型变态反应性疾 病。 | 已完成特 异性和灵 敏度临床 试验 |
| 皮炎诊断贴剂 | CXSL1100033 浙 | 贴剂 | 第 1 贴: 1*16 膜片/包, 第 2 贴: 1*15 膜片/包, | 用于 IV 型变态反应引起 的接触性皮炎诊断。 | 已申请临 床试验批 件 |

数据来源: 招股说明书, 西南证券

1、粉尘螨滴剂

公司已上市产品粉尘螨滴剂在因粉尘螨所致的过敏性鼻炎和过敏性哮喘脱敏药物领域有良好的市场表现, 为了做大、做强公司的拳头产品, 创造更大的营收。公司深挖产品的市场潜力; 目前针对粉尘螨滴剂脱敏治疗粉尘螨所致的过敏性皮炎和过敏性结膜炎的新适应症已经进入二期临床。如果能够成功上市, 整合公司现有覆盖南方地区的粉尘螨销售网络, 预计将为粉尘螨滴剂成为市场的强势品牌注入新的动力; 因为粉尘螨滴剂将成为国内唯一的针对粉尘螨引起的过敏性皮炎和过敏性结膜炎唯一的脱敏药物, 有广阔的市场空间。过敏性结膜炎是一种变态反应性疾病, 在我国以常年过敏性结膜炎和季节过敏性结膜炎最常见, 占 74.4%。据统计, 在眼科门诊中, 约有 1/5 的病人患过敏性眼病, 其中过敏性结膜炎占 50% 左右。有实验表明舌下含服粉尘螨滴剂脱敏研究治疗季节性及常年性过敏性结膜炎的治疗总有效率为 92.5%。

2、尘螨合剂

为公司开发的用于屋尘螨和粉尘螨所致过敏性鼻炎和过敏性哮喘脱敏治疗的二合一制剂, 目前正在进行二期临床试验。预期上市后将会和已经上市 Allergopharma 公司的螨变应原注射液形成强有力的竞争, 增加公司在尘螨脱敏市场中的份额, 因为公司的尘螨合剂具有舌下含服, 使用方便、价格亲民等特点。

3、黄花蒿粉滴剂

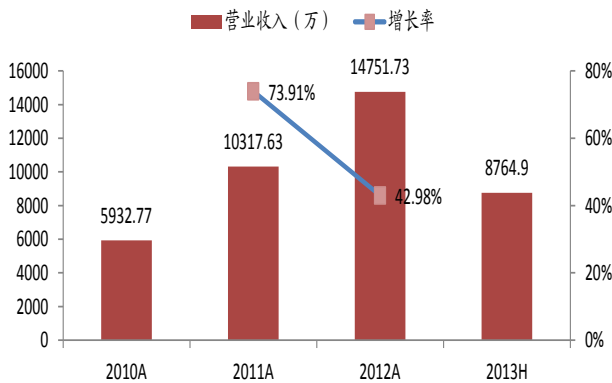
这是公司在研产品中的一个明星产品, 适应症为黄花蒿粉过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘。流行病学调查显示, 除了尘螨类过敏原外, 花粉也是世界性分布广泛、致敏性强的一类过敏源。从地域分布上来看对蒿属花粉过敏的患者比例呈现北方高南方低的区域特征, 虽然公司目前上市的产品主要覆盖南方区域, 但是公司的在研产品黄花蒿粉滴剂已经进入 I 期临床试验阶段, 相信在不久的未来将弥补公司产品北方地区的空白, 改变目前产品季节性和区域性销售的风险, 将公司的脱敏药物市场覆盖到全国, 增加公司在脱敏药物市场的份额, 增厚公司的损益表, 成为国内脱敏治疗药研发、生产、销售环节不可替代的龙头企业。

