

**脱敏治疗领域专家，高增长可期**

2015.08.12

**强烈推荐** (首次)

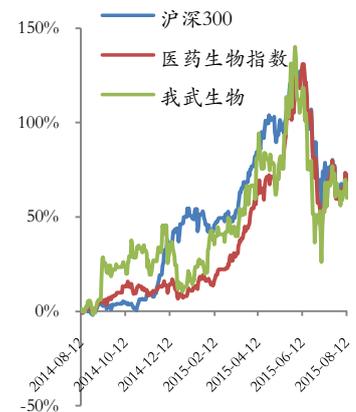
分析师：姬浩	研究员：唐爱金
电话：020-88836125	020-88836115
邮箱：jih_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310515020001	

现价：	47.00
目标价：	56
股价空间：	20%

医药生物行业

**投资要点：**

- **公司为过敏治疗领域专家，尘螨脱敏治疗市场前景可观**公司是国内过敏疾病领域脱敏专家，是国内唯一能够提供舌下含服脱敏药物的企业，粉尘螨滴剂毛利率高达 96%，且公司布局了脱敏领域系列产品，在研产品中，尘螨合剂、黄花蒿粉滴剂等已进入临床试验阶段，户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒已获药品注册申请受理。而公司“粉尘螨滴剂”正在为增加新适应症而进行临床试验，产品线有望不断丰富。我国尘螨脱敏治疗药物市场规模增长迅速，年复合增长率约 40.78%，但仅占有整个过敏性疾病用药市场的 2.6%，市场空间很大。
- **国内市场上竞争对手少，产品与技术有绝对优势。**目前国内提供尘螨脱敏治疗药物的公司仅有三家。另外两家的产品为皮下注射，可能引起严重不良反应。公司产品舌下含服具有安全性高、无创用药、操作简便、更适于儿童患者、不用低温贮运、便于携带等方面的优势。技术方面，公司在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方面已经构建了技术领先优势和技术标准壁垒。
- **价格优势和学术推广助力公司业绩持续高增长**公司产品价格优势明显，患者每年使用费仅 3000 元左右。在营销方面，公司已在 30 个省、自治区、直辖市和 3 个军区药品集中采购中中标，中标价格稳定，覆盖全国约 800 家医院，正在积极开拓海外市场。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.83、1.07、1.35 元，对应 56、43、35 倍 PE。公司是脱敏治疗领域高科技企业，主力品种粉尘螨滴剂具备高技术壁垒，系品种系列有望丰富产品线，业绩持久高速增长可期，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**股东减持风险，产品研发风险，主导产品过于集中风险。

**股价走势**

**股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
我武生物	4.98	-12.07	16.23
医药生物	10.82	-6.97	49.08
沪深 300	-2.20	-14.88	20.03

**基本资料**

总市值(亿元)	75.95
总股本(亿股)	1.62
流通股比例	42.92%
资产负债率	3.43%
大股东	浙江我武管理咨询公司
大股东持股比例	51.81%

**相关报告**

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	239.51	290.96	348.28	410.31
同比(%)	23.71%	21.48%	19.70%	17.81%
归属母公司净利润	99.55	134.83	173.37	218.95
同比(%)	41.08%	35.43%	28.58%	26.29%
ROE(%)	26.01%	24.22%	27.17%	29.22%
每股收益(元)	0.62	0.83	1.07	1.35
P/E	76.29	56.33	43.81	34.69
P/B	14.79	12.66	11.23	9.23
EV/EBITDA	13.12	45.80	35.19	27.41

## 目录

1. 公司是过敏性疾病领域高科技药企.....	3
1.1 股权结构清晰，实际控制人为生物技术杰出人才.....	3
1.2 国内过敏疾病治疗领域的高科技药企，产品线不断丰富.....	3
1.3 营收主要来自粉尘螨滴剂，业绩维持高增长.....	5
1.4 管理效率不断提升，2015 中期业绩增长 30%.....	6
2. 尘螨脱敏治疗药物市场前景可观.....	6
2.1 过敏性疾病患病率高，过敏药物市场空间大.....	6
2.2 脱敏治疗可治标，前景可观.....	7
3. 技术和价格优势加学术推广营销助力业绩持续高增长.....	8
3.1 产品及技术优势确保收入高增长.....	8
3.2 公司产品价格优势显著.....	9
3.3 学术推广+三级管理营销模式助市场进一步拓展.....	9
4. 投资风险.....	10
5. 投资建议.....	10

