

我武生物 (300357.SZ)

脱敏诊疗龙头，渠道布局显效，长期创新可期

增持（首次）

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	385.6	486.7	617.8	788.6
同比	23.5%	26.2%	26.9%	27.7%
归母净利润（百万元）	186.1	238.6	306.6	392.4
同比	44.0%	28.2%	28.5%	28.0%
ROE	23.2%	24.2%	25.0%	25.6%
每股收益（元）	1.15	1.48	1.90	2.43
P/E	55.6	43.4	33.7	26.4
P/B	12.9	10.5	8.4	6.7

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

投资要点：

■ 公司是脱敏治疗领域优质稀缺标的

公司是一家专注于呼吸道过敏性疾病诊疗产品的高新技术企业，核心产品粉尘螨滴剂为目前国内唯一获批的舌下含服粉尘螨脱敏药物。2017 年公司实现净利润 1.86 亿元，同比增长 44%，近三年公司净利润复合增速达 23%。

■ 国内尘螨脱敏市场渗透空间广，我武龙头地位显著

我国拥有庞大的过敏性鼻炎患者群，且尘螨致敏来源占比高，保守估算粉尘螨滴剂面对的国内市场空间至少为 233 亿。对应我武 17 年 3.86 亿收入，现阶段公司产品渗透率仅为 1.66%。目前在国国内过敏性鼻炎脱敏治疗市场，公司产品市占率已达到 80% 以上。

■ 粉尘螨滴剂产品力优越，公司加强学术推广力度，产品迎来加速放量期

公司产品安全性高，疗效优越，且使用和携带方便，儿童患者尤为适用。近年来公司持续加强学术推广力度，深挖医院科室潜力，销售人员人均单产快速提升，优势销售区域外地区产品渗透力不断增强。截至目前，公司产品已完成对全国 30 多个省数百家大中型医院的覆盖。

■ 积极打造过敏诊疗产品创新孵化平台，持续构筑优势产品集群

公司利用长期的产业创新实践积累形成了独具特色的生物医药创新研发平台，目前另一款重磅的变应原治疗产品黄花蒿粉滴剂已进入三期临床，多款在研产品稳步推进，未来公司内部有望形成过敏疾病诊疗多品种协同发展的格局。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 4.87 亿元、6.18 亿元和 7.89 亿元，归母净利润分别为 2.39 亿元、3.07 亿元和 3.92 亿元。当前股价对应三年估值分别为 43X、34X、26X。考虑到公司在我国脱敏治疗领域具备稀缺性，未来产品渗透空间广，短期渠道布局迎来收获，中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进，首次覆盖给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

行业政策变化风险：主导产品较集中的风险；新药开发进度不达预期的风险。

2018 年 4 月 11 日

证券分析师：全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

证券分析师：焦德智

执业资格证书号码：S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

021-60199780

研究助理：张蔚洁

zhangwj@dwzq.com.cn

021-60199780

股价走势



市场数据

收盘价（元）	64.03
一年最低价/最高价（元）	34.01/64.57
市净率	12.91
流通 A 股市值（亿元）	90.25

基础数据

每股净资产（元）	4.96
资产负债率（%）	5.55
总股本（亿股）	1.62
流通 A 股（亿股）	1.41

相关研究

目录

1. 公司是国内脱敏诊疗领域稀缺标的	4
2. 国内尘螨脱敏市场渗透空间广，我武龙头地位显著 ...	5
2.1. 粉尘螨滴剂面对的国内市场空间达 233 亿，目前渗透率尚不足 2%	5
2.2. 技术发展、疗效进步，脱敏治疗在国内认可度持续提升	9
2.3. 我武生物在国内脱敏市场市占率领先，龙头地位显著	11
3. 粉尘螨滴剂产品力优越，公司加强学术推广力度，产品迎 来加速放量期	12
3.1. 粉尘螨滴剂安全性、操作性优势明显，儿童患者尤为适用	12
3.2. 公司加强学术推广、深挖渠道潜力，产品迎来加速放量期	14
4. 积极打造过敏诊疗产品创新孵化平台，持续构筑优势产品 集群	17
5. 盈利预测与投资建议	19
5.1. 盈利预测	19
5.2. 投资建议	20
6. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司上市产品概览.....	4
图表 2: 公司收入、净利润变化 (百万元)	4
图表 3: 公司利润率变化.....	4
图表 4: 公司存货、应收账款周转情况.....	5
图表 5: 公司经营现金流情况 (%)	5
图表 6: 公司股权结构及主要子公司	5
图表 7: 过敏性疾涉及的过敏原、疾病表现、就诊科室	6
图表 8: 天津指南中公布的我国 11 个城市 AR 自报患病率	6
图表 9: 我国不同地区的前六大致敏原.....	7
图表 10: 我国不同城市的尘螨过敏原阳性率.....	7
图表 11: 假设最终接受脱敏治疗的比例为 50%，则粉尘螨滴剂国内市场空间为 233 亿，现阶段公司产品渗透率仅 1.66%.....	8
图表 12: 我国耳鼻喉专科医院及含耳鼻喉科综合医院统计情况 (家)	8
图表 13: 脱敏疗法 vs 药物治疗	9
图表 14: 脱敏疗法在我国的发展历程.....	10
图表 15: 中华医学会耳鼻咽喉科分会历年会议逐步肯定了脱敏疗法在过敏性鼻炎治疗中的作用.....	10
图表 16: ALK 历年分产品收入变化 (百万丹麦克朗)	12
图表 17: ALK 产品线.....	12
图表 18: 公司市占率由 2010 年的 45.3% 迅速增至 2017 年的 82.6%.....	12
图表 19: 粉尘螨滴剂的使用方法.....	13
图表 20: 畅迪历年销售收入变化.....	14
图表 21: 畅迪历年毛利率变化.....	14
图表 22: 畅迪历年销售量变化.....	15
图表 23: 畅迪历年单价变化.....	15
图表 24: 公司全国四大营销区域划分情况.....	15
图表 25: 公司历年销售人员数量 (人)	16
图表 26: 公司历年销售费用变化 (百万元)	16
图表 27: 公司销售人员人均单产 (万元/人)	16
图表 28: 公司历年收入分布 (分地区)	17
图表 29: 公司历年研发投入情况 (万元)	17
图表 30: 公司历年研发投入资本化情况 (万元)	17
图表 31: 公司在研产品管线.....	18
图表 32: 公司盈利预测数据.....	20
图表 33: 公司动态 PE.....	20
图表 34: 可比公司估值.....	21

1. 公司是国内脱敏诊疗领域稀缺标的

我武生物是一家专注于呼吸道过敏性疾病诊疗产品的高新技术企业，公司已获批上市的产品为粉尘螨滴剂（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，粉尘螨滴剂是公司的核心产品，用于粉尘螨引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏治疗。该产品也是目前国内唯一获批上市的舌下含服型尘螨脱敏药物，2017 年销售收入达 3.78 亿元，占比公司总营收的 98%。粉尘螨皮肤点刺试剂盒用于配套诊断粉尘螨引起的过敏性疾病，2017 年收入达 400 万元。截至目前，畅迪已完成对全国 30 多个省、市、自治区数百家大中型医院的覆盖。

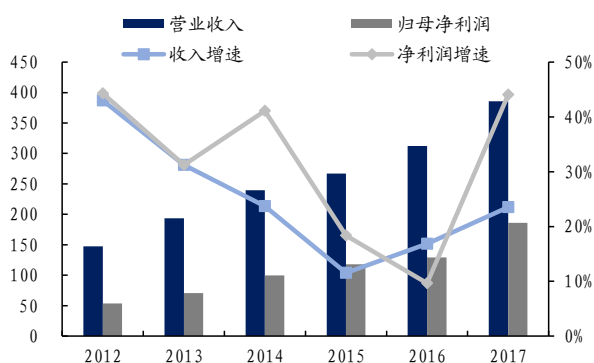
图表 1: 公司上市产品概览

通用名	商品名	类型	规格	适应症	批准文号	收入规模	毛利率	产品展示
粉尘螨滴剂	畅迪	舌下含服滴剂	依蛋白浓度分为 5 个规格，2ml/瓶	用于粉尘螨引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗	S20060012	3.78 亿元	97.1%	
粉尘螨皮肤点刺试剂盒	畅点	配套体内诊断产品	2ml/瓶	用于辅助诊断因粉尘螨致引起的 I 型变态反应性疾病	S20080010	0.04 亿元	95.4%	