三、公司财务

（一）公司财务情况分析

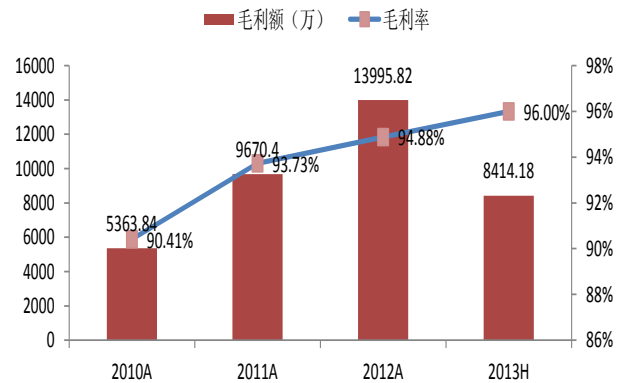
2010年-2012年公司营业收入稳步增长,分别达到5932.77万、10317.63万、14751.73万,11年和12年同比增长73.91%、42.98%;3年复合增长率达到了57.69%,处于较高水平。13年半年收入达到8764.90万,同比增长57.67%;预计全年收入2.03亿。营业收入的快速增长主要源于过敏性疾病市场规模的扩大、公司产品安全性高符合患者的需求、医生和患者对粉尘螨过敏的认知和对公司产品的认可度的提高、公司借助营销网络和学术会议进行的有效市场推广、以省级医疗机构进行药品集中采购的省级范围的扩大。

图 12: 公司营业收入及增长率



数据来源: 招股说明书、西南证券

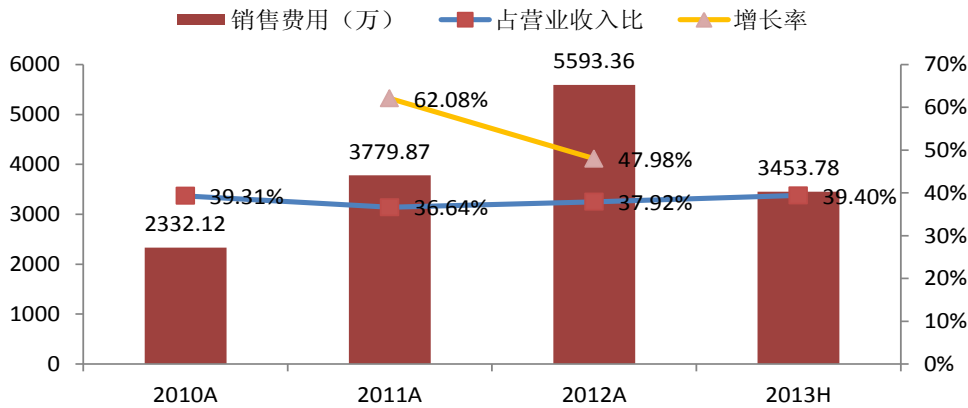
图 13: 公司毛利润及增长率



数据来源: 招股说明书、西南证券

2010年-2013半年公司综合毛利率呈现稳定增长态势,分别达到90.41%、93.73%、94.88%、96.00%。毛利率稳定增长的主要原因有是公司的主要产品进入销售成熟期,产销量均快速增长而产品的价格波动幅度较小,在成本构成中占比较大的人工等变动成本和资产折旧等固定成本随着产销率的提高,其在单位产品中所占的比重逐年下降。

公司2010年-2013半年销售费用所占营业收入的比重比较稳定在36.50-39.50%之间,高于行业可比上市公司的平均值,这是由于公司主要产品的适应症领域(粉尘螨可导致过敏性鼻炎和哮喘)以前没有得到医生和患者很好的认知,且公司主要产品相对于市场来说还是属于新药,二者促使公司加大营销网络的建设和学术推广的力度,从而导致销售费用高于产品认知度,销售渠道比较成熟的上市可比公司。公司12年的销售费用增长速度高于营业收入的增长速度,是由于营销团队的扩大所致。