## 图表目录

图表 1. 公司股权结构清晰.....	3
图表 2. 公司的产品以及分类.....	4
图表 3. 公司在销售主要产品的基本信息.....	4
图表 4. 易引发过敏疾病的过敏源众多，其中以螨虫和蒿草最为普遍.....	4
图表 5. 公司研发储备丰富，产品线有望较快丰富.....	5
图表 6. 公司近年收入（百万元）及增长率情况.....	5
图表 7. 公司归母净利润（万元）及增长率情况.....	5
图表 8. 公司近年主要产品及综合毛利率.....	5
图表 9. 公司近年三项期间费用率情况.....	5
图表 10. 近年我国过敏性用药规模（亿元）.....	6
图表 11. WHO：过敏性疾病治疗的四大基本原则.....	7
图表 12. 脱敏治疗可改变过敏性疾病自然进程.....	7
图表 13. 我国尘螨脱敏治疗药物市场规模（亿元）.....	7
图表 14. 公司产品优势凸显.....	8
图表 15. 经 CFDA 批准可以在我国上市销售的治疗用变应原制品仅三家.....	8
图表 16. 2014 年公司新增获得授权的专利.....	9
图表 17. 公司不同规格产品中标价格.....	9
图表 18. 我国上市销售的变应原体内诊断产品市场格局.....	10
图表 19. 同类创新企业估值与经营情况.....	10

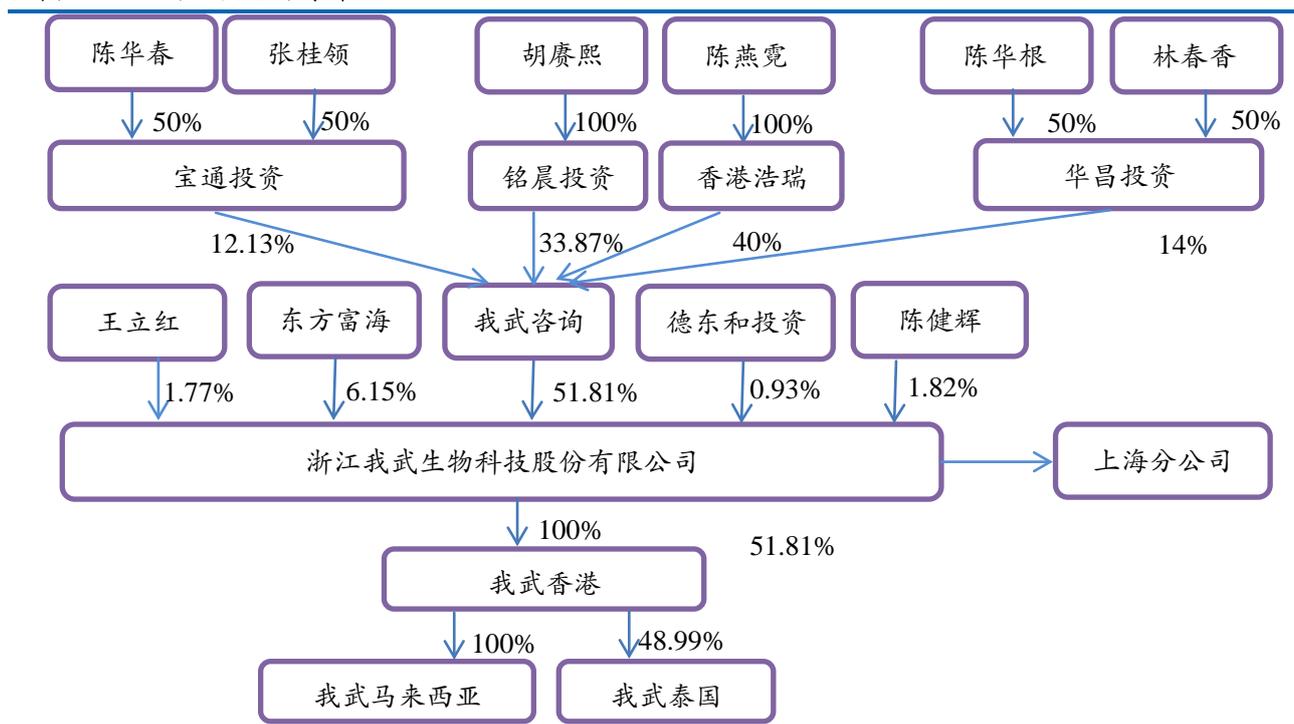


## 1. 公司是过敏性疾病领域高科技药企

### 1.1 股权结构清晰，实际控制人为生物技术杰出人才

我武生物的实际控制人为胡赓熙、YANNICHEN（陈燕霓），二人为夫妻，间接控制公司 51.81% 的股份，对公司具有绝对控制权。2010 年之前，York Win 是我武生物实际控制人胡赓熙、YANNI CHEN（陈燕霓）（美籍）夫妇的上市主体。在境外上市失败后，York Win 的上市主体被我武生物取代。

图表1. 公司股权结构清晰



（资料来源：公司公告、广证恒生）

胡赓熙博士 1990 年毕业于中国科学院上海细胞生物学研究所，获博士学位；1990~1996 年在美国麻省理工学院健康科学中心从事科学研究；1996 年回国后受聘为中国科学院上海马普客座实验室青年科学家第二组组长，创建人类基因组学实验室，曾任中国科学院上海生物化学和细胞生物学研究所研究员，国家 863 计划生物技术专家小组成员，中国科学院微观生物学专家委员会成员等职；曾在 2000 年获国务院“为发展科学技术事业做出突出贡献”表彰，并获政府特殊津贴；2003 年获中央组织部，中央宣传部，中央统战部，人事部，教育部，科学技术部等部委授予的“全国留学回国人员先进个人”表彰。

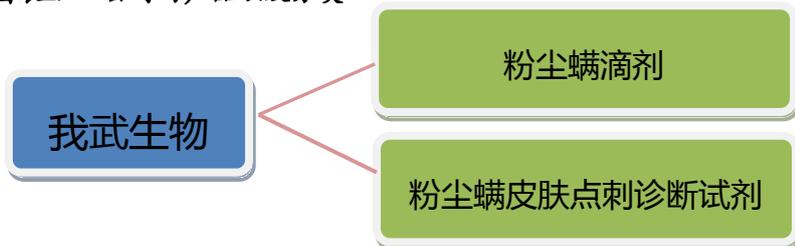
YANNI CHEN（陈燕霓）女士：1965 年出生，美国国籍，硕士。历任美国麻省理工学院生物系研究助理、美国 International 生物技术公司研发部研究助理、美国 Myco 生物制药公司研发部高级研究助理、美国 Millennium 生物制药公司药物筛选部/生物信息部资深研究助理/工程师。现任 York Win 董事、本公司董事。

### 1.2 国内过敏疾病治疗领域的高科技药企，产品线不断丰富

公司首次注册于 2002 年，2012 年股份公司成立变更注册登记，2014 年在深交所上市。我武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，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，该产品用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的 II 期临床试验正在进行中。



图表2. 公司的产品以及分类



图表3. 公司在销售主要产品的基本信息

产品名称	商品名	类别	主要用途
粉尘螨滴剂	畅迪	滴剂	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
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂	畅点	皮肤点刺试剂	点刺实验，辅助诊断因尘螨过敏引起的 I 型变态反应性疾病

国内过敏性疾病患病率高达 30% 左右，且随着社会工业化程度提高而逐年上升；常见的过敏性疾病包括过敏性哮喘、过敏性鼻炎及特应性皮炎等，过敏性疾病是一类机理复杂的免疫系统疾病，病症可能伴随终生；引起过敏性疾病常见过敏原有 20 多种。其中，尘螨和花粉是引起过敏性疾病最重要的过敏原。公司的产品是针对最常见的过敏性疾病和过敏源等进行开发、研究和治疗，市场空间很大。

图表4. 易引发过敏疾病的过敏源众多，其中以螨虫和蒿草最为普遍



(资料来源：公司资料)

公司在研储备产品众多，产品线有望健康丰富，强大的研发能力是我武生物保持持续发展的坚实基础，公司每年投入大量资金用于新药研发。公司目前的在研产品线中，尘螨合剂、黄花蒿粉滴剂等已进入临床试验阶段，户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒已获药品注册申请受理。公司“粉尘螨滴剂”已批准的适应症为用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏治疗，增加了适应症为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，因而进行临床试验，此产品将扩大用药人群，提升市场竞争力。

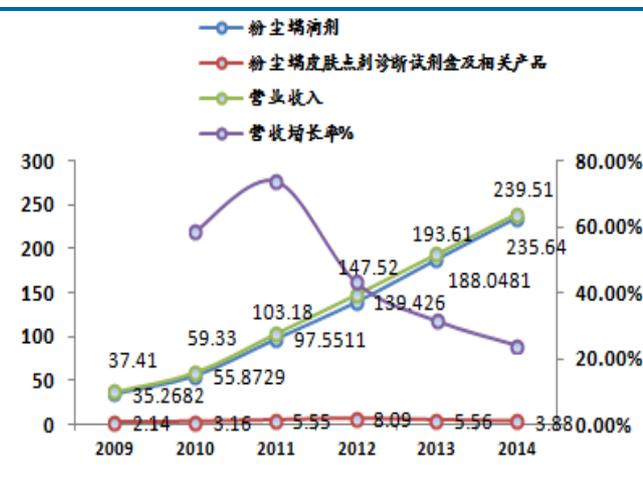
**图表5. 公司研发储备丰富，产品线有望较快丰富**

研发产品名称	类型	进展情况	拟达到的目标
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
黄花蒿花粉滴剂	变应原治疗产品	II 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
户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	已获药品注册申请受理	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
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
粉尘螨滴剂**	变应原治疗产品	特应性皮炎 II 期临床试验阶段	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗

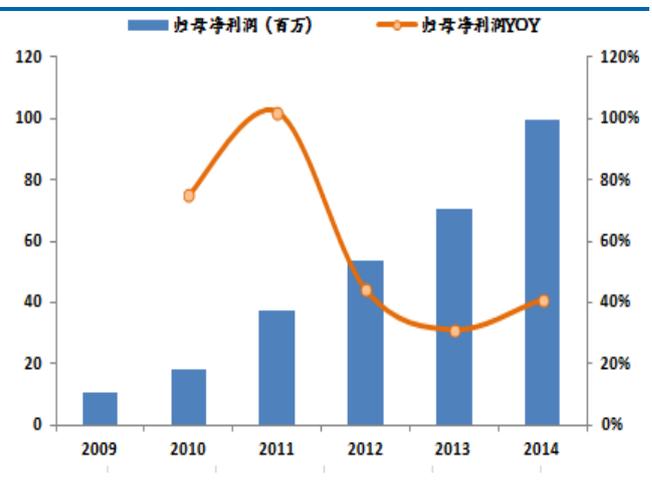
(资料来源：公司年报、广证恒生)

### 1.3 营收主要来自粉尘螨滴剂，业绩维持高增长

公司营收增长稳定，2014 年营业收入达 2.39 亿，较 2013 年增速达 23.71%，粉尘螨滴剂（包括 1、2、3、4、5 号）的收入占比达 98%。近几年来营收增长率逐年下降，由 2012 年的 42.98%，2013 年的 31.25% 下降到 2014 年的 23.71%，但这反映出市场份额的稳定以及产品的成熟。至 2014 年，公司的粉尘螨滴剂已经占到了市场份额的 60% 以上。同时，公司 2014 年实现净利润同比增长 41.08%，相较 2013 年的净利润增长率 31.22% 高出近 10%，在营收增速下降的情况下依然维持了高速增长。

**图表6. 公司近年收入（百万元）及增长率情况**


(资料来源：WIND、广证恒生)

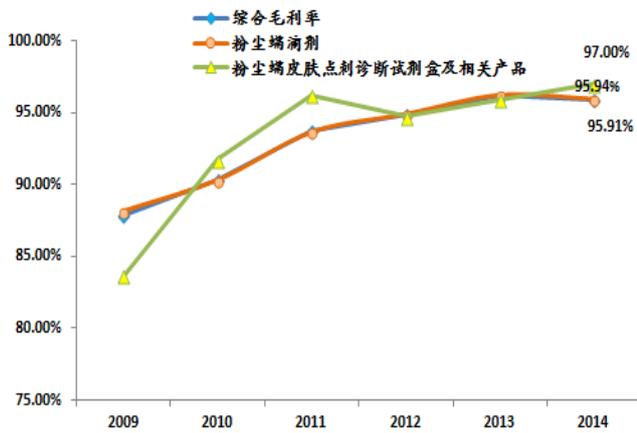
**图表7. 公司归母净利润（万元）及增长率情况**


(资料来源：WIND、广证恒生)

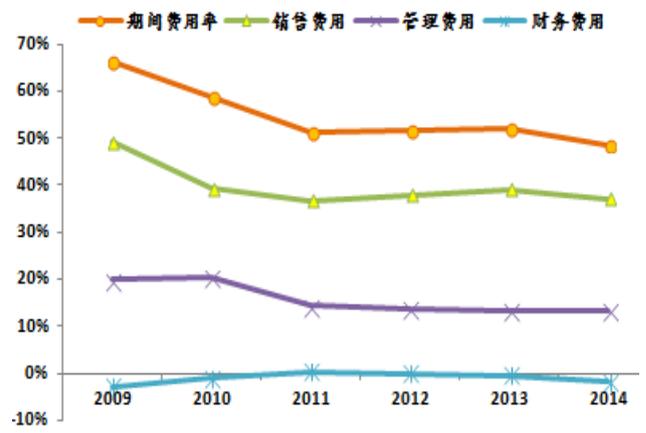
公司的综合毛利率近几年来一直维持在高水平，达 95.94%，主要产品粉尘螨滴剂的毛利率达 95.91%，粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品的毛利率达 97%。

公司的期间费用率较高，但近年来不断下降，由 2009 年的 66.36% 下降到的 2014 年的 48.55%。其中销售费用 37.03%，管理费用 13.35%。公司营业利润率（营业利润/收入）达 46.9%，且近年来逐年上升，说明利润空间大。同时销售净利率达 41.56%，近几年来同样呈上升趋势。

**图表8. 公司近年主要产品及综合毛利率**
**图表9. 公司近年三项期间费用率情况**



(资料来源: WIND、广证恒生)



(资料来源: WIND、广证恒生)

## 1.4 管理效率不断提升, 2015 中期业绩增长 30%

近日公司公告 2015 年半年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 1.178 亿, 同比增 11.87%; 营业利润 5791.6 万元, 同比增 40.71%; 归属于上市公司普通股净利润 5133.4 万, 同比增 30.49%。

“粉尘螨滴剂”引领国内尘螨脱敏市场, 2015 年上半年营业收入稳步增长。“粉尘螨滴剂”(畅迪)作为公司核心产品, 2015 年上半年实现营业收入 1.16 亿, 比上年同期增长 11.98%, 毛利率高达 94.68%。畅迪的营业收入增长得益于产品在安全性和用药方式的显著优势和公司加强多种方式的市场推广。该药物已在全国近 30 个省、直辖市、自治区销售, 在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标, 销售网络已初步进入到全国大多数省级城市和部分地县级城市, 患者规模不断扩大。为进一步扩大患者规模, 公司已获准开展因粉尘螨引起的特应性皮炎与过敏性结膜炎新适应症的临床研究, 未来几年营业收入稳步增长可期。

**收入国模增加, 规模边际效应渐显, 公司实现营业收入同比增 11.87%, 低于营业利润的增长率 40.71%。**主要原因在于管理成本大幅降低, 由于公司 2014 年 IPO 上市, 费用较多, 同时随着公司收入增加, 期间费用走低, 尤其是管理费用。2015 年上半年管理费用 1228.9 万元, 比上年同期减少 38.84%, 研发费、差旅费、会务费、办公费等费用都有显著减少, 管理费用率降低 8 个百分点; 另一方面, 因为利息收入增加, 财务费用率同比降低 1.2%。

## 2. 尘螨脱敏治疗药物市场前景可观

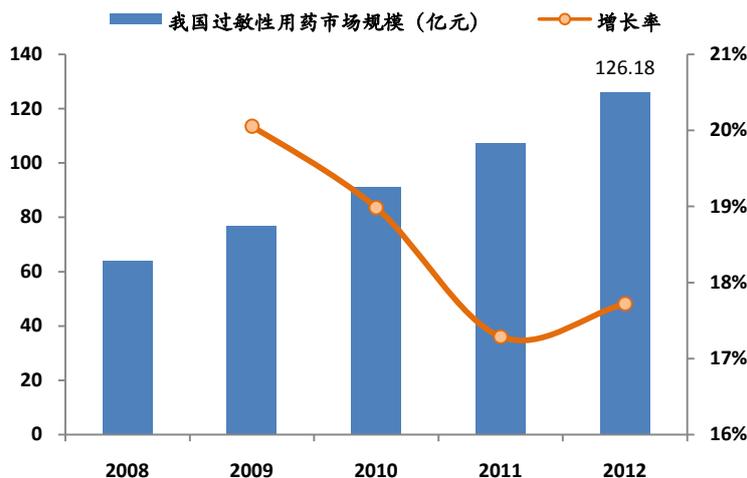
公司主导产品粉尘螨滴剂是国内唯一一种舌下含服脱敏药物。目前在上海复旦大学附属中山医院等 6 所大医院被暂时列入医保支付, 支付比例参照甲类药品执行。公司现有产品适应症有望扩大, 多个产品处在研发阶段, 产品储备丰富, 市场前景可观, 有望长期维持高速增长。

### 2.1 过敏性疾病患病率高, 过敏药物市场空间大

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、患病率超高等。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%。

图表10. 近年我国过敏性用药规模 (亿元)



(资料来源: 招股说明书、广证恒生)

## 2.2 脱敏治疗可治标，前景可观

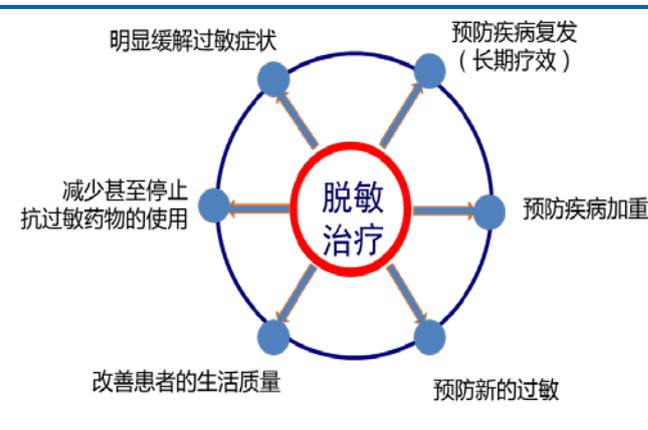
针对过敏性疾病的治疗主要有两种方案：**对症治疗和对因治疗**。对症治疗主要是通过药物作用控制过敏反应的临床症状，即治标不治本，即无法从根本上降低或消除对过敏源的敏感性，停药后无长期持续疗效。而对因治疗即脱敏治疗，可以使患者机体的免疫系统产生免疫耐受，其疗效可以在停止用药后持续多年，也可预防过敏性疾病的发展。《WHO 变应原免疫治疗意见书》明确指出：脱敏治疗是唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法，并能预防过敏性鼻炎转化为过敏性哮喘以及新的过敏性疾病的发生。

图表11. WHO：过敏性疾病治疗的四大基本原则



(资料来源: WIND、广证恒生)

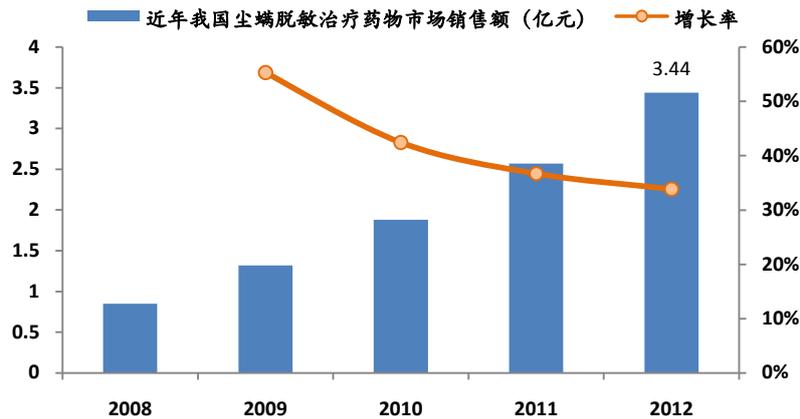
图表12. 脱敏治疗可改变过敏性疾病自然进程



(资料来源: WIND、广证恒生)

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，年复合增长速率为40.78%，至2012年国内尘螨脱敏治疗药物的总销售额约为3.44亿元，但与整体过敏性疾病用药市场相比(图表10)，其仅有**2.6%**的占比，**市场空间很大**。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13. 我国尘螨脱敏治疗药物市场规模 (亿元)



(资料来源: 招股说明书、广证恒生)

全球脱敏药物市场规模年平均增长率为 8%，其中 **舌下脱敏药物为主要增长动力**，年平均增长率 16%，市场占有率从 25% 增长到 47%，目前我司尚无确切全球脱敏药物在过敏药物占比的数据。国内尘螨脱敏治疗药物增速在 40%，2015 年尘螨脱敏治疗药物的市场容量有望扩大到 13.70 亿元。

### 3. 技术和价格优势加学术推广营销助力业绩持续高增长

#### 3.1 产品及技术优势确保收入高增长

传统脱敏治疗主要采用**皮下注射**的方式进行，但皮下注射产品可能引起严重不良反应。随着人们对药品使用安全性、可靠性要求的不断提高，近年来**舌下含服方式**在国际市场上逐渐为越来越多的患者所接受。公司“粉尘螨滴剂”产品上市后，因其具有**安全性高、无创用药、操作简便、更适于儿童患者、不用低温贮运、便于携带等方面的优势**，因而公司产品的市场份额也不断扩大。公司是国内唯一一家能够提供舌下含服脱敏药物的企业。由于体量尚小，市场空间广阔，公司主业未来几年有望保持高增长，同时产品线或适应症未来也有望扩大，我们认为公司具有较大的投资价值。

图表14. 公司产品优势凸显

		我武生物 舌下含服脱敏药物	皮下注射脱敏药物
安全性	不良反应	少而轻	可能引起全身副作用
	致死报道	无	有
操作性	操作方式	无创用药，可控性强	注射，可控性差
	是否适合儿童	是	可能产生恐惧心理
储存性	贮运温度	“常温”	低温

资料来源: 招股说明书、广证恒生)

公司竞争对手主要有三家: ALK 公司、Allergopharma 公司和 Stallergenes 公司，但目前 Stallergenes 公司产品在我国尚未上市销售。其中 ALK 公司的安脱达为“屋尘螨变应原制剂”与 Stallergenes 的阿罗格“螨变应原注射液”，两者均为皮下注射脱敏药物。公司的畅迪为舌下含服，患者依从性更好，尤其适用于儿童服用，主要适用的科室有**儿科**，呼吸科、耳鼻喉科，适用的科室较广。公司的脱敏药物在疗效相当的前提下有多种优势，比如安全性较高、无创用药儿童患者更易接受、使用较为方便、可常温保存等等。且价格更具有优势（目前都未有进入医保）。

图表15. 经 CFDA 批准可以在我国上市销售的治疗用变应原制品仅三家



公司	品种名	备注	进入中国市场时间
我武生物	粉尘螨滴剂	舌下含服脱敏药物	2006年
丹麦 ALK-Abello	屋尘螨变应原制剂	皮下注射脱敏药物	2004年
德国 Allergopharma	螨变应原注射液	皮下注射脱敏药物	1999年

(资料来源: 公司资料, 广证恒生)

**公司的先进技术是核心竞争力:** 在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方面已经构建了技术领先优势和技术标准壁垒。

**公司技术储备丰富,** 2014年, 公司的各研发项目取得如下进展: “黄花蒿粉滴剂”已完成I期临床试验; “粉尘螨滴剂治疗成人特应性皮炎”的II期临床已完成入组和临床观察, 进入数据的统计和分析阶段; “尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”已向CFDA申请生产许可, 并获得药品注册申请受理通知书。截止2014年底, 公司已获授权国内发明专利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, 正在申请国内发明专利2项。

图表16. 2014年公司新增获得授权的专利

专利名称	申请日	授权公告日	专利号	专利权人	专利类型	专利期限
一种稳定的含有变应原的膜剂药物组合物及其制备方法	2010-3-12	2014-07-09	ZL2010 1 0122347.5	我武生物	发明	20年

(资料来源: 公司年报, 广证恒生)

2014年, 公司按需引进各类人才, 重点充实了研发技术人员与市场销售人员。研发人员比上年末增加13人; 员工受教育程度本科及以上学历的人数占员工总数的比例由2013年末的55.89%上升至2014年期末的57.51%。

在临床研究方面, 2015年公司计划完成“粉尘螨滴剂”治疗成人特应性皮炎的II期临床研究, 完成“尘螨合剂”治疗过敏性鼻炎和儿童过敏性哮喘的II期临床研究; 持续进行“黄花蒿粉滴剂”的II期临床研究工作。

### 3.2 公司产品价格优势显著

另外, 在价格方面, 畅迪相较于其他药物也具有明显优势。畅迪一般只在医院有, 滴于舌下, 分钟后吞服, 每日一次。每年使用费用大概3000元左右, ALK的安脱达是注射剂, 费用约为3800元, 每周注射一次。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(即3300元, 自费)。总疗程约为2~3年, 计17000元左右。

图表17. 公司不同规格产品中标价格

药品通用名	商品名	剂型	规格	平均中标价	生产企业
粉尘螨滴剂1号	畅迪	滴剂	1ug/ml:2ml	35.46	我武生物
粉尘螨滴剂1号	畅迪	滴剂	10ug/ml:2ml	44.97	我武生物
粉尘螨滴剂3号	畅迪	滴剂	100ug/ml:2ml	52.73	我武生物
粉尘螨滴剂4号	畅迪	滴剂	333ug/ml:2ml	110.82	我武生物
粉尘螨滴剂5号	畅迪	滴剂	1000ug/ml:2ml	138.78	我武生物

(资料来源: 南方医药经济研究所, 广证恒生)

### 3.3 学术推广+三级管理营销模式助市场进一步拓展

在营销方面, 公司已在30个省、自治区、直辖市和3个军区药品集中采购中中标, 中标价格稳定, 覆盖全国约800家医院, 正在积极开拓海外市场。公司初步建立了由营销团队组织策划、组织实施与委托实施相结合的学术推广模式。自“粉尘螨滴剂”产品上市以来, 公司即着手构建有效的营销网络。同时还建立

了对年轻销售干部深层次的、持续的专业培训和文化建设体系，团队的凝聚力增强，为产品的市场推广和销售业绩的持续增长奠定了人才基础。

公司建立了以学术推广为核心、三级管理(即“营销中心——省区——组”)的直销网络，目前直销团队已达五百多人。公司强调，对于未来的市场开拓，市场推广是其重点。为进一步挖掘潜在市场，让更多的医生和患者了解特异性免疫治疗，公司营销的主要手段是通过公司的专业推广人员来持续进行学术推广。我武生物的主营业务是研发、生产和销售变应原制品。

从市场规模分析，从2012年起，公司的“粉尘螨滴剂”排名第一，市场份额达61.27%。2014年，公司竞争能力继续保持行业内前列水平，未发生重大变化。

图表18. 我国上市销售的变应原体内诊断产品市场格局

排名	产品	生产企业	2010年市场占有率	2011年市场占有率	2012年市场占有率
1	粉尘螨滴剂(畅迪)	我武生物	45.28%	57.45%	61.27%
2	屋尘螨变应原制剂(安脱达)	丹麦 ALK-Abello	47.23%	35.48%	32.09%
3	螨变应原注射液(阿罗格)	德国 Allergopharma	7.49%	7.07%	6.64%

(资料来源: 公司资料、广证恒生)

## 4. 投资风险

单一品种风险，公司新产品研发储备较多，部分产品已经获得临床试验批件并进入临床试验，但从产品研发成功到获得药品注册批件、GMP证书及规模化生产仍需较长的时间。因此，本公司仍面临主导产品较为集中的风险。其次，公司的新产品开发存在着技术攻关、药品注册、实现规模化等多方面的风险。此外，若公司开发出的新药不能适应市场需求，将会对公司经营和发展带来一定风险。

## 5. 投资建议

公司是过敏性疾病领域的高科技企业，主打产品粉尘螨滴剂的市场竞争小，具有安全性高、无创用药、操作简便、更适于儿童患者，不用低温贮运、便于携带等方面的优势，体量尚小，市场空间广阔，公司主业未来几年有望保持高增长，同时产品线或适应症未来也有望扩大，我们认为公司具有较大的投资价值。另公司产品技术壁垒高，有一系列技术平台和专利技术，在研产品丰富，有望较快丰富产品线，成为脱敏领域的龙头企业。我们测算公司2015-17年EPS分别为0.83、1.07、1.35元，对应56、43、35倍PE。公司业绩持久高速增长可期，是技术含量高的创新型企业，理应享高估值，给予“强烈推荐”评级。

图表19. 同类创新企业估值与经营情况

代码	公司	市值	净利润(亿)		净利润同比增长率(%)		市盈率 PE	
			14A	15E	14A	15E	14A	15E
300357.SZ	我武生物	76	1.00	1.34	41.1	35.3	76.3	56
002030.SZ	达安基因	289	1.53	1.82	6.5	18.8	189.0	159.1
300122.SZ	智飞生物	212	1.48	--	13.6	--	143.0	--
600867.SH	通化东宝	229	2.80	4.23	52.1	51.3	81.7	54.0
600645.SH	中源协和	306	0.35	1.21	391.5	242.4	864.1	252.4
300142.SZ	沃森生物	228	1.43	0.68	199.5	-52.6	158.9	335.2

(资料来源: Wind、广证恒生)

附录：公司财务预测表

单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	446.9	525.1	595.3	734.9	<b>经营活动现金流</b>	83.7	148.7	131.7	200.6
现金	275.5	371.0	399.1	521.3	净利润	99.5	134.8	173.4	219.0
应收账款	62.1	72.7	87.1	102.6	折旧摊销	4.2	4.3	5.9	7.2
其它应收款	3.6	3.3	4.6	5.1	财务费用	-4.4	-6.5	-7.7	-9.2
预付账款	0.6	4.9	3.4	5.4	投资损失	-1.2	-1.5	-1.5	-1.5
存货	11.9	8.5	10.7	11.1	营运资金变动	-19.6	18.4	-38.4	-15.1
其他	93.1	64.6	90.4	89.5	其它	5.2	-0.9	0.1	0.2
<b>非流动资产</b>	84.4	92.3	101.4	109.6	<b>投资活动现金流</b>	-78.8	-11.2	-14.4	-14.9
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-22.7	-12.1	-13.0	-14.2
固定资产	38.4	56.6	68.7	78.0	长期投资	60.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	4.9	5.9	7.0	8.2	其他	-116.1	1.0	-1.3	-0.7
其他	41.0	29.8	25.7	23.4	<b>筹资活动现金流</b>	167.2	-42.0	-89.3	-63.5
<b>资产总计</b>	531.3	617.3	696.7	844.5	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	16.2	16.9	19.8	21.1	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	普通股本增加	71.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	1.0	1.1	1.4	1.5	资本公积金增加	181.4	0.0	0.0	0.0
其他	15.2	15.8	18.4	19.6					
<b>非流动负债</b>	1.6	0.5	0.7	0.9	<b>会计年度</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其他	1.6	0.5	0.7	0.9	营业收入增长率	23.7%	21.5%	19.7%	17.8%
<b>负债合计</b>	17.8	17.4	20.4	22.0	营业利润增长率	37.6%	33.7%	30.7%	28.3%
少数股东权益	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	归属于母公司净利润	41.1%	35.4%	28.6%	26.3%
股本	161.6	161.6	161.6	161.6	<b>获利能力</b>				
资本公积	181.7	181.7	181.7	181.7	毛利率	95.9%	95.8%	95.6%	95.5%
					净利率	41.6%	46.3%	49.8%	53.4%
					ROE	26.0%	24.2%	27.2%	29.2%
					ROIC	18.5%	21.6%	24.7%	25.7%
<b>会计年度</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>营业收入</b>	239.51	290.96	348.28	410.31	资产负债率	3.3%	2.8%	2.9%	2.6%
营业成本	9.73	12.21	15.31	18.45	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业税金及附加	1.30	1.22	1.68	1.85	流动比率	27.58	31.07	30.13	34.80
营业费用	88.69	101.84	111.45	118.99	速动比率	26.85	30.56	29.59	34.28
管理费用	31.97	32.01	31.35	28.72	<b>营运能力</b>				
财务费用	-4.39	-6.46	-7.70	-9.20	总资产周转率	0.60	0.51	0.53	0.53
资产减值损失	1.04	1.41	1.39	1.23	应收账款周转率	3.97	4.31	4.36	4.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	12.20	11.89	12.69	12.71
投资净收益	1.25	1.50	1.50	1.50	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>营业利润</b>	112.41	150.24	196.30	251.77	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.83	1.07	1.35
营业外收入	7.02	10.00	13.00	10.00	每股经营现金流(最新)	0.52	0.92	0.81	1.24
营业外支出	0.55	0.35	3.00	1.67	每股净资产(最新摊)	3.18	3.71	4.19	5.09
<b>利润总额</b>	118.88	159.89	206.30	260.10	<b>估值比率</b>				
所得税	19.33	25.08	32.95	41.17	P/E	76.29	56.33	43.81	34.69
<b>净利润</b>	99.55	134.81	173.35	218.93	P/B	14.79	12.66	11.23	9.23
少数股东损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	EV/EBITDA	13.12	45.80	35.19	27.41
<b>归属母公司净利润</b>	99.55	134.83	173.37	218.95					
EBITDA	117.54	157.72	204.49	258.12					
EPS (摊薄)	0.62	0.83	1.07	1.35					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。