数据来源：公司公告，药智数据，东吴证券研究所

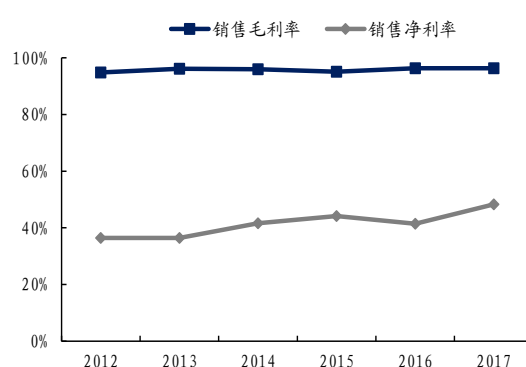
近两年，公司加强产品学术推广、深挖渠道和医院终端潜力，在核心产品的带动下公司整体业绩呈现加速增长势头。2017 年，公司实现收入 3.86 亿元，同比增长 23.55%；归母净利润达 1.86 亿元，同比增长 44%，净利润三年复合增速达 23%。公司利润率水平高，毛利率逐年小幅增长，净利率随规模效应的体现于 2017 年实现大幅提升。

图表 2: 公司收入、净利润变化（百万元）



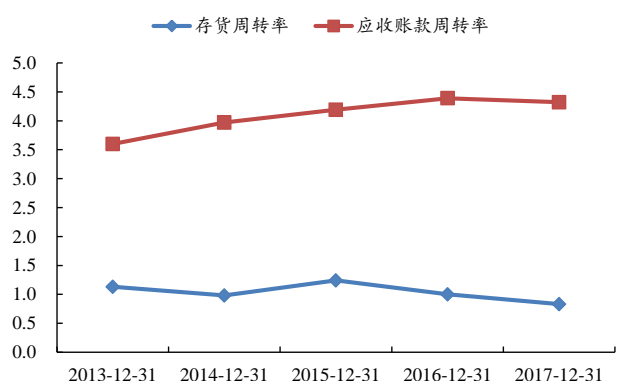
数据来源：wind，东吴证券研究所

图表 3: 公司利润率变化



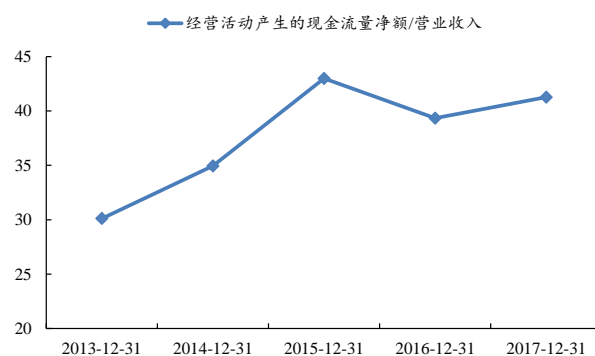
数据来源：wind，东吴证券研究所

图表 4: 公司存货、应收账款周转情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

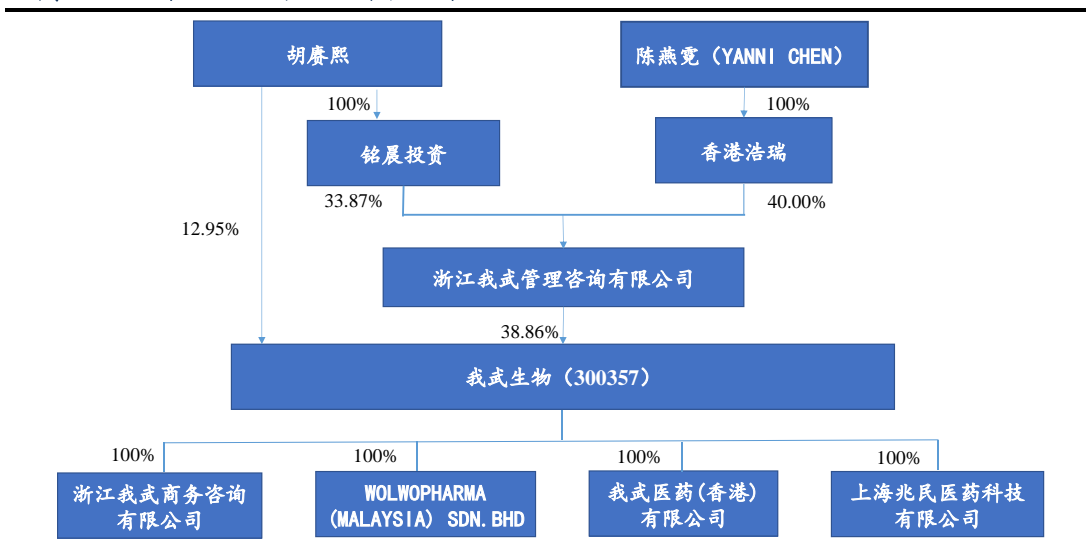
图表 5: 公司经营现金流情况 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司的第一大股东为我武咨询, 持有公司 38.86% 股权, 胡赓熙、陈燕霓夫妇为公司的实际控制人。截至目前, 实际控制人直接和通过我武咨询间接持有上市公司共计 51.81% 股份, 胡赓熙先生现任公司董事长兼总经理。胡赓熙博士拥有丰富的生物医药研发和产业经验, 历任中国科学院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、中国科学院微生物学专家委员会成员。

图表 6: 公司股权结构及主要子公司



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

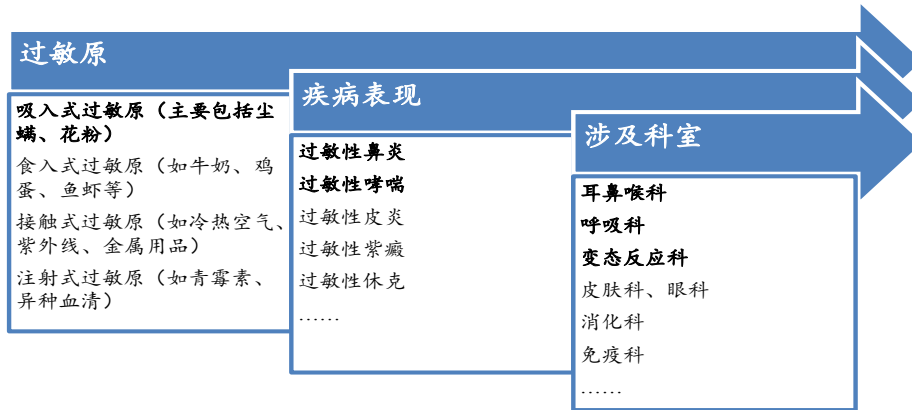
2. 国内尘螨脱敏市场渗透空间广, 我武龙头地位显著

2.1. 粉尘螨滴剂面对的国内市场空间达 233 亿, 目前渗透率尚不足 2%

过敏性疾病又称变态反应性疾病, 是指人体与过敏原 (通常为正常

物质)接触后发生的异常免疫反应,即由于免疫反应的过度剧烈而导致的生理功能紊乱或组织损伤。过敏性疾病致病机制复杂,往往具有明显的遗传倾向,并且以速发型过敏反应比较常见。过敏反应可累及呼吸道、消化道、皮肤等多个器官,其中以过敏性鼻炎(简称“AR”)较为常见。在我国,过敏性鼻炎的就诊涉及耳鼻喉科、呼吸科、变态反应科等众多科室。

图表 7: 过敏性疾涉及的过敏原、疾病表现、就诊科室

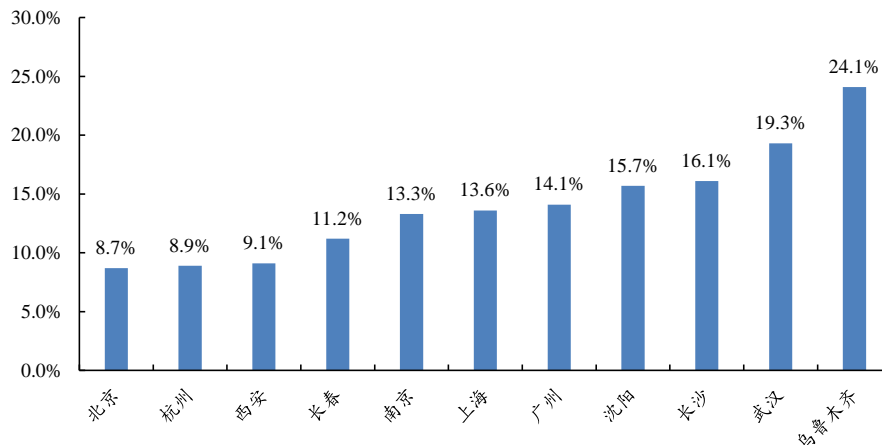


数据来源: CNKI, 产业调研, 东吴证券研究所

全球范围看,过敏性疾病已成为世界第六大疾病,涉及共计 22% 的世界人口,被世界卫生组织列为 21 世纪重点防治的三大疾病之一。过敏性疾病中,过敏性鼻炎发病率极高。据宁夏新闻网的报道,欧洲成人变应性鼻炎的患病率达到 17%-29%,这一比例在美国为 14%。根据中华医学会耳鼻咽喉头颈外科学分会于 2016 年发布的《变应性鼻炎诊断和治疗指南(天津)》(下称“天津指南”),全球过敏性鼻炎的患病人数保守估计已超过 5 亿人。