图 14: 公司历年销售费用、增长速度和占营业收入比重


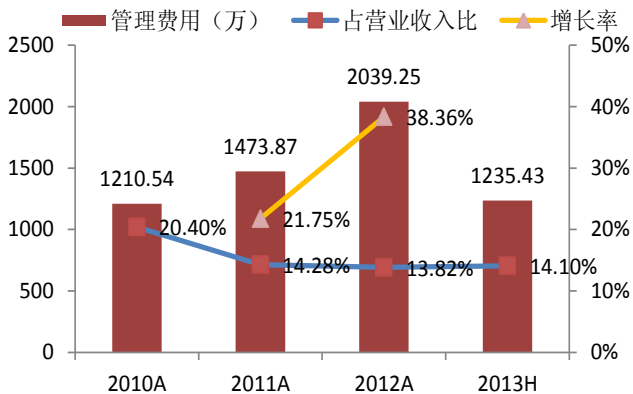
数据来源: 公开资料, 西南证券

表 6: 可比上市公司销售费用统计情况

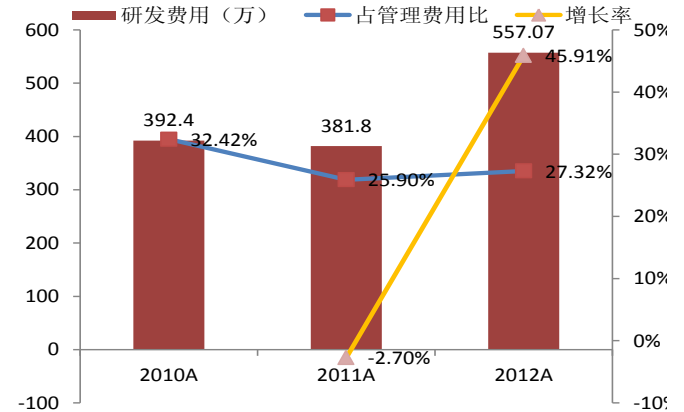
| 公司 | 2010A | 2011A | 2012A |
|------|--------|--------|--------|
| 金宇集团 | 10.69% | 13.60% | 15.77% |
| 安科生物 | 34.26% | 33.07% | 35.70% |
| 科华生物 | 17.47% | 14.99% | 15.45% |
| 天坛生物 | 13.66% | 13.37% | 11.36% |
| 平均值 | 19.02% | 18.76% | 19.57% |
| 我武生物 | 39.31% | 36.64% | 37.92% |

数据来源: 招股说明书, 西南证券

公司 2010 年-2013 半年管理费用分别为 1210.54 万、1473.87 万、2039.25 万、1235.43 万, 所占营业收入的比重从 10 年的 20.40% 下滑到稳定的 14% 左右, 且其增速低于营业收入的增速, 这得益于公司加强预算管理, 费用使用有效性的提高。但是占管理费用三分之一左右的研发费用的增长率近两年来显著高于销售费用的增速, 这是由于公司加大研发的力度, 储备未来产品线, 目前公司多个潜力产品处于临床阶段和实验室阶段。由此我们可以预期公司未来产品梯队有良性的持续, 有望改变目前公司的产品结构。

图 15: 历年公司管理费用、增长率和占营业收入比重


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 16: 历年公司研发费用、增长率和占管理费用比重


数据来源: 招股说明书, 西南证券

（二）公司控股子公司及孙公司财务情况

公司控股股东为浙江我武管理咨询有限公司，持股 6350 万股，占比 70%。公司于香港注册成立我武医药（香港）有限公司，控股 100%，业务性质为贸易，但是报告期内没有从事生产经营活动，其资产为货币资金及对我武马来西亚和我武泰国的长期股权投资。孙公司我武马来西亚（我武香港控股 100%）和我武泰国（我武香港控股 48.99%）报告期内亦没有从事生产经营活动，其资产为货币资金。但是在海外的公司可以成为未来公司开辟东南亚及海外市场提供早期的平台。

表 7：2012 年公司控股子公司和孙公司情况

| 公司名称 | 持股比例 | 设立/收回 | 注册资本 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 | 备注 |
|--------------|--------|----------|--------|---------|---------|-------|----------|--------------------------|
| 我武医药（香港）有限公司 | 100% | 2007年11月 | 50万港币 | 37.33万 | 37.33万 | 0 | -3.12万 | 业务性质为贸易 |
| 我武马来西亚（孙） | 100% | 2008年11月 | 100林吉特 | 204.65元 | 204.65元 | 0 | 0元 | 我武香港控股，主营业务为进口、制造、零售批发药品 |
| 我武泰国（孙） | 48.99% | 2008年5月 | 25万泰铢 | 4.19万 | 4.19万 | 0 | -0.89万 | 我武香港控股，主营业务为进口药品贸易。 |
| 母公司 | | 2002年9月 | 9000万 | 1.91亿 | 1.81亿 | 1.48亿 | 5380.93万 | - |
| 合并报表 | | | | 1.91亿 | 1.81亿 | 1.48亿 | 5376.92万 | - |

数据来源：资料来源：招股说明书、西南证券

（三）销售网络建设

公司运用学术会议、合作开展临床研究、医生患者培训等营销手段，目前已经在全国近 30 个省、自治区、直辖市进行产品推广销售，主要产品粉尘螨滴剂在大多数省级医疗机构药品采购中中标，销售网络已初步进入全国大多数省级城市和部分县级城市。最近招标进展显示粉尘螨滴剂 13 年 4 月进入湖北省招标，产品价格分别为 1 号 35.81 元、2 号 44.91 元、3 号 52.48 元、4 号 110.98 元、5 号 138.74 元；13 年 12 月进入了海南省招标，价格分别为 1 号 35.73 元、2 号 45.18 元、3 号 52.14 元、4 号 111.07 元、5 号 139.77 元。

公司主要产品粉尘螨滴剂已经占据国内同类产品第一的市场份额，在巩固市场领先地位的同时，将积极的开拓海外市场，力争在 3-5 年内获得重要海外市场的市场准入，在 5-10 年内成为国际性过敏疾病诊断及治疗领域的中药企业之一。目前粉尘螨滴剂已于 2011 年 2 月获得韩国食品药品监督管理局的药品市场准入资格。并且公司已经在香港、马来西亚和泰国建立了有关药品批发、销售等业务的子公司，相信会为未来公司产品开拓东南亚市场奠定基础。

四、募投项目分析

公司于 2014 年 1 月在深圳创业板上市，发行 2525 万股人民币普通股，其中有 1425 股为老股转让；发行价格为 20.05 元，对应 12 年摊薄市盈率为 39.31 倍，低于 14 年 1 月初创业板生物科技加权平均行业静态市盈率 49.70 倍。募集资金主要用于年产 300 万支粉尘螨滴

剂技术改造项目、变应原研发中心技术改造项目和营销网络扩建及信息化建设项目。

表 8: 募投项目

| 项目名称 | 募集资金总额 (万元) | 建设周期 | 建设投资 (万元) | 铺底流动资金 (万元) | 预期项目年 均收入(万元) | 预计项目年均 税后利润(万元) | 投资回收 期(税后) | 投资 利润率 |
|----------------------|----------------|-------|-------------------|----------------|------------------|--------------------|---------------|-----------|
| 年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目 | 11427.52 | 26 月 | 10535.14 | 892.38 | 21375.00 | 4759.97 | 4.8 | 46.98% |
| 变应原研发中心技术改造项目 | 4429.32 | 1.5 年 | 4129.32 | 300.00 | - | - | - | - |
| 营销网络扩建及信息化建设项目 | 3095.61 | 3 年 | 2522.01 (营销网络) | 573.60 (信息化) | - | - | - | - |

数据来源: 招股说明书、西南证券

1、年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目

目前公司 2006 年投产产能 120 万支/年的粉尘螨滴剂生产线, 产能利用率已经达到了 159.19%, 生产线已经处于超负荷运转的饱和期, 并且产销率也将近 100%, 销售量 11 年、12 年同比增长 56.23%、57.97%。随着患者对过敏性疾病病因的认知度提高、工业化导致过敏性疾病发病率提高等因素导致尘螨脱敏治疗药物市场的快速扩容以及公司产品市场占有率的提高, 如果按照公司目前销售量同比 30% 的增速, 15 年将达到 392.77 万支。目前的公司生产线的产能显著不能满足公司发展的需要, 故而急需扩产能。并且随着国家对新版 GMP 认证的严格执行, 第一次认证的血液制品、疫苗、注射液等无菌药品生产商在 13 年底的通过率约为 6 成, 到 15 年底第二次认证将对于其他类别的产品进行新版 GMP 认证, 故而公司将对生产线按照新版 GMP 要求进行改造, 以期不影响 15 年底顺利通过认证。募投项目年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目建成投产后将新增产能 300 万支, 达到 420 万支, 能满足公司发展的需要。预计项目建成后每年新增利润 4759.97 万, 投资利润率为 46.98%, 收回投资大概需要 4.8 年。