我国拥有庞大的过敏性鼻炎患者群。据中新网统计,我国过敏性鼻炎整体患病率为 10%-24%,平均患病率达到 11.3%,以此比例推算,目前我国过敏性鼻炎患者已达 1.58 亿人。根据天津指南中对我国 11 个城市 AR 自报患病率的统计,其中发病率位居前三位的城市分别为乌鲁木齐、武汉、长沙,AR 发病率分别达到 24.1%、19.3%、16.1%。

图表 8: 天津指南中公布的我国 11 个城市 AR 自报患病率



数据来源:《变应性鼻炎诊断和治疗指南(天津)》, 东吴证券研究所

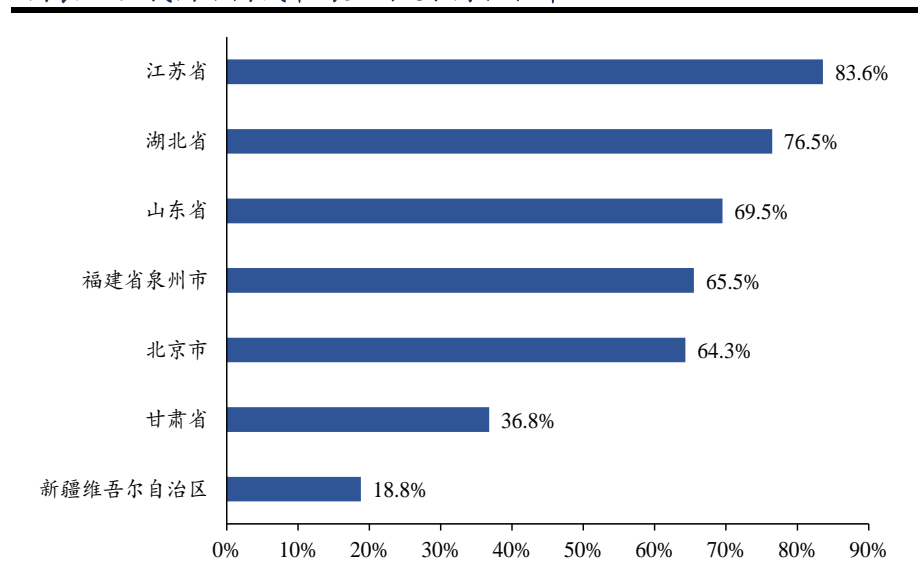
国内过敏性鼻炎患者中尘螨致敏来源占比高，且呈南高北低特点。我国幅员辽阔，不同城市和地区因经济条件、气候环境等因素的不同，其过敏原谱亦不相同。据中国过敏性鼻炎研究协作组所做的一项对全国17个城市的过敏性鼻炎和/或哮喘患者的过敏原研究显示，尘螨是引起我国过敏性鼻炎最常见的过敏原，粉尘螨致敏的整体阳性率高达 59.0%。尘螨主要包括粉尘螨和屋尘螨，粉尘螨主要来源于各种谷物、米、面等的粮尘中，屋尘螨主要滋生于卧室内的枕头、褥被、软垫和家具中。分地区看，上述研究结果显示，从北方到南方随着温度及湿度的增加，尘螨阳性率逐渐上升。

图表 9: 我国不同地区的前六大致敏原

序号	北方地区		东部地区		西南地区		南部沿海地区	
	变应原	阳性率	变应原	阳性率	变应原	阳性率	变应原	阳性率
1	粉尘螨	41.30%	粉尘螨	60.40%	粉尘螨	78.20%	屋尘螨	68.80%
2	屋尘螨	38.30%	屋尘螨	59.40%	屋尘螨	77.20%	粉尘螨	67.90%
3	热带螨	28.50%	热带螨	35.30%	热带螨	54.90%	热带螨	52.20%
4	艾蒿	24.10%	美国大蠊	17.30%	美国大蠊	17.40%	美国大蠊	22.50%
5	狗毛	15.00%	狗毛	11.80%	德国小蠊	13.00%	狗毛	17.20%
6	大豚草	13.10%	德国小蠊	9.90%	狗毛	8.40%	猫毛	11.70%

数据来源:《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015》，东吴证券研究所

图表 10: 我国不同城市的尘螨过敏原阳性率

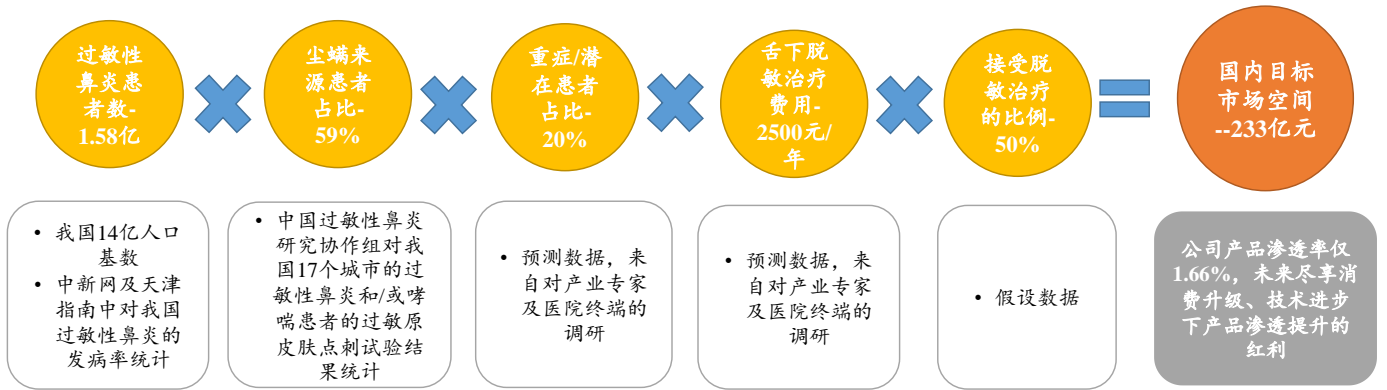


数据来源:《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015》，东吴证券研究所

粉尘螨滴剂国内市场空间保守估计为 233 亿，现阶段产品渗透率仅 1.66%。根据我们对产业专家和终端的调研，粉尘螨滴剂目前的使用费用为 2500-3000 元/年。假设上述目标人群——尘螨来源的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的病患中，有 20% 的重症患者需要进行脱敏治疗，且最终接受脱敏治疗的患者占比 50%，则粉尘螨滴剂的国内市场空间将达到 233 亿元。233 亿对应我武 17 年 3.86 亿收入，现阶段粉尘螨滴剂产品渗透率仅为 1.66%，未来公司可尽享消费升级、技术进步下产品渗透提升的红利。

(备注：因过敏性鼻炎患者常伴有过敏性鼻炎，为避免重复计算，仅取我国过敏性鼻炎的病患数进行计算)

图表 11: 假设最终接受脱敏治疗的比例为 50%，则粉尘螨滴剂国内市场空间为 233 亿，现阶段公司产品渗透率仅 1.66%



数据来源：《变应性鼻炎诊断和治疗指南（天津）》，产业调研，东吴证券研究所

据好大夫官网公布的“全国好评科室-耳鼻喉”数据，目前我国含耳鼻喉科室的医院（包括耳鼻喉专科医院和综合医院）共计 2599 家。其中，三级及以上医院 1287 家，二级及以上医院 1274 家，广东、山东等地分布较多。

图表 12: 我国耳鼻喉专科医院及含耳鼻喉科综合医院统计情况（家）

省（市、自治区）	三级及以上医院	二级及以上医院	二级以下医院	合计
上海	30	34	7	71
北京	58	23	6	87
广东	109	9	7	208
广西	30	9	-	39
江苏	90	47	2	139
浙江	82	52	-	134
安徽	38	66	1	105
江西	31	61	2	94
福建	43	57	1	101
山东	3	99	-	192
山西	31	61	1	93
河北	52	123	3	178
河南	60	96	1	157
天津	23	10	-	33
辽宁	71	33	-	104
黑龙江	47	50	-	97
吉林	25	36	1	62

湖北	0	62	2	124
湖南	45	54	1	10
四川	88	5	1	141
重庆	21	28	1	50
陕西	38	38	-	76
甘肃	17	15	-	32
云南	21	16	-	37
新疆	15	9	-	24
内蒙古	30	23	-	53
海南	7	5	1	13
贵州	16	9	-	25
青海	4	1	-	5
宁夏	10	12	-	22
西藏	2	1	-	3
合计	1287	1274	38	2599

数据来源：好大夫官网，东吴证券研究所；备注：此数据统计自好大夫网站公布的“全国好评科室-耳鼻喉”，仅供参考

2.2. 技术发展、疗效进步，脱敏治疗在国内认可度持续提升

过敏性疾病的治疗方法主要为脱敏治疗和药物治疗，目前药物治疗患者仍占据较高比例，脱敏疗法（又称免疫疗法）因技术开发相对较晚、对患者依从性要求较高等因素导致其在国内的认知度及接受度尚低。然而脱敏疗法属于对因治疗，能够在一定程度上达到治愈/减少复发的目的，同时可避免长期使用免疫控制药物引起的副反应。

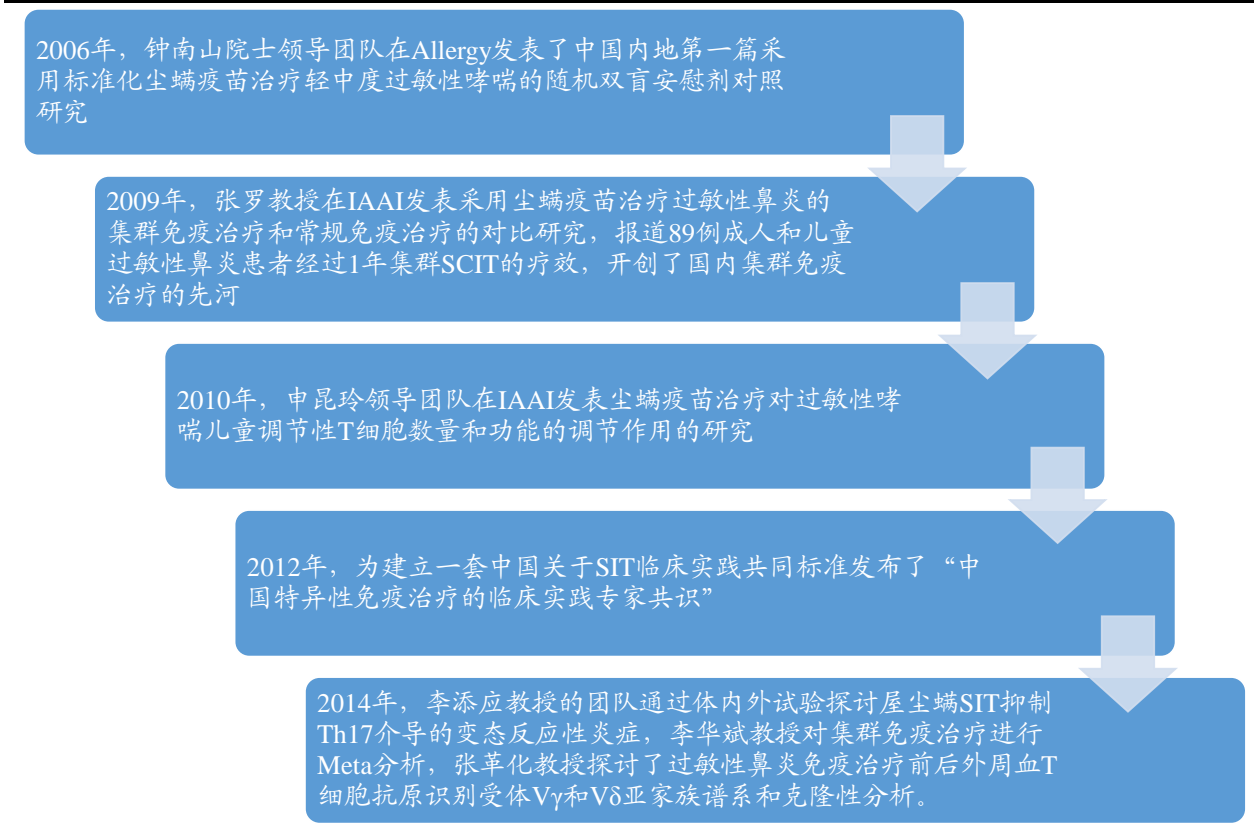
图表 13：脱敏疗法 vs 药物治疗

	脱敏治疗	药物治疗
作用机理	通过致敏原与患者的反复接触，从而提高患者对该致敏原的耐受性，达到治愈/减少复发的目的；属对因治疗	一定程度上控制机体对过敏原的免疫应答；属对症治疗
代表药物	舌下含服：粉尘螨滴剂，皮下注射：屋尘螨变应原制剂、螨变应原注射液	抗组胺药、糖皮质激素、白三烯抑制剂、 β 受体激动剂等
治疗周期	分治疗/脱敏阶段和维持阶段，一个完整的疗程约需 2-3 年	不提倡长期连续使用，6-8 周为一个治疗周期
费用	单疗程 5000-8000 元	严重患者需终身使用者，费用较高
优缺点	一定程度上能够控制过敏疾病的复发，需要患者坚持连续脱敏	能够较快控制临床症状，但无法改变疾病的自然进程，长期用药后存在明显的副反应

数据来源：CNKI，产业调研，东吴证券研究所

近年来，脱敏疗法在国内发展迅猛，在治疗方法、安全性、临床研究与实践、及其免疫机制等诸多方面均获得了突破性进展。

图表 14: 脱敏疗法在我国的发展历程



数据来源：《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015》，东吴证券研究所

随着免疫治疗技术的进步、学术推广的加强，近年来脱敏疗法取得了自学术研究至临床使用的极大认可。回顾中华医学会耳鼻咽喉科分会历年会议中对变应性鼻炎（即过敏性鼻炎）所制定的推荐治疗方案/治疗指南，其中对脱敏疗法作用的描述经历了05年提出的“坚持治疗3~5年通常有效”，到11年提出“免疫治疗具备远期疗效，并且是目前唯一有可能通过免疫调节机制改变疾病自然过程的治疗方式”，再到16年的天津指南，其中已明确指出“变应原特异性免疫治疗为AR的一线治疗方法，临床推荐使用”。

图表 15: 中华医学会耳鼻咽喉科分会历年会议逐步肯定了脱敏疗法在过敏性鼻炎治疗中的作用

发表时间	指南名称	对免疫/脱敏疗法治疗作用的描述
2005 年	《变应性鼻炎的诊治 则和推荐方案（兰州）》	免疫治疗：应选用标准化的变应原疫苗或浸液进行特异性免疫治疗， 坚持治疗 3~5 年通常有效。
2009 年 12 月	《变应性鼻炎诊断和治疗指南(武夷山)》	免疫治疗：变应原特异性免疫治疗常用皮下注射和舌下口服。疗程分为剂量累加阶段和剂量维持阶段，总疗程不少于 2 年。应采用标准化变应原疫苗，由具备资质的人员进行操作。
2011 年 1 月	《儿童变应性鼻炎诊断和治疗指南（重庆）》	免疫治疗：通过应用逐渐增加剂量的特异性变应原疫苗，减轻由于变应原暴露引发的症状，使患儿实现临床和免疫耐受， 具备远期疗效，可提高患儿的生活质量，阻止变应性疾病的进展，是目前唯一有可能通过免疫调节机制改变疾病自然过程的治疗方式。
2016 年 1 月	《变应性鼻炎诊断和治疗指南（天津）》	免疫治疗： 变应原特异性免疫治疗为 AR 的一线治疗方法，临床推荐使用。 研究证实这种治疗方法对 AR 具有近期和远期疗效，且有可能改变疾病的自然进程，预防 AR 发展为哮喘，减少产生新的致敏。

数据来源：中华耳鼻咽喉头颈外科杂志，东吴证券研究所

曾有国外学者 Berto 对过敏性鼻炎合并或不合并哮喘的患者进行了回顾性多中心队列研究，对 SLIT（即舌下脱敏治疗）和药物治疗进行成本结果分析得出，**脱敏治疗的药物经济学指标要优于单纯的药物治疗。**该实验随访 6 年计算得出：在 1000 例患者中，症状改善的患者数，免疫治疗组较药物治疗组多 399 例；防止哮喘急性发作的患者数，免疫治疗组较药物治疗组多 229 例。免疫治疗组平均每位患者 6 年的直接花费为 2400 欧元，间接花费为 1919 欧元，而药物治疗组相应花费为 3026 欧元和 3400 欧元。

2.3. 我武生物在国内脱敏市场市占率领先，龙头地位显著

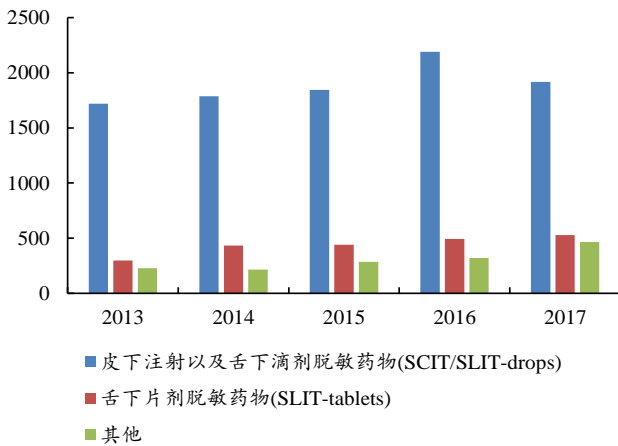
截止目前，国内获得国家食药监总局批准上市的尘螨类脱敏药物仅 3 个，分别为我武的“粉尘螨滴剂”、ALK 公司的“屋尘螨变应原制剂”和 Allergopharma 公司的“螨变应原注射液”。其中，粉尘螨滴剂是目前国内唯一的舌下含服型尘螨脱敏产品，其余两家进口产品均为皮下注射制剂。此外，国际市场上 Stallergenes 公司也拥有舌下含服类脱敏药物，但目前尚未进入中国市场。

ALK 为目前全球最大的研发、生产及销售过敏原制剂的企业，其产品线涵盖大多数呼吸道过敏症——屋尘螨、青草花粉、桦木和相关树木花粉、豚草花粉，以及日本的主要过敏原日本雪松花粉。2017 年，ALK 收入为 29.1 亿丹麦克朗，其中，皮下注射及舌下滴剂类脱敏药物

(SCIT/SLIT-drops)占比 65.88%。因其脱敏滴剂保存条件要求高(需冷链), 于是 ALK 在近年来大力投资发展舌下过敏症免疫治疗片剂。

图表 16: ALK 历年分产品收入变化(百万丹麦克朗)

图表 17: ALK 产品线

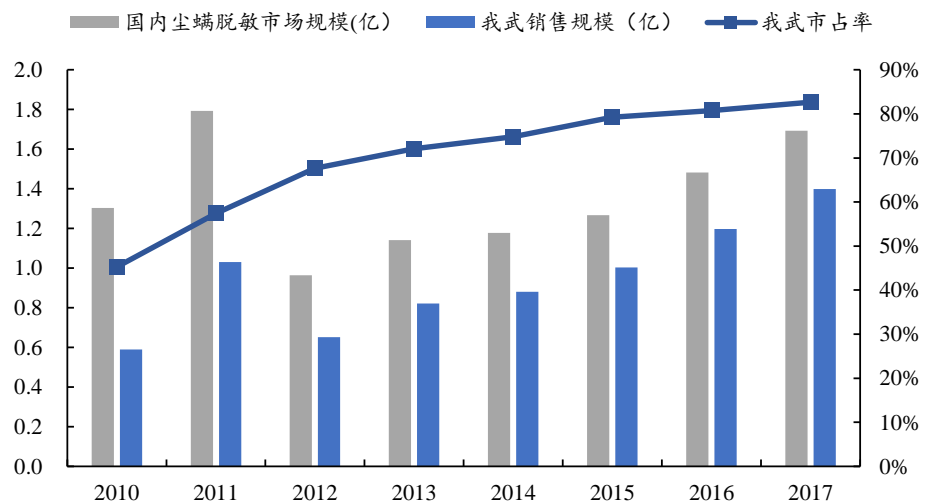


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

数据来源: ALK 公司官网, 东吴证券研究所

公司产品拥有安全性高、使用和携带方便的优势, 2006 年产品上市后国内市场占有率逐年提升。根据 PDB 数据及公司招股书披露, 2010 年公司在国内尘螨脱敏市场的市占率仅 45.3%, 至 2017 年, 公司在国内市场市占率已迅速增至 82.6%。

图表 18: 公司市占率由 2010 年的 45.3% 迅速增至 2017 年的 82.6%



数据来源: PDB, 东吴证券研究所, 注: 2010、2011 年数据来自公司公告

3. 粉尘螨滴剂产品力优越, 公司加强学术推广力度, 产品迎来加速放量期

3.1. 粉尘螨滴剂安全性、操作性优势明显, 儿童患者尤为适用

粉尘螨滴剂是由公司自主研发完成的国内首个标准化舌下含服脱敏

滴剂，属生物创新药。2006年3月，产品获得国家食药监总局颁发的《药品注册批件》与《新药证书》，同年6月公司生产线通过药品GMP认证，畅迪正式获准上市销售。粉尘螨滴剂的活性成分为粉尘螨变应原蛋白，已获批用于因粉尘螨过敏引起的变应性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗，目前公司正积极开发该产品用于过敏性皮炎的适应症扩展，项目已进入三期临床阶段。

粉尘螨滴剂是一种针对螨性过敏性疾病的对因治疗，安全性高、操作方便、疗效优越。其作用机理为通过滴剂与患者舌下黏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。全疗程中，患者从小剂量开始接触变应原，随后剂量逐渐增加至维持剂量并继续使用足够疗程，将促使患者机体的免疫系统产生免疫耐受；一定疗程后当患者再次接触该变应原时，过敏症状将明显减轻甚至完全消失，达到脱敏治疗目的。

- 舌下含服滴剂相较于皮下注射脱敏剂引起副作用(例如过敏性休克)的风险更小，安全性更高，且使用更为方便。
- 舌下含服脱敏治疗可以避免频繁注射给患者带来的痛楚和不便，利于提高患者的治疗依从性，对儿童患者尤为适用。
- 公司产品可以在常温(不高于20℃)条件下保存，相对于其他液体脱敏治疗药物的低温保存条件(2-8℃)来说，贮存运输更为方便，有助于患者随身携带、提高治疗的及时性。

具体而言，公司产品依所含蛋白浓度分为五个型号，由医师根据患者的过敏程度调节产品剂量。产品使用量分为递增剂量和维持剂量：递增剂量为粉尘螨滴剂1号、2号、3号，用于初始治疗阶段，此疗程约持续2-3个月；维持剂量为粉尘螨滴剂4号(适用于儿童)、5号(适用于成人)，用于维持治疗阶段，推荐至少使用1-2年。

图表 19: 粉尘螨滴剂的使用方法

初始脱敏阶段					
粉尘螨滴剂 1 号 (蛋白浓度为 1μg/ml, 装量为 2ml)		粉尘螨滴剂 2 号 (蛋白浓度为 10μg/ml, 装量为 2ml)		粉尘螨滴剂 3 号 (蛋白浓度为 100μg/ml, 装量为 2ml)	
第一周	用量	第二周	用量	第三周	用量
第一天	1 滴	第一天	1 滴	第一天	1 滴
第二天	2 滴	第二天	2 滴	第二天	2 滴
第三天	3 滴	第三天	3 滴	第三天	3 滴
第四天	4 滴	第四天	4 滴	第四天	4 滴
第五天	6 滴	第五天	6 滴	第五天	6 滴
第六天	8 滴	第六天	8 滴	第六天	8 滴
第七天	10 滴	第七天	10 滴	第七天	10 滴
维持治疗阶段					

粉尘螨滴剂 4 号	粉尘螨滴剂 5 号
(蛋白浓度为 333 μ g/ml, 装量为 2ml)	(蛋白浓度为 1000 μ g/ml, 装量为 2ml)
适用于儿童维持脱敏治疗, 从第四周起	适用于成人维持脱敏治疗, 从第六周起, 或遵医嘱特殊需要
每次 3 滴, 每日一次	每次 2 滴, 每日一次

数据来源: 产品说明书, 东吴证券研究所

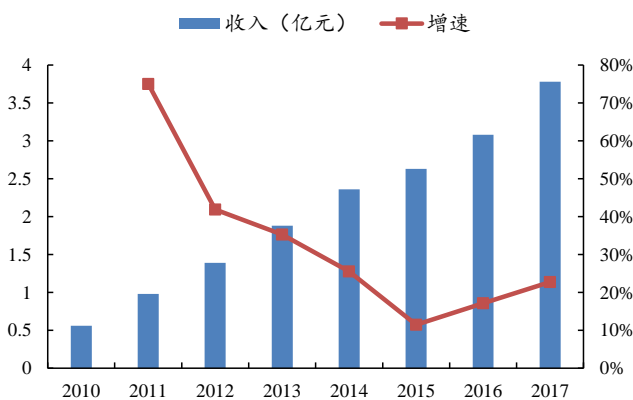
治疗指南及医药论坛报中, 相关专家表示过敏性鼻炎在儿童中发病率高, 且及早进行脱敏治疗可极大程度上避免过敏性鼻炎转化成哮喘。

- 2005 年在武汉市针对 3~6 岁儿童的问卷结合皮肤点刺试验的调查中, 经确诊的 AR 患病率为 10.8%;
- 2007 年针对北京市中心城区和郊区 3~5 岁儿童的调查显示, 经确诊的 AR 患病率分别为 19.5% 和 10.8%;
- 2008-2009 年在北京、重庆和广州市以 0~14 岁儿童为对象的问卷调查中, AR 自报患病率分别为 14.46%、20.42% 和 7.83%;
- 医药论坛报中上海交通大学附属仁济医院卢教授表示, 儿童 AR 和哮喘的发生率均较高, 上海 AR 患病率是 15%, 哮喘的发病率是 7.5%, 且很多哮喘、咳嗽患儿伴有 AR。

3.2. 公司加强学术推广、深挖渠道潜力, 产品迎来加速放量期

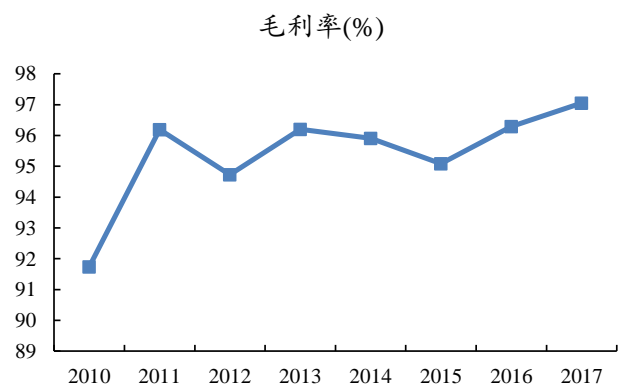
2012-2016 年, 畅迪收入的年复合增速超过 22%, 其中销量取得 18% 的年复合增长, 产品单价的复合增速达到 3.4%, 呈现量价齐升趋势。然而在 2015-2016 年, 由于医院招标降价因素, 畅迪的收入增速有所下降。随着 17 年以来招标降价不利因素的出清, 同时公司加强产品的终端学术推广力度、深挖医院科室潜力, 畅迪的销售增长重回快车道。2017 年, 畅迪实现收入 3.78 亿元, 同比增长 22.7%。畅迪的毛利率近三年小幅提升, 2017 年达到 97.05%。

图表 20: 畅迪历年销售收入变化



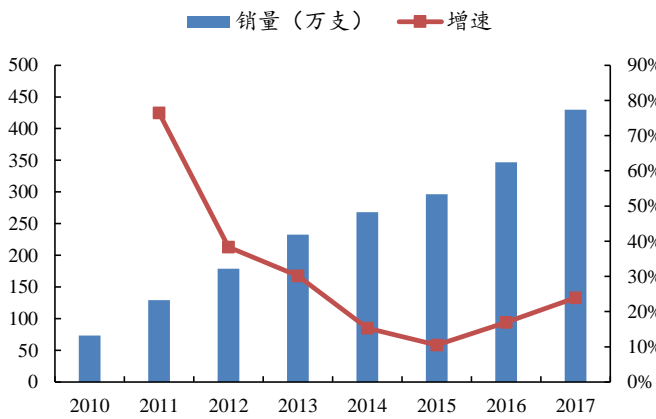
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 21: 畅迪历年毛利率变化



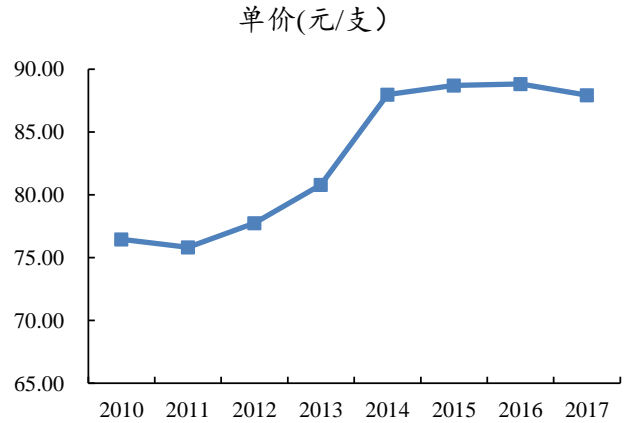
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 22: 畅迪历年销售量变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 23: 畅迪历年单价变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

粉尘螨滴剂属于处方药, 公司主要通过自建学术推广团队进行终端推广, 同时依靠医药商业公司的区域物流系统对产品进行配送。近年公司采取多种方式加强自身营销体系建设, 具体包括: 通过多层次的学术会议加大产品在全国市场的推广力度, 专业医学媒体宣传; 合作开展临床课题研究; 推进过敏性疾病专家队伍建设; 通过逐级逐层的培训提高医生对公司产品的认知; 协助医院建立患者教育服务平台; 建立患者咨询机制, 为患者提供产品咨询等。

经过多年发展, 公司已建立起组织有序、高效运行的专业学术营销体系, 形成了由营销团队策划实施与委托实施相结合的学术推广模式, 并持续通过多层次的学术会议加大产品在全国市场的推广力度。截至目前, 公司产品已覆盖全国 30 多个省的数百家大中型医院, 销售网络已进入到全国大多数省级城市和部分地县级城市。

持续加强营销投入, 扩大销售覆盖面。2014 年, 公司募投 3096 万元进行营销服务网络建设, 拟在全国建立 4 个销售大区、21 个省级办事处、40 个地级办事机构, 同时未设办事处的 100 个重要地县级城市设立常驻管理人员, 以此提高公司在非优势地区的产品渗透力度, 特别是县级医院的渗透能力。

图表 24: 公司全国四大营销区域划分情况

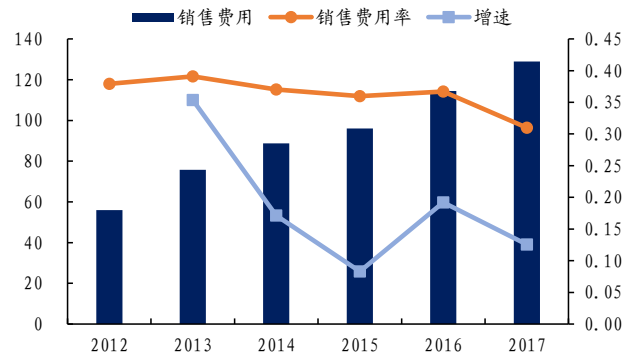
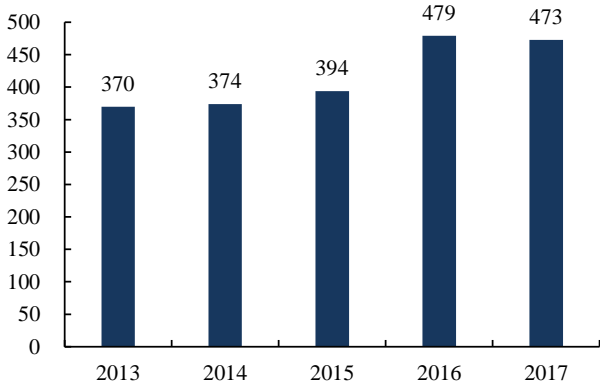
营销区域	设立地点	管辖区域
华东	上海	上海、浙江、江苏、安徽、山东、福建、江西
华南	广州	广东、广西、海南、云南、贵州
华中	武汉	湖北、湖南、四川、重庆、河南、陕西 (含甘肃)
华北	北京	黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、河北、北京 (含天津)、山西

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2016 年新增销售人员 85 人，同比增幅超过 21%，销售费用率较 15 年增加 0.73 个百分点。2017 年，公司加强了对销售人员的梳理和人均产值的管理，对部分销售效率较低地区及相关销售人员进行了回撤及重新分配，17 年报表上显示公司销售人员较去年同期减少了 6 人。17 年公司销售费用达到 1.29 亿元，同比增长 12.57%。

图表 25: 公司历年销售人员数量 (人)

图表 26: 公司历年销售费用变化 (百万元)

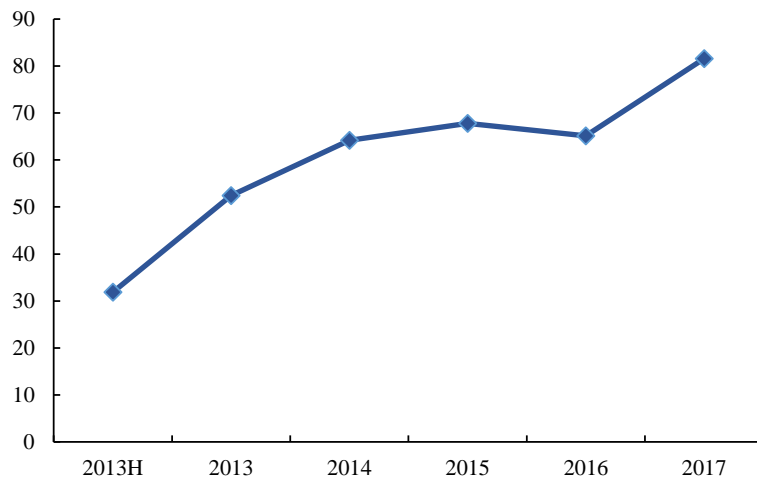


数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

深挖医院科室潜力，销售人员人均单产有望持续提升。自上市以来，公司人均单产由 2013 年的 52.4 万元/人迅速增至 2017 年的 81.6 万元/人。综合脱敏行业正处于成长期、公司产品性能优越、学术营销推广体系初具规模，我们认为公司销售人员单产/终端医院单产仍有较大提升空间。

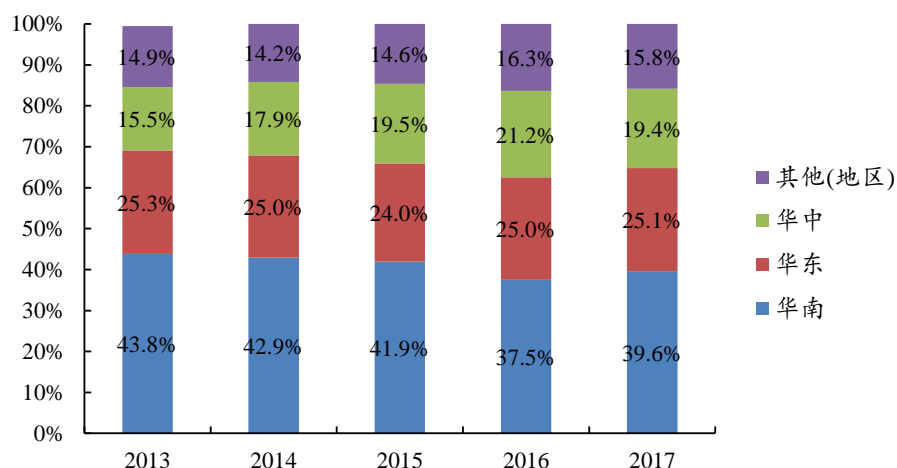
图表 27: 公司销售人员人均单产 (万元/人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

营销体系建设迎来收获期，优势销售区域外产品渗透力不断增强。华东、华南地区历来为公司的优势销售区域，一方面公司在此区域的销售布局较强，另一方面存在区域气候、过敏率及对过敏疾病认知程度的地区差异。2014 年公司上市当年，华东、华南地区的销售收入占比分别达到 25.0%、42.9%，华中等其他地区占比仅 32.1%。然而至 2016 年，华东、华南等传统优势地区外的收入占比已上升至 37.5%。

图表 28: 公司历年收入分布 (分地区)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 积极打造过敏诊疗产品创新孵化平台, 持续构筑优势产品集群

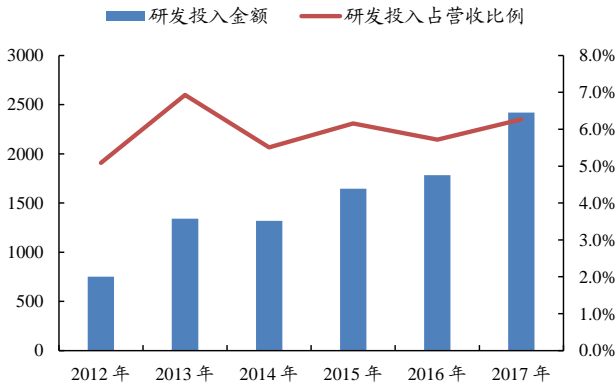
通过持续的研发创新, 公司从上市初的单一产品开始, 逐步扩大了在过敏性疾病领域的覆盖广度和深度, 形成了独具特色的生物医药创新研发平台。一方面, 经过多年发展公司已拥有一支高素质高水平、年龄结构合理且相对稳定的研发队伍, 能够准确把握技术更新和产品换代的重要发展机遇, 保证了公司研发工作的连续性和前瞻性。另一方面, 公司针对行业发展趋势, 利用自身产业积累积极布局新产品的研发储备工作。

2014 年公司拟投入 4429 万元进行变应原研发中心技术改造, 开拓新型变应原技术发展方向, 截至 2016 年该项目已投入使用。公司新研发平台将包括变应原原料中心、检测抗体开发中心、蛋白纯化中心、标准化中心和样品制剂中心, 这些中心的建成将有力地提升公司在过敏性疾病诊疗领域的新药开发能力。

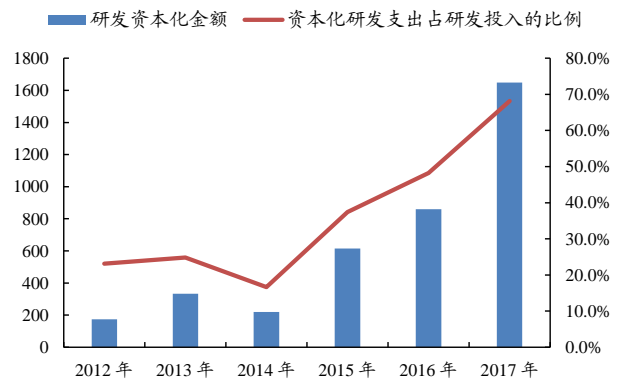
公司持续加强研发投入, 2017 年公司研发总投入达到 2,418.54 万元, 占营业收入的 6.27%, 研发支出资本化金额 1,648.37 万元, 占研发总投入的 68.16%。

图表 29: 公司历年研发投入情况 (万元)

图表 30: 公司历年研发投入资本化情况 (万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们认为,未来变应原制品技术发展的主要方向包括: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;②经过化学修饰,改善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以重组变应原或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。目前,公司针对不同类型变应原治疗产品、配套诊断试剂以及上市产品新适应症开发等方面进行了多层次布局。

截至2017年底,公司的黄花蒿花粉滴剂进入三期临床试验,尘螨合剂处于二期临床阶段,粉尘螨滴剂扩大适应症(用于特应性皮炎的脱敏治疗)项目已进入三期临床试验;过敏性疾病诊断试剂方面,公司新产品户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒申报生产的申请已获受理,黄花蒿花粉点刺液等9项点刺相关产品已获批临床。

图表 31: 公司在研产品管线

产品名称	类型	用途	进展	对公司未来的影响
黄花蒿花粉滴剂	变应原治疗产品	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	III 期临床试验阶段	丰富产品线
尘螨合剂	变应原治疗产品	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	II 期临床试验阶段	丰富产品线
粉尘螨滴剂	变应原治疗产品	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗	特应性皮炎 III 期临床试验阶段	扩大用药人群
户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	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	已获药品注册申请受理(申报生产)	丰富产品线

黄花蒿花粉点刺液等 9项点刺相关产品	变应原体内诊断产品	用于点刺试验, 辅助诊断 I 型变态反应性疾病	已获得药物临床试验批件(筹备 I 期临床试验阶段)	丰富产品线
丝素蛋白保湿止痒敷料	膏状辅料(医疗器械)	用于辅助治疗干燥性皮肤瘙痒症	临床前研究阶段	丰富产品线

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

除上述在研项目外, 公司经过长期调研决定介入针对过敏性疾病的症状控制用药的新药研发。2017 年 7 月对上海凯屹医药科技有限公司出资 1300 万元, 持有其 19.9% 的股权, 并可能视其产品国内/国际注册进展进一步投资。上海凯屹医药科技有限公司开发一种新型的支气管舒张剂, 不仅可对哮喘患者进行症状控制治疗, 还可缓解慢性阻塞性肺炎患者的病症, 新药具有见效快、毒副作用小的优点。未来公司将以尘螨、花粉、点刺系列产品, 以及针对过敏性疾病的症状控制用药等产品, 形成过敏性疾病诊疗领域的多种产品协同发展的产品格局。

此外, 2017 年度公司成功完成了“丝素蛋白保湿止痒敷料”的原料制备工艺研究, 并形成样品, 拟以医疗器械产品进行注册申报。产品成功上市后, 将成为粉尘螨滴剂针对特应性皮炎(在研扩展适应症)在皮肤科领域的有效延伸。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

公司核心产品粉尘螨滴剂目标市场空间大, 未来在脱敏治疗用户教育程度不断提高的情况下, 产品渗透率有望得到提升。短期来看, 公司渠道建设迎来收获期, 核心产品获得加速放量。中长期来看, 公司利用长期的产业创新实践积累形成了独具特色的生物医药创新研发平台, 目前另一款重磅的变应原治疗产品黄花蒿粉滴剂已进入三期临床, 多款在研产品稳步推进, 未来公司内部有望形成过敏性疾病诊疗领域多品种协同发展的格局。

核心假设:

- 1、核心产品粉尘螨滴剂的单价未来三年基本不变, 销量分别达到 26%、26.5%、27% 增长, 毛利率保持稳定;
- 2、粉尘螨皮肤点刺试剂盒的收入保持平稳增长, 毛利率保持稳定;
- 3、其他业务的收入保持平稳增长, 毛利率保持稳定;

基于上述假设, 我们预计 2018-2020 年, 公司营业收入分别为 4.87 亿元、6.18 亿元和 7.89 亿元, 归母净利润分别为 2.39 亿元、3.07 亿元和 3.92 亿元。

图表 32: 公司盈利预测数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
公司整体								
收入(亿元)	1.94	2.40	2.67	3.12	3.86	4.87	6.18	7.89
增速	31.1%	23.7%	11.3%	16.9%	23.7%	26.2%	26.9%	27.7%
毛利率(%)	96.19	95.94	95.09	96.30	96.35	96.20	96.03	96.23
粉尘螨滴剂								
收入(亿元)	1.88	2.36	2.63	3.08	3.78	4.79	6.10	7.81
增速	35.3%	25.5%	11.4%	17.1%	22.7%	26.6%	27.4%	28.0%
单价(元/支)	80.81	87.99	88.72	88.82	87.94	88.38	89.00	89.71
增速		8.9%	0.8%	0.1%	-1.0%	0.5%	0.7%	0.8%
销量(万支)	232.66	268.22	296.44	346.77	429.82	541.57	685.09	870.06
增速	30.1%	15.3%	10.5%	17.0%	24.0%	26.0%	26.5%	27.0%
毛利率(%)	96.20	95.91	95.08	96.29	97.05	96.8	96.5	96.6
粉尘螨皮肤点刺试剂盒及相关产品								
收入(亿元)	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
增速	-25.0%	-33.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
毛利率(%)	95.88	97.46	95.94	97.04	95.44	95.5	95.5	95.5
其他业务								
收入(亿元)	-	-	-	-	0.04	0.04	0.04	0.04
增速	-	-	-	-	-	0.1%	0.2%	0.2%
毛利率(%)	-	-	-	-	25.00	25.0	25.0	25.0

数据来源: wind, 东吴证券研究所

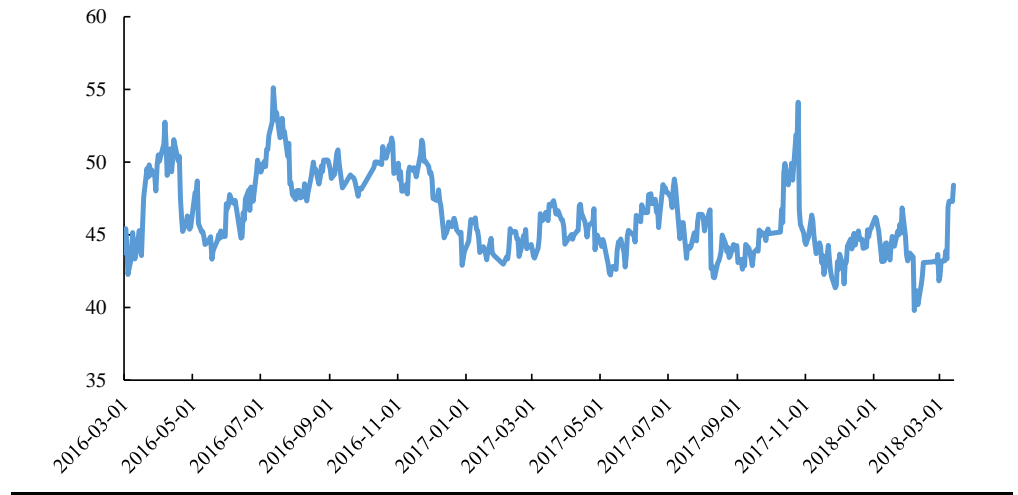
5.2. 投资建议

以下是我们对公司的估值思考:

- 1、根据我们对公司的盈利预测, 当前股价对应未来三年估值分别为 43X、34X、26X。
- 2、参考公司历史估值, 自 2016 年以来公司的动态 PE 不低于 40 倍水平。
- 3、按照申万行业分类, 选取长春高新等 4 家生物制品上市公司, 2018 年平均估值为 50 倍。

考虑到公司在我国尘螨脱敏治疗领域具备稀缺性, 未来产品渗透空间广, 渠道布局迎来收获, 中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 33: 公司动态 PE



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 34: 可比公司估值

可比公司	归母净利润(亿元)				总市值 (亿元)	LYR	PE		
	2017A	2018E	2019E	2020E			2018E	2019E	2020E
长春高新	6.62	8.76	11.34	14.54	316	48	36	28	22
艾德生物	0.94	1.33	1.84	2.44	92	98	70	50	38
安科生物	2.78	3.75	5.00	6.52	193	70	52	39	30
安图生物	4.47	5.96	7.82	10.10	243	54	41	31	24
平均值	3.70	4.95	6.50	8.40	211	68	50	37	28
我武生物	1.86	2.39	3.07	3.92	103	56	43	34	26

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 4 家可比公司盈利预测参考 wind 一致性预期

6. 风险提示

1) 行业政策变化风险:

随着国家医疗卫生体制改革的不断深化, 医改政策持续推进实施, 医保控费、集采降价、两票制、GMP 飞行检查、工艺核查等举措深刻影响着医药产业的各个环节。随着医保控费、招标降价的常态化, 针对个别招标降价及二次议价幅度较大的地区, 公司从长期考虑, 为维护价格稳定, 保证产品质量, 可能会放弃部分地区的销售, 对公司业绩将会造成一定影响。

2) 主导产品较集中的风险:

现阶段, 公司主导产品“粉尘螨滴剂”是营业收入的主要来源, 占营业收入的比重较大。虽然公司部分产品已获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。若主导产品市场推广不达预期, 抑或集中采购价格、原辅材料或人工成本发生变化, 将会对公司业绩持续增长产生一定的影响。

3) 新药开发进度不达预期的风险。

我武生物 (300357) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	656.5	859.0	1,108.4	1,426.3	营业收入	385.6	486.7	617.8	788.6
现金	185.8	344.8	532.1	782.1	营业成本	14.1	18.5	24.5	29.7
应收票据&账款	142.4	181.4	229.6	295.0	营业税金及附加	2.6	2.4	3.1	3.9
其它应收款	2.1	2.6	3.3	4.2	营业费用	128.9	161.6	202.6	262.6
预付账款	4.4	3.6	7.1	5.8	管理费用	33.9	38.3	47.9	59.1
存货	19.8	24.7	34.3	37.2	财务费用	-3.8	-5.8	-9.7	-14.5
其他	301.9	301.9	301.9	301.9	资产减值损失	2.1	1.7	1.7	1.7
非流动资产	191.8	179.1	168.6	160.9	投资净收益	7.6	9.5	11.7	14.3
固定资产	114.8	107.1	90.6	74.1	营业利润	215.4	279.4	359.3	460.3
无形资产	5.0	47.6	42.1	36.5	营业外损益	3.5	1.3	1.3	1.3
其他	72.0	24.4	35.9	50.2	利润总额	219.0	280.7	360.6	461.6
资产总计	848.3	1,038.1	1,277.0	1,587.2	所得税	32.9	42.1	54.0	69.2
流动负债	42.2	45.1	44.0	47.0	净利润	186.1	238.6	306.6	392.4
应付账款	1.4	1.8	2.4	2.7	少数股东损益	-	-	-	-
其他	40.8	43.4	41.6	44.3	归母净利润	186.1	238.6	306.6	392.4
非流动负债	4.9	4.9	4.9	4.9	EBITDA	221.6	295.2	371.2	467.1
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	1.15	1.48	1.90	2.43
其他	4.9	4.9	4.9	4.9	主要财务比率				
负债合计	47.1	50.0	48.8	51.8	营业收入增速	23.5%	26.2%	26.9%	27.7%
股本	161.6	161.6	161.6	161.6	归母净利润增速	44.0%	28.2%	28.5%	28.0%
少数股东权益	-	-	-	-	毛利率	96.3%	96.2%	96.0%	96.2%
归属母公司股东权益	801.3	988.1	1,228.1	1,535.3	净利率	48.3%	49.0%	49.6%	49.8%
负债和股东权益	848.3	1,038.1	1,277.0	1,587.2	ROE	23.2%	24.2%	25.0%	25.6%
现金流量表					ROIC	42.5%	38.3%	46.8%	54.9%
经营活动现金流	159.1	205.2	244.5	321.5	资产负债率	5.5%	4.8%	3.8%	3.3%
折旧摊销	6.5	20.5	20.5	20.3	总资产周转率	45.5%	46.9%	48.4%	49.7%
营运资金变动	-3.2	199.5	250.6	314.9	P/E	55.6	43.4	33.7	26.4
投资活动现金流	-168.4	-0.3	-0.5	-1.0	P/B	12.9	10.5	8.4	6.7
筹资活动现金流	-40.4	-45.8	-56.7	-70.4	EV/EBITDA	45.8	33.9	26.4	20.5
现金净增加额	-49.7	159.0	187.2	250.0	每股净资产(元)	4.96	6.11	7.60	9.50

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