表 9: 历年公司粉尘螨滴剂产能利用率和产销率

| 指标 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 |
|---------|---------|---------|---------|
| 产能 (支) | 1200000 | 1200000 | 1200000 |
| 生产量 (支) | 719495 | 1395512 | 1910337 |
| 销售量 (支) | 732404 | 1292203 | 1787746 |
| 产能利用率 | 59.96% | 116.29% | 159.19% |
| 产销率 | 101.79% | 92.60% | 93.58% |

数据来源: 招股说明书、西南证券

2、变应原研发中心技术改造项目

目前公司目前在研产品线丰富, 2 个产品处于临床 II 期, 2 个产品处于临床 I 期, 另 1 个产品申请了临床试验批件; 近年来公司研发费用投入同比以 20% 的速度增长, 创造出丰富的潜力产品线。未来变应原制品技术发展主要方向包括: 1) 剂型优化, 例如固体快速分散剂型、长效剂型等, 增加药物使用的便利性和长效性; 2) 经过化学修饰, 改变变应原的变应原性和免疫原性, 提高药物的安全性和有效性; 3) 以重组变应原和突变体替代变应

原提取物，应用带有定向靶标的免疫调节剂；4）多指标变应原快速检测技术。虽然公司现在已经拥有一系列的核心技术，在国内变应原制药领域申请了一系列的专利，并且有效的实现了产品转化，但是要想保住公司在国内变应原脱敏药物领域的龙头地位，必须在技术上保持领先地位，不断进取开发出技术含量高的新产品。公司计划募集 4429.32 万元用于变应原研发中心的技术改造，保持在同业内研发优势，提升企业的核心竞争力。

3、营销网络扩建及信息化建设项目。

目前公司 2010-2012 年销售收入分别为 5587.29 万、9755.11 万、13942.60 万，复合增长率达到了 57.97%，保持了较快的增长趋势。但是由于公司主要产品粉尘螨滴剂的适应症因的季节性和地域性限制，公司目前的销售来源主要分布在南方地区，华南最大，可以推测公司主要的营销网络集中在南方地区。截至目前，全国顶级医院超过 12000 家，而公司目前的医院销售终端约为 660 家，占比约为 5.50%；随着市场的扩容和公司的深入发展，公司计划建设华东、华南、华中、华北四个销售大区，21 个省级办事处。且随着公司研发的深入预期黄花蒿粉滴剂将在 3 年内上市，与公司的粉尘螨滴剂在全国地域上形成对尘螨致敏疾病用药市场互补，进一步做大公司的营业收入；但是也许有投入大量的资金为黄花蒿粉滴剂在北方地区建设营销网络。因此无论是从公司短期和长期的发展来看，着手大力建设营销网络都是有必要的。公司计划使用募集资金 3095.41 万元建设营销网络，势必有益于公司的长足发展。

五、估值分析及投资建议

基于以上分析，我们给出公司如下假设：

- 1、尘螨脱敏治疗药物市场不断扩大，公司拳头产品粉尘螨滴剂保持市场第一份额且比例有所增大；
- 2、公司的主要产品粉尘螨滴剂未来 1-2 年内受到竞争产品的威胁较小；
- 3、海外市场的开拓有序展开；
- 4、募投项目能顺利实施，产能将不是限制公司销售规模的决定性因素；
- 5、13、14、15 年的营业收入增速分别为 37.44%、30.59%、26.77%；未来三年的综合毛利率分别为 95.78%、95.80%、95.82%。

根据以上预测假设，我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 2.03 亿元、2.65 亿元和 3.36 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.72 亿元、0.90 亿元和 1.07 亿元，期 EPS 分别为 0.72 元、0.89 元、1.07 元。我们认为：公司营业收入的 94%来自于粉尘螨滴剂的销售，该类药物是目前治疗粉尘螨致敏过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏药物，目前保持市场第一的份额，且尘螨脱敏药物市场增长较快。公司后备产品丰富，1-2 年内同业竞争威胁较小，主要产品的毛利率高，比较稳定。与可比公司比较，同时考虑到一级流动性差异，给予 80%折价。因此，给其 2013 年、2014 年 PE 分别为 40.22 倍、29.59 倍，对应股价约 26.34-28.96 元。

表 10: 可比公司估值情况

| 代码 | 简称 | 收盘价 (1月15日) | EPS | | | PE | | |
|--------|------|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | 12 | 13 | 14 | 12 | 13 | 14 |
| 600201 | 金宇集团 | 25.17 | 0.46 | 0.95 | 1.05 | 54.19 | 26.58 | 23.88 |
| 300009 | 安科生物 | 18.45 | 0.39 | 0.40 | 0.52 | 47.16 | 46.66 | 35.45 |
| 600161 | 天坛生物 | 19.27 | 0.59 | 0.79 | 0.94 | 33.47 | 24.96 | 21.10 |
| 000661 | 长春高新 | 128.87 | 2.28 | 2.43 | 3.20 | 56.45 | 53.07 | 40.32 |
| 600080 | 金花股份 | 8.72 | 0.15 | 0.26 | 0.33 | 60.14 | 33.69 | 26.36 |
| 均值 | | | | | | 50.28 | 36.99 | 29.42 |

数据来源: wind, 西南证券

六、风险提示

- 1) 募投项目折旧影响企业盈利水平;
- 2) 国内同类产品的强烈竞争;
- 3) 海外市场开发缓慢。

附录：财务预测表 (百万元)

| 资产负债表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 利润表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|----------------|---------------|
| 货币资金 | 59.95 | 121.29 | 2.65 | 87.30 | 营业收入 | 147.52 | 202.75 | 264.77 | 335.65 |
| 应收和预付款项 | 65.76 | 83.66 | 111.46 | 135.88 | 减:营业成本 | 7.56 | 8.55 | 11.13 | 14.04 |
| 存货 | 5.04 | 5.92 | 8.34 | 9.64 | 营业税金及附加 | 2.44 | 2.66 | 3.47 | 4.40 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业费用 | 55.93 | 79.88 | 107.28 | 142.05 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 管理费用 | 20.39 | 28.59 | 38.44 | 50.15 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | -0.13 | -1.94 | -1.15 | -0.73 |
| 固定资产和在建工程 | 38.73 | 33.42 | 217.64 | 212.33 | 资产减值损失 | 0.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产和开发支出 | 16.20 | 14.46 | 12.73 | 10.99 | 加:投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 0.65 | 0.65 | 0.65 | 0.65 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 186.32 | 259.39 | 353.46 | 456.80 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 4.45 | 0.00 | 营业利润 | 60.36 | 85.01 | 105.58 | 125.75 |
| 应付和预收款项 | 3.17 | 3.99 | 3.85 | 4.76 | 加:其他非经营损益 | 3.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 63.40 | 85.01 | 105.58 | 125.75 |
| 其他负债 | 1.77 | 1.77 | 1.77 | 1.77 | 减:所得税 | 9.63 | 12.75 | 15.84 | 18.86 |
| 负债合计 | 4.94 | 5.76 | 10.07 | 6.53 | 净利润 | 53.77 | 72.25 | 89.75 | 106.88 |
| 股本 | 90.00 | 90.00 | 90.00 | 90.00 | 减:少数股东损益 | 0.00 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 资本公积 | 0.33 | 0.33 | 0.33 | 0.33 | 归属母公司股东净利润 | 53.77 | 72.26 | 89.75 | 106.89 |
| 留存收益 | 91.03 | 163.29 | 253.05 | 359.94 | 现金流量表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 归属母公司股东权益 | 181.36 | 253.62 | 343.37 | 450.26 | 经营性现金净流量 | 41.23 | 59.30 | 65.16 | 88.21 |
| 少数股东权益 | 0.02 | 0.02 | 0.01 | 0.00 | 投资性现金净流量 | -7.25 | 0.00 | -189.52 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 181.38 | 253.63 | 343.38 | 450.26 | 筹资性现金净流量 | -11.87 | 2.04 | 5.73 | -3.56 |
| 负债和股东权益合计 | 186.32 | 259.39 | 353.46 | 456.80 | 现金流量净额 | 22.11 | 61.34 | -118.64 | 84.65 |

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn