

## 我武生物(300357)/生物制品

## 一枝独秀，专注舌下脱敏的龙头企业

**评级：增持(首次)**

市场价格：42.70

合理估值区间：49.95

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

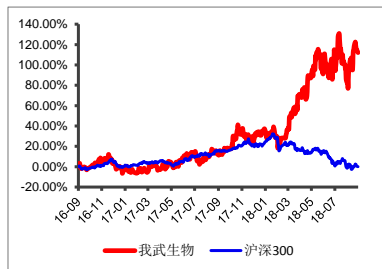
分析师：赵磊

执业证书编号：S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	291
流通股本(百万股)	254
市价(元)	42.70
市值(百万元)	12425.7
流通市值(百万元)	10845.8

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	312.09	385.58	505.71	654.73	851.39
增长率 yoy%	16.84%	23.55%	31.16%	29.47%	30.04%
净利润	129.20	186.10	245.04	322.30	422.64
增长率 yoy%	9.66%	44.04%	31.67%	31.53%	31.13%
每股收益(元)	0.44	0.64	0.84	1.11	1.45
每股现金流量	0.42	0.55	0.90	0.79	1.08
净资产收益率	19.71%	23.23%	24.96%	24.72%	24.48%
P/E	96.13	66.74	50.69	38.54	29.39
PEG	9.95	1.52	1.60	1.22	0.94
P/B	10.53	15.50	12.65	9.53	7.19

备注：数据截止 2018.09.03

**投资要点**

- 核心观点：**市场对我武生物一直有两个疑虑，1. 产品畅迪是否有效？2. 作为依赖单一产品畅迪（收入比重达到 98%左右）的企业，公司未来发展如何？舌下脱敏的市场空间大吗，增速如何？这篇报告我们针对市场的疑虑点进行解答。国内过敏性疾病患病人群多、脱敏市场空间大，我武生物是目前国内唯一的舌下脱敏龙头企业、市占率超过 80%，在研品种具备较强的竞争力。
- 我武生物是目前国内唯一的舌下脱敏产品生产企业。**公司是目前 CFDA 批准的唯一国产舌下含服脱敏药物的生产企业，创始人胡贻熙夫妇科学家背景出身，主要产品粉尘螨滴剂（商品名“畅迪”）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。2009-2017 年净利润 CAGR 41.52%，营业收入与净利润都保持稳定快速增长的态势。
- 市场关心的问题之一：脱敏、舌下脱敏对过敏性疾病是否有效？**我们认为，舌下脱敏是经过临床检验的治疗过敏性疾病的有效手段。（1）从过敏反应原理来说：过敏反应主要是过敏原进入人体刺激 B 淋巴细胞产生 IgE 抗体，IgE 抗体作为信号源与肥大细胞和嗜碱性粒细胞的表面相结合使得机体处于致敏状态。舌下脱敏通过阻断过敏的信号源 IgE 从而根源性治疗过敏。（2）从国际权威组织认可度来说：舌下脱敏已经成为国际权威组织认可的过敏性疾病治疗方法，《变应性鼻炎及其对哮喘的影响》指南、《WHO 舌下特异性免疫治疗意见书》认可舌下脱敏的治疗价值。（3）从海外公司的成长历程来看：第一个脱敏药品已上市销售近 30 年，丹麦 ALK-Abello 公司、德国 Allergopharma 公司和法国 Stallergenes 公司的舌下脱敏产品在全球销售多年，累积治疗百万以上病人。
- 市场关心的问题之二：舌下脱敏的市场空间大吗？增速如何？**（1）过敏已成为全球第六大疾病，患病总人群比例超过 20%。WHO 测算全球约有 1.5 亿人患有过敏性鼻炎、约有 6 亿人患有过敏性鼻炎，且患病率逐年提升 5%。中国过敏性鼻炎患病人群逐步靠近发达国家水平，过敏性鼻炎发病率中位值接近 10%、部分地区超过 20%，儿童哮喘发病率达到 3.02%。（2）过敏性疾病市场大。全球过敏性鼻炎治疗市场规模约 122 亿美元、增速 15%，脱敏治疗占比 10%；我国抗过敏药物市场规模超过 170 亿元，5 年 CAGR 13.63%。（3）舌下含服脱敏药物已成为支撑全球抗过敏药物市场发展的新动力。全球舌下含服脱敏产品占整体脱敏药物 47%，脱敏产品市场年平均增速在 8%左右，远超抗组胺药物的下滑态势。2017 年国内抗过敏药市场中粉尘螨滴剂同比增速超过 36%，高于其他主流抗过敏药物。
- 我武深耕舌下脱敏领域，独家剂型优势明显、在研品种空间大。**我武生物粉尘螨滴剂为国内独家含服剂型，市占率高超过 80%，且在 3 年内行业基本上没有新进入者；公司通过建设学术管理营销网络推动产品销售。此外，公司 III 期在研产品黄花蒿粉滴剂主攻北方市场，未来空间大。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 5.06、6.55、8.51 亿元，同比增长 31.16%、29.47%、30.04%，归属母公司净利润为 2.45、3.22、4.23 亿元，同比增长 31.67%、31.53%、31.13%，对应 EPS 为 0.84、1.11、1.45 元。目前公司股价对应 2019 年 38.5 倍 PE，国内过敏性疾病患病人群多、脱敏市场空间大，考虑到公司作为 A 股唯一的舌下脱敏标的且市占率超过 80%，2019 年大品种黄花蒿粉滴剂有望申报上市，我们给予公司 2019 年 45 倍 PE、合理估值区间为 49.95 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**粉尘螨滴剂学术推广不及预期的风险；在研产品获批不及预期的风险；药品招标降价的风险；粉尘螨滴剂竞争加剧的风险。

## 内容目录

<b>我武生物：国内专注舌下脱敏的龙头企业，一枝独秀</b> .....	<b>- 4 -</b>
国内首家舌下脱敏治疗药物生产商 .....	- 4 -
公司经营稳健，财务情况良好 .....	- 5 -
<b>市场关心的问题之一：脱敏、舌下脱敏对过敏性疾病是否有效？</b> .....	<b>- 6 -</b>
我们认为，舌下脱敏是经过临床检验的治疗过敏性疾病的有效技术 .....	- 6 -
粉尘螨滴剂脱敏的原理：阻断过敏的信号源 IgE 从而根源性治疗过敏 .....	- 7 -
舌下脱敏已经成为国际权威组织认可的过敏性疾病治疗方法 .....	- 7 -
全球脱敏市场发展早，第一个脱敏药品已上市销售近 30 年 .....	- 9 -
<b>市场关心的问题之二：舌下脱敏的市场空间大吗？增速如何？</b> .....	<b>- 9 -</b>
过敏已成为全球第六大疾病，患病总人群比例超过 20% .....	- 9 -
全球过敏性鼻炎治疗市场规模约 122 亿美元、增速 15%，脱敏治疗占比 10%- 10 -	
舌下脱敏药物成为全球抗过敏药发展新动力，国内粉尘螨滴剂增速超过 36%- 12 -	
<b>我武深耕舌下脱敏领域，独家剂型优势明显、在研品种空间大</b> .....	<b>- 12 -</b>
我武生物粉尘螨滴剂为国内独家含服剂型，市占率高超过 80% .....	- 12 -
建设学术管理营销网络，推动国内脱敏市场发展 .....	- 13 -
在研产品黄花蒿粉滴剂主攻北方市场，未来空间大 .....	- 14 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 15 -</b>
盈利预测 .....	- 15 -
相对估值法：48.6-54 元 .....	- 16 -
投资建议 .....	- 17 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 17 -</b>
粉尘螨滴剂学术推广不及预期的风险 .....	- 17 -
在研产品获批不及预期的风险 .....	- 17 -
药品招标降价的风险 .....	- 17 -
粉尘螨滴剂竞争加剧的风险 .....	- 17 -

## 图表目录

<b>图表 1：我武生物主要产品为粉尘螨滴剂系列</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 2：公司股权结构示意图</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 3：2009-2018H1 公司营业收入及增速（单位：亿元，%）</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 4：2009-2018H1 公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 5：2009 年-2018H1 粉尘螨滴剂营收及增速（单位：百万元，%）</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 6：2009 年-2018H1 公司主营收入构成（单位：%）</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 7：2009-2018H1 公司毛利率与净利率情况（单位：%）</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 8：2009-2018Q1 公司费用率变化情况（单位：%）</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 9：过敏反应的致病机制中核心信号源是 IgE</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 10：粉尘螨滴剂舌下脱敏机制</b> .....	<b>- 7 -</b>

图表 11: 脱敏治疗可以达到根治过敏的效果.....	- 8 -
图表 12: 脱敏治疗及舌下脱敏治疗逐步获得国际权威组织认可.....	- 8 -
图表 13: 脱敏免疫含片 Oralair 在临床上显示出良好疗效.....	- 9 -
图表 14: FDA 已批准 3 个舌下脱敏产品在美国上市.....	- 9 -
图表 15: 欧美及中国部分地区过敏性鼻炎患病率统计.....	- 10 -
图表 16: 欧美及中国部分地区哮喘患病率统计.....	- 10 -
图表 17: 全球畅销药物中抗过敏药物市场 (单位: 亿美元, %) .....	- 11 -
图表 18: 全球过敏性鼻炎治疗市场规模 (单位: 亿美元, %) .....	- 11 -
图表 19: 2016 年过敏性鼻炎治疗市场中脱敏占比达 11% (单位: 亿美元) ..	- 11 -
图表 20: 2016 年过敏性鼻炎脱敏市场以欧洲为主 (单位: 亿美元) .....	- 11 -
图表 21: 我国抗过敏类药物市场规模及增速 (单位: 亿元, %) .....	- 12 -
图表 22: 2013-2017 年全国重点城市公立医院抗过敏类药物市场结构 (单位: 亿元) .....	- 12 -
图表 23: 2014 年全球舌下含服脱敏药物市占率上升至 46%.....	- 12 -
图表 24: 国内过敏药物中粉尘螨滴剂增速高于其他品种, 2017 年超过 36%..	- 12 -
图表 25: 国内尘螨类脱敏治疗药物对比.....	- 13 -
图表 26: 我武生物粉尘螨滴剂治疗过敏性鼻炎效果良好.....	- 13 -
图表 27: 国内尘螨口服类产品竞争格局.....	- 13 -
图表 28: 我武生物营销网络示意图.....	- 14 -
图表 29: 我武生物分地域销售收入情况 (单位: 百万元) .....	- 14 -
图表 30: 我武生物在研产品情况.....	- 15 -
图表 31: 我武生物分产品拆分 (百万元) .....	- 16 -
图表 32: 我武生物期间费用率和所得税率假设 (百万元) .....	- 16 -
图表 33: 我武生物可比公司估值 (百万元) .....	- 17 -
图表 34: 我武生物财务模型预测 (单位: 百万元) .....	- 18 -

## 我武生物：国内专注舌下脱敏的龙头企业，一枝独秀

### 国内首家舌下脱敏治疗药物生产商

- **我武生物是目前国内唯一的舌下脱敏产品生产企业。**公司是目前 CFDA 批准的唯一国产销售舌下含服脱敏药物的生产企业，主要产品为粉尘螨滴剂（商品名“畅迪”），针对性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。畅迪系列按照变应原（即通常大家所说的“过敏原”）的蛋白浓度分为递增量 1-3 号和维持量 4-5 号，治疗时根据过敏程度调节使用剂量、滴入舌下含服 1 分钟。公司另有粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒，用于点刺试验、辅助诊断因粉尘螨致敏引起的过敏性疾病，属于粉尘螨滴剂配套产品。

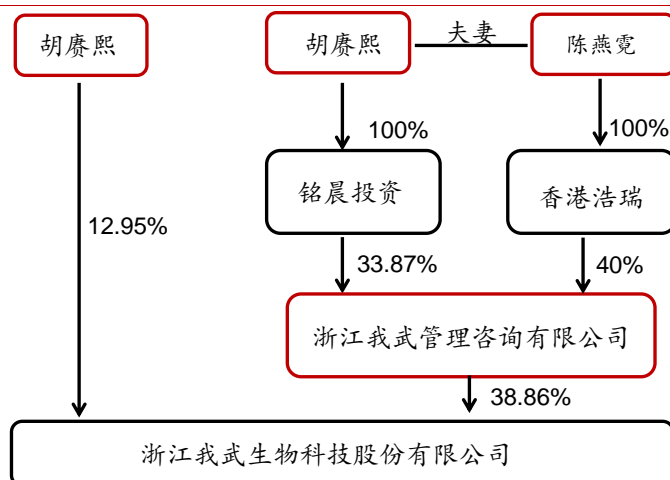
图表 1：我武生物主要产品为粉尘螨滴剂系列

产品名称	粉尘螨滴剂1号	粉尘螨滴剂2号	粉尘螨滴剂3号	粉尘螨滴剂4号	粉尘螨滴剂5号
规格（蛋白浓度）	1 $\mu$ g/mL	10 $\mu$ g/mL	100 $\mu$ g/mL	333 $\mu$ g/mL	1000 $\mu$ g/mL
使用时间	第一周	第二周	第三周	第4周起	第6周起或遵医嘱
1瓶使用时长	1	1	1	2周或长期	长期
分类	递增剂量			长期维持剂量，儿童	维持剂量
中标价（元/瓶）	31.65	40.05	48.31	98.29	123.28
是否医保	否				
年治疗费用	3000元左右				
商品示意图					

来源：公司招股说明书，药智网，中泰证券研究所（中标价取江苏省最新中标价）

- **公司实际控制人为胡赓熙夫妇，学术背景深厚。**公司第一大股东为浙江我武管理咨询公司（持股比例 38.86%），我武咨询实际由胡赓熙和 YANNICHEN(陈燕霓)夫妇控股；此外胡赓熙单独直接持有公司 12.95% 股份。公司实际控制人为胡赓熙夫妇，二人合计持有公司 41.66% 股权。董事长胡赓熙先生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、中国科学院微观生物学专家委员会成员等，陈燕霓女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。实控人夫妇学术背景深厚，深耕生物制药领域。

图表 2: 公司股权结构示意图

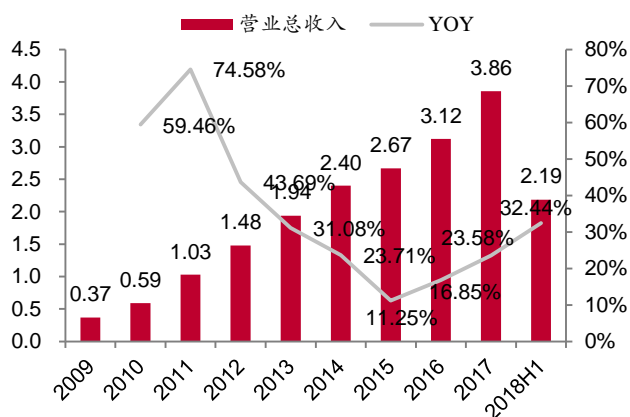


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

公司经营稳健, 财务情况良好

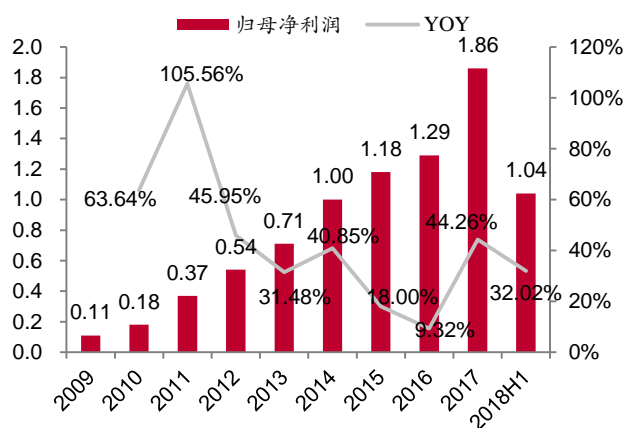
- 公司经营稳健, 2009-2017 年净利润 CAGR 达到 41.52%。公司自 2002 年成立以来, 依靠用于治疗或诊断过敏性疾病的核心产品“粉尘螨滴剂”、“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”等实现良好经营。2017 年公司实现营业收入 3.86 亿元、归母净利润 1.86 亿元, 2009-2017 年净利润 CAGR 41.52%, 营业收入与净利润都保持稳定快速增长的态势。2018 年上半年收入 2.19 亿元 (32.44%+)、净利润 1.04 亿元 (32.02%+), 继续保持稳定增长态势。

图表 3: 2009-2018H1 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

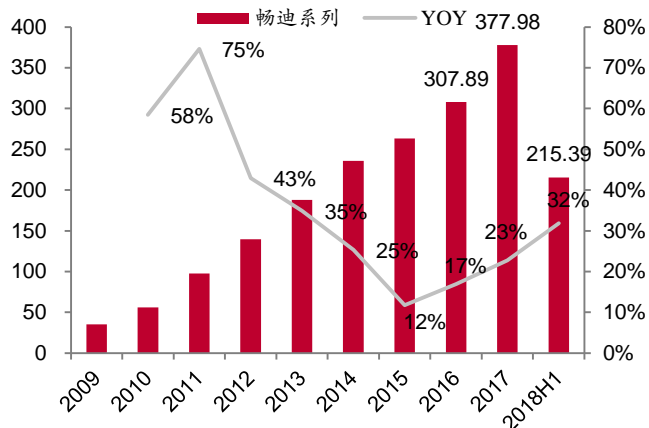
图表 4: 2009-2018H1 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

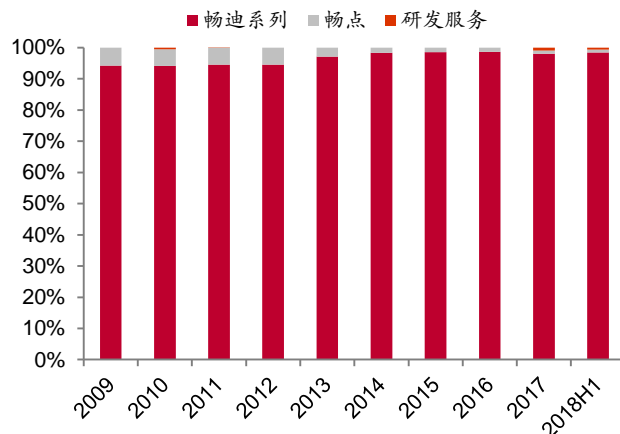
- 畅迪系列是公司核心产品, 2017 年收入比重达到 98%。公司核心产品畅迪®系列目前占公司营业总收入 98%, 2017 年公司粉尘螨滴剂营业收入为 3.78 亿元、同比增长 22.76%, 2012-2017 年 CAGR 达到 22.07%; 2017 年点刺试剂盒畅点®销售 8,157 套, 销售额 393.25 万元、略微下滑 6.26%。2018 年上半年畅迪®系列实现销售收入 2.15 亿元, 同比增长近 32%, 占公司收入比重保持在 98%左右。

图表 5: 2009 年-2018H1 粉尘螨滴剂营收及增速 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

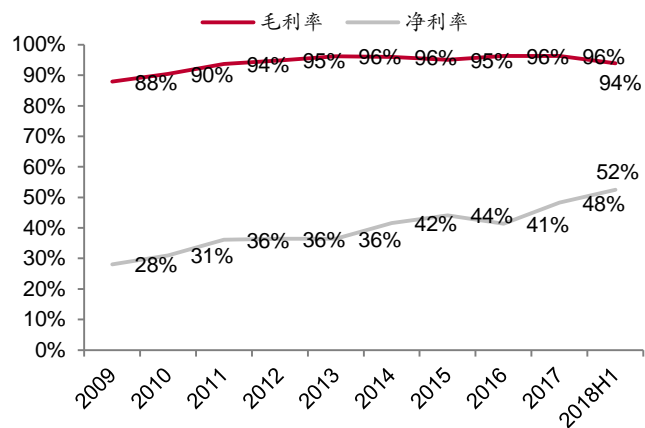
图表 6: 2009 年-2018H1 公司主营收入构成 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

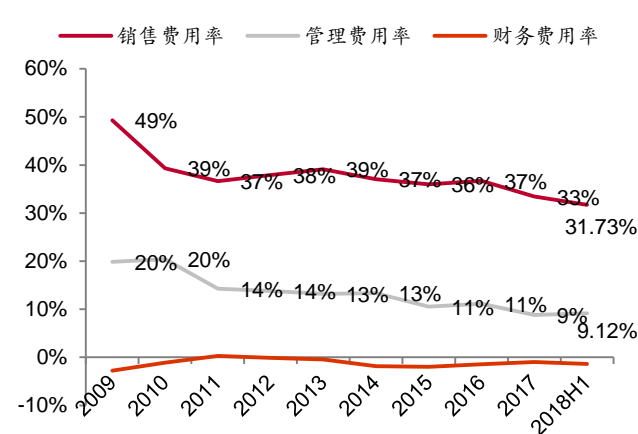
■ 公司毛利率维持在 95%左右, 2016 年以来三项费用有效控制。公司净利率受益于产品销售进入成熟期推广难度下降、产品销量上升和产品价格波动较小等因素呈逐年上升趋势, 2017 年净利率 48%、2018H1 净利率 52%。2016 年以来公司销售费用率和管理费用率呈下降趋势, 2017 年销售费用率和管理费用率分别为 33%、9%, 达历年最低; 2018 年上半年费用率进一步下降。我们认为, 公司费用率下降主要由于公司销售平台打开, 经过前期宣传和 market 教育后医生和消费者对公司产品有一定认可。

图表 7: 2009-2018H1 公司毛利率与净利率情况 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2009-2018Q1 公司费用率变化情况 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 市场关心的问题之一: 脱敏、舌下脱敏对过敏性疾病是否有效?

我们认为, 舌下脱敏是经过临床检验的治疗过敏性疾病的有效技术

- 从过敏反应原理来说: 过敏反应 (通常指的是 I 型超敏反应) 主要是过敏原进入人体刺激 B 淋巴细胞产生 IgE 抗体, IgE 抗体作为信号源与肥大细胞和嗜碱性粒细胞的表面相结合使得机体处于致敏状态。舌下脱敏通过阻断过敏的信号源 IgE 从而根源性治疗过敏。
- 从国际权威组织认可度来说: 《WHO 变应原免疫治疗意见书》、《变应性

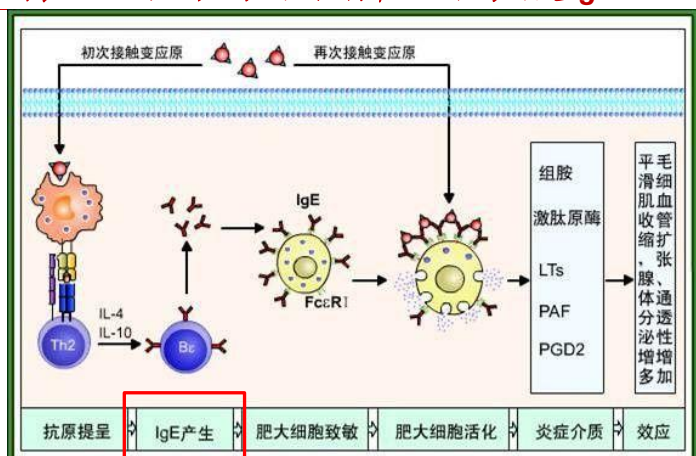
鼻炎及其对哮喘的影响》(ARIA)指南、《WHO 舌下特异性免疫治疗意见书》认可舌下脱敏的治疗价值。

- **从海外公司的成长历程来看:** 丹麦 ALK-Abello 公司、德国 Allergopharma 公司和法国 Stallergenes 公司的舌下脱敏产品在全球销售多年, 累积治疗百万以上过敏性疾病病人。

**粉尘螨滴剂脱敏的原理: 阻断过敏的信号源 IgE 从而根源性治疗过敏**

- **花粉、尘螨、花生、海鲜等都是常见的过敏原。** 通常所说的过敏反应指的是 I 型超敏反应, 是由来自外界的过敏原, 通常为螨虫、寄生虫、花粉、食物等进入机体后与人体免疫系统中的 B 淋巴细胞产生免疫应答, 机体产生的 IgE 抗体与肥大细胞和嗜碱性粒细胞的表面相结合, 此时机体处于对该过敏原的致敏状态。当相同抗原再次进入机体时, 肥大细胞分泌组织胺、白三烯、血小板活化因子等生物活性物质, 机体开始出现过敏症状。
- **IgE 是过敏反应中起关键作用的信号源。** 在过敏反应中, IgE 处于关键的信号源位置。通常过敏原刺激机体产生的 IgE 抗体结合在肥大细胞和嗜碱性粒细胞表面。外界抗原再次进入机体时必须与这些 IgE 抗体结合才能触发肥大细胞和嗜碱性粒细胞分泌炎症介质引发过敏反应。因此, 过敏原总 IgE 是检查过敏反应时最重要的指标之一。

图9: 过敏反应的致病机制中核心信号源是 IgE



来源: 中泰证券研究所

图10: 粉尘螨滴剂舌下脱敏机制



来源: 中泰证券研究所

- **粉尘螨滴剂脱敏原理: 阻断过敏的信号源 IgE 从而根源性治疗过敏。** 过敏反应由特异性 IgE 介导, 一般发生时 IgE 抗体数量升高。应用舌下脱敏法治疗, 持续性给予变应原刺激, 第一是改变了 Th 细胞的免疫平衡; 第二是刺激 B 淋巴细胞活化产生具有阻断作用的 IgG 类抗体, 特异性 IgG 可阻断 IgE 通路、作为封闭抗体与肥大细胞等细胞的表面受体进行结合, 阻止 IgE 结合肥大细胞后刺激分泌炎症介质, 从而达到治疗过敏反应的效果。

**舌下脱敏已经成为国际权威组织认可的过敏性疾病治疗方法**

- **脱敏治疗是一种可能根治过敏性疾病的对因治疗。** 对于过敏性疾病的治疗, WHO 给出避免接触过敏原、对症治疗、脱敏治疗、教育患者四个方面的综合性方案。对症治疗和脱敏治疗都是用药物去控制过敏症状,

但对症治疗无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性，一般停药后治疗效果随之停止。10-20%的过敏性鼻炎患者使用症状缓解类药物仍不能有效控制疾病。而脱敏治疗作为特异性过敏原免疫治疗（allergen-specific immunotherapy, ASIT），是一种对因治疗，患者从小剂量开始接触变应原，持续使用多疗程后，变应原剂量逐渐增加至维持剂量，使得患者机体内的免疫系统产生免疫耐受，当患者再次接触此过敏原时，过敏症状减轻甚至消失。公司主导产品“粉尘螨滴剂”即属于可能改变过敏性疾病自然进程的对因治疗药物，主要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。

**图表 11: 脱敏治疗可以达到根治过敏的效果**

治疗方法	优点	缺点
避免过敏原	有效防止过敏性疾病的发作	完全避免在生活中不切实际
对症治疗	能很快控制过敏症状	仅能控制过敏症状、停药后无效
脱敏治疗	存在根治可能性	治疗周期长，通常需要数周方可见效
患者教育	过敏是长期复杂过程，需要患者对疾病的认知	仅辅助治疗

来源：我武生物招股说明书，中泰证券研究所

- 舌下脱敏治疗已获得国际权威组织推荐。1998年《WHO 变应原免疫治疗意见书》认可脱敏治疗为唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法，并将舌下脱敏提名为存在潜在价值的治疗方案；2006年，欧洲变态反应与临床免疫学学会（EAACI）指出，应尽早使用可能改变疾病自然进程的对因疗法防止受累器官的粘膜发生不可逆损伤；同年，新版《变应性鼻炎及其对哮喘的影响》（ARIA）明确将舌下脱敏认定为成人花粉症治疗方案。

**图表 12: 脱敏治疗及舌下脱敏治疗逐步获得国际权威组织认可**

时间	事件
1969	开始出现舌下含服变应原用于食物过敏检测的治疗
1990	欧洲开始大剂量开展舌下含服随机、双盲、安慰剂对照实验
1993	欧洲变态反应和临床免疫学会在意见书中指出舌下含服是一种潜在有价值的治疗方法
1998	WHO在其《变应原免疫治疗：变态反应性疾病的治疗性疫苗》中，建议将舌下含服用于治疗变应性鼻炎治疗
2001	由WHO参与制定的《变应性鼻炎及其对哮喘的影响》中，舌下含服用于儿童的安全性得到首次肯定；同时，WHO正式推荐舌下脱敏疗法替代注射脱敏
2008	新版ARIA明确指出，舌下脱敏可用于治疗成人花粉症、螨虫过敏、可干预变应性疾病的自然进程、可减少新发变应原致敏

来源：《儿科学杂志》，我武生物招股说明书，中泰证券研究所

- 脱敏药物在过敏疾病的治疗上展现了良好疗效。以 Stallergenes 公司的舌下免疫治疗药物 Oralair（含片）为例，2014年2月成为美国 FDA 批准的首个过敏原提取物舌下制剂，主要针对草花粉引起的过敏性鼻炎和哮喘等。临床数据显示，患者接受 Oralair 或安慰剂每天至草花粉季节前和自始至终草花粉季节共 4 个月，与安慰剂对照 Oralair 可以显著改善草



花粉季节鼻结膜炎症状患者的鼻结膜炎症状和需要使用过敏药物（抗组织胺、鼻皮质激素和口皮质激素）的强度。

**图表 13: 脱敏免疫含片 Oralair 在临床上显示出良好疗效**

美国研究：草花粉季节鼻结膜炎症状成年患者				
疗效终点	ORALAIR	安慰剂	组间最小平方(LS)差值	相对差值(估算)
试验人数	208	228		
每天组合评分CS	0.32	0.45	-0.13	-28.20%
每天鼻结膜炎总症状评分(RTSS)	3.21	4.16	-0.95	-22.90%
每天药物得分(RMS)	0.11	0.2	-0.09	-46.50%
欧洲研究：草花粉季节鼻结膜炎症状成年患者				
疗效终点	ORALAIR	安慰剂	组间最小平方(LS)差值	相对差值(估算)
试验人数	136	148		
每天组合评分CS	0.5	0.7	-0.2	-29.60%
每天鼻结膜炎总症状评分(RTSS)	3.48	4.91	-1.43	-29.20%
每天药物得分(RMS)	0.41	0.59	-0.18	-30.10%
儿童研究：儿童和青少年				
疗效终点	ORALAIR	安慰剂	组间最小平方(LS)差值	相对差值(估算)
试验人数	131	135		
每天组合评分CS	0.44	0.63	-0.19	-30.10%
每天鼻结膜炎总症状评分(RTSS)	2.52	3.63	-1.11	-30.60%
每天药物得分(RMS)	0.46	0.65	-0.19	-29.50%

来源：FDA，中泰证券研究所

全球脱敏市场发展早，第一个脱敏药品已上市销售近 30 年

- 欧美脱敏治疗市场已有近百年历史，美国 FDA 已批准 3 个舌下脱敏药物。欧美国国家脱敏药物治疗起步早。以 ALK 公司为例，其在 1923 年于丹麦制造出第一支药物制造的过敏原提取物，随后于 1990 年推出世界首款舌下过敏症免疫治疗滴剂。ALK 已经覆盖大多数呼吸道过敏症，并在全球积累达 150 万病人治疗过敏性鼻炎或过敏性哮喘。2014 年 4 月份 FDA 批准了三个舌下脱敏免疫含片上市，脱敏疗法在美国市场正式进入发展期。

**图表 14: FDA 已批准 3 个舌下脱敏产品在美国上市**

日期	产品	所属公司	适应症	年龄段	备注
2014年4月1日	Oralair, 含片	Stallergenes公司	草花粉—过敏性鼻炎、哮喘	10岁及以上	FDA批准的首个舌下脱敏药品
2014年4月14日	Grastek, 含片	默沙东和ALK共同研发	草花粉—过敏性鼻炎、过敏性结膜炎	5岁及以上	可用于5岁儿童的舌下含片
2014年4月17日	Ragwitek, 含片	默沙东	短豚草花粉—过敏性鼻炎、哮喘	18岁及以上	适应症包括伴有或不伴有结膜炎花粉症

来源：各公司网页，FDA，中泰证券研究所

市场关心的问题之二：舌下脱敏的市场空间大吗？增速如何？

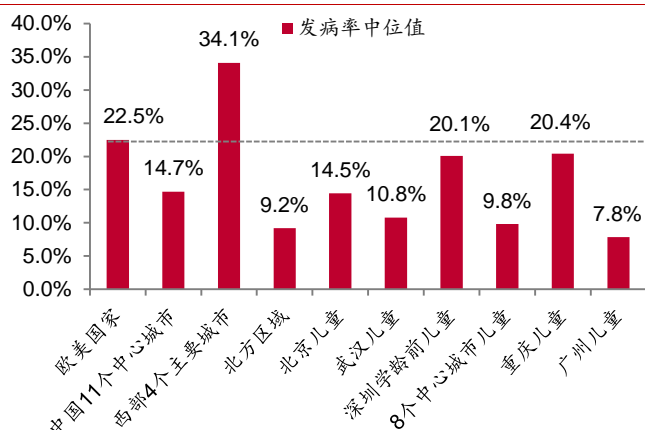
过敏已成为全球第六大疾病，患病总人群比例超过 20%

- 过敏已成为全球第六大疾病，患病总人群比例超过 20%。WHO 数据显

示，过敏已成为全球第六大疾病，约 22-25%的人患有过敏性疾病，且总过敏人口以每年 10 到 23 倍的速度上升，其中哮喘、鼻炎、湿疹的患病率每年增加 5%。WHO 测算目前全球约有 1.5 亿人患有过敏性哮喘、约有 6 亿人患有过敏性鼻炎。

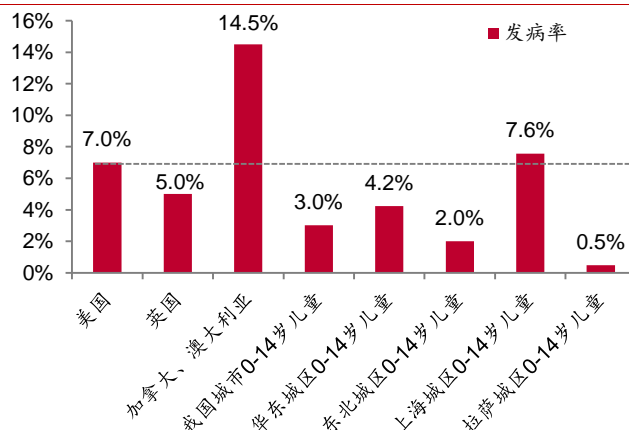
- **中国过敏性疾病患病人群逐步靠近发达国家水平，过敏性鼻炎发病率中位值接近 10%、部分地区超过 20%，儿童哮喘发病率达到 3.02%。**我国公布的部分城市婴儿过敏原流行病学调查结果显示，婴幼儿过敏发生率持续增加：约 20%的儿童遭受过敏困扰，接近发达国家儿童过敏的发病率；国内 2 岁以下的婴幼儿中约有 40.9%有过敏性疾病病史；过敏性鼻炎的发病率中位值接近 10%、部分地区超过 20%，过敏性鼻炎的儿童 35%左右伴有哮喘；43 个城市儿童的哮喘发病率达到 3.02%（2013 年）。随着城市化加剧、污染和生活水平提高等，我国过敏性疾病患病依然将不断上升。

**图表 15: 欧美及中国部分地区过敏性鼻炎患病率统计**



来源：过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015，中泰证券研究所

**图表 16: 欧美及中国部分地区哮喘患病率统计**

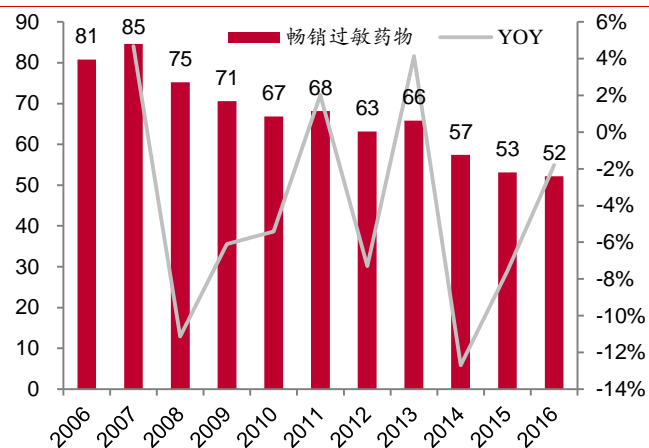


来源：第三次中国城市儿童哮喘流行病学调查（2013），中泰证券研究所

**全球过敏性鼻炎治疗市场规模约 122 亿美元、增速 15%，脱敏治疗占比 10%**

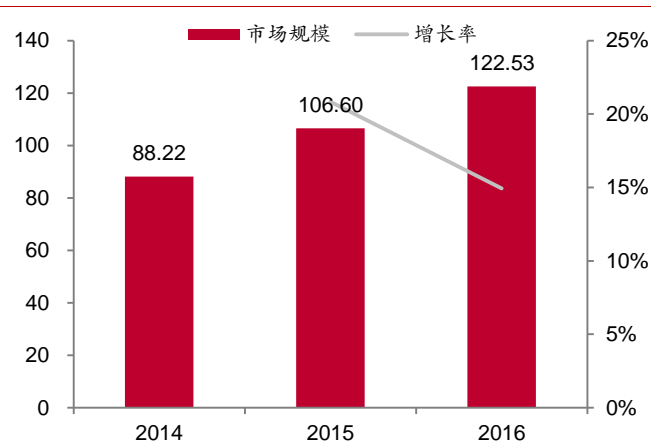
- **全球脱敏治疗占整体过敏市场 11%左右，主要集中在欧洲。**2016 年整体抗过敏药物销售额下降至 52 亿美元，主要是由于原研抗组胺药专利到期原因。2016 年全球过敏性鼻炎治疗市场规模达到 122.53 亿美元左右，增速约为 15%；其中脱敏药物占比达到 10%，市场规模 13.48 亿美元。脱敏药物市场主要集中在欧洲（占比 69%），美国 2014 年几款脱敏药物刚获批进入市场、仍在发展中。

图表 17: 全球畅销药物中抗过敏药物市场 (单位: 亿美元, %)



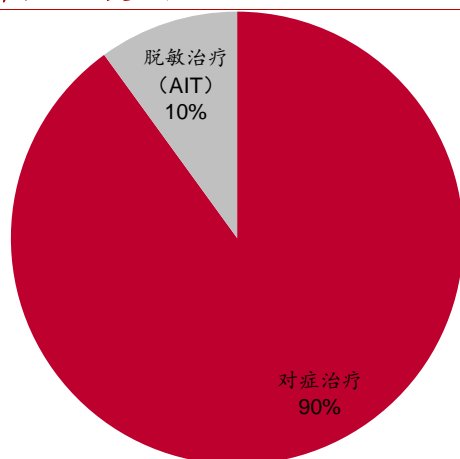
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 18: 全球过敏性鼻炎治疗市场规模 (单位: 亿美元, %)



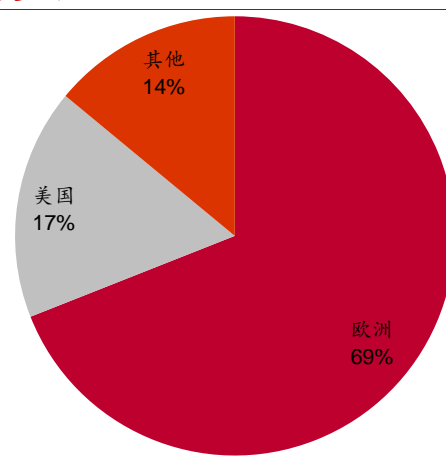
来源: stallergenes 年报, Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 19: 2016 年过敏性鼻炎治疗市场中脱敏占比达 11% (单位: 亿美元)



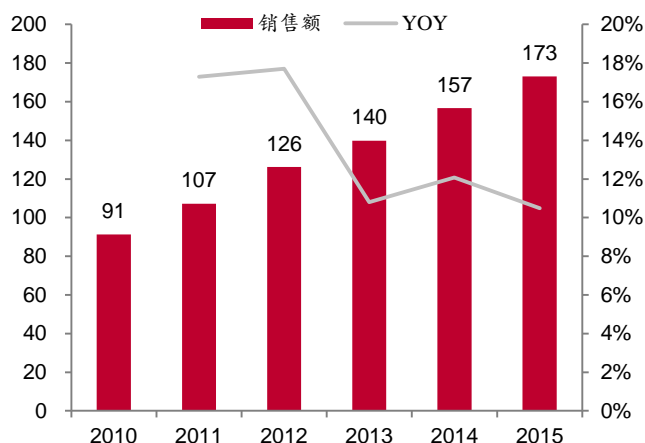
来源: stallergenes 年报, 中泰证券研究所

图表 20: 2016 年过敏性鼻炎脱敏市场以欧洲为主 (单位: 亿美元)

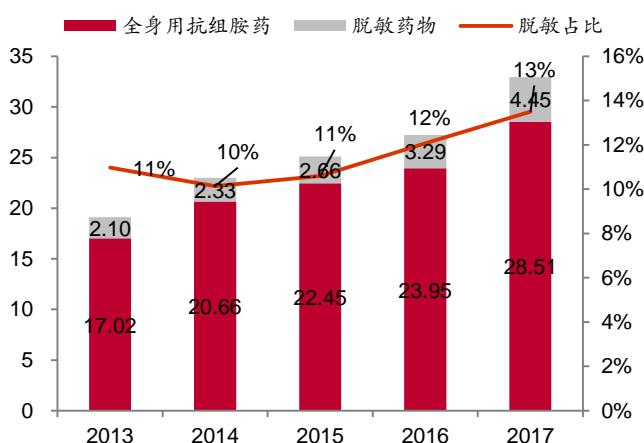


来源: stallergenes 年报, 中泰证券研究所

- 我国抗过敏药物市场规模超过 170 亿元, 5 年 CAGR 达到 13.63%。受遗传、环境污染日趋严重、过敏原接触机会增加以及社会心理因素等影响, 我国抗过敏药物市场规模呈持续上升态势。2010 年至 2015 年我国抗过敏药物治疗市场规模从 91.38 亿元上升至 173.09 亿元, 五年 CAGR 达到 13.63%; 2017 年全国重点城市公立医院过敏类药物销售额达到 32.96 亿元, 其中脱敏药物为 4.45 亿元 (占比上升至 13%)。

**图表 21: 我国抗过敏类药物市场规模及增速 (单位: 亿元, %)**


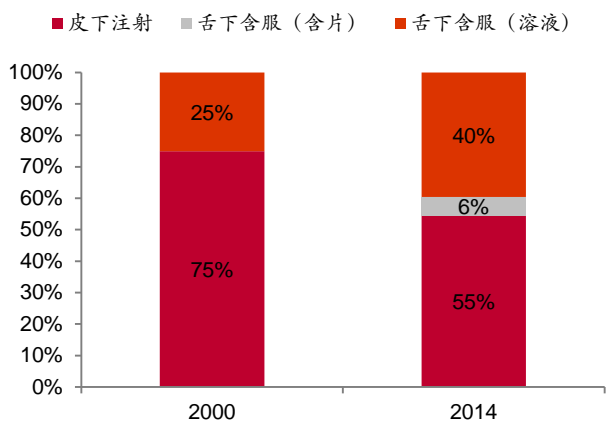
来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

**图表 22: 2013-2017 年全国重点城市公立医院抗过敏类药物市场结构 (单位: 亿元)**


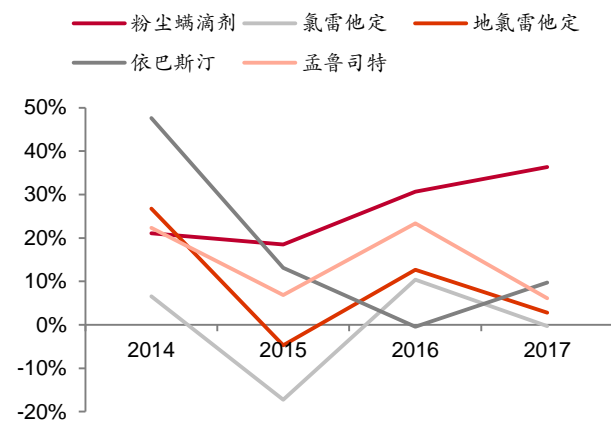
来源: 米内网, 中泰证券研究所

### 舌下脱敏药物成为全球抗过敏药发展新动力, 国内粉尘螨滴剂增速超过 36%

- 全球舌下含服脱敏产品占整体脱敏药物 47%, 国内粉尘螨滴剂增速接近 31%。脱敏产品市场年平均增速在 8% 左右, 远超抗组胺药物的下滑态势; 在脱敏药物中, 舌下含服脱敏药物的市场占有率从 2000 年的 25% 上升至 2014 年的 46%, 成为支撑全球抗过敏药物市场发展的新动力。2017 年国内抗过敏药市场中粉尘螨滴剂同比增速 36.31%, 高于其他主流抗过敏药物。

**图表 23: 2014 年全球舌下含服脱敏药物市占率上升至 46%**


来源: Stallergenes 年报 (2014), 中泰证券研究所 (2000 年舌下含服未区分剂型)

**图表 24: 国内过敏药物中粉尘螨滴剂增速高于其他品种, 2017 年超过 36%**


来源: 米内网, 中泰证券研究所

### 我武深耕舌下脱敏领域, 独家剂型优势明显、在研品种空间大

#### 我武生物粉尘螨滴剂为国内独家含服剂型, 市占率高超过 80%

- 我武生物粉尘螨滴剂为独家舌下含服剂型, 产品市占率超过 80%。目前国内市场销售的尘螨类脱敏治疗药物共有三种, 分别是我武公司生产的粉尘螨制剂、Allergopharma 生产的螨变原注射液和丹麦 ALK 公司生

产的屋尘螨变应原制剂，其中仅我武生物的粉尘螨制剂是舌下含服方式，其余两家都是皮下注射方式给药。我武的含服剂型不良反应发生率较低、年用药费用低，运输储存方便，行业竞争优势明显。自 2012 年起，公司的“粉尘螨滴剂”在尘螨类脱敏药物市场占有率中排名第一；2017 年米内网数据显示公司产品在城市公立医院的市占率达到 81.80%。

**图表 25：国内尘螨类脱敏治疗药物对比**

药品名	生产厂家	适应症	2017年市占率 (城市公立医院)	治疗费用	给药方式	运输
粉尘螨滴剂	我武生物	因粉尘螨引起的过敏性鼻炎、哮喘的脱敏治疗	81.80%	一年费用约3000元，疗程费用共计6000元	舌下含服	可常温运输保存
屋尘螨变应原制剂	ALK	因屋尘螨引起的轻中度过敏性鼻炎、哮喘的脱敏治疗	13.78%	1.8万元左右	皮下注射	需低温贮藏
螨变应原注射液	Allergopharma	吸入性变应原诱发的变态反应疾病	4.42%	1.8万元左右	皮下注射	需低温贮藏

来源：我武生物招股说明书，药智网，米内网，中泰证券研究所

- **治疗效果良好，用药半年后过敏症状明显缓解。**粉尘螨滴剂在治疗过敏性鼻炎、过敏性哮喘等疾病上疗效良好，显著改善过敏症状。临床数据显示，用粉尘螨滴剂治疗 0.5 年后过敏性鼻炎的喷嚏、流涕、鼻塞、鼻痒等症状都得到了明显缓解，且时间越长缓解效果越明显。

**图表 26：我武生物粉尘螨滴剂治疗过敏性鼻炎效果良好**

人数：100例，4-13岁，过敏性鼻炎				
治疗方式：0.5年，我武粉尘螨滴剂1-4号舌下脱敏				
治疗时间	喷嚏（分）	流涕（分）	鼻塞（分）	鼻痒（分）
治疗前	2.30±0.60	1.82±0.64	1.40±0.50	2.23±0.45
治疗后3个月	1.26±0.43	0.91±0.55	0.80±0.44	1.87±0.48
<b>和治疗前对比</b>	<b>显著差异</b>	<b>显著差异</b>	<b>显著差异</b>	<b>显著差异</b>
治疗后6个月	0.89±0.52	0.48±0.54	0.18±0.44	0.87±0.65
<b>和治疗后3个月相比</b>	<b>显著差异</b>	<b>显著差异</b>	<b>显著差异</b>	<b>显著差异</b>

来源：CNKI，中泰证券研究所

- **后进入者处于临床早期，短中期竞争格局良好。**全球舌下含服脱敏药品生产企业在国内的临床进展较慢，北京欧亚康桥商贸有限公司（Allergopharma）申报的“屋尘螨/粉尘螨舌下喷剂”没有进入临床，ALK 公司申请的“屋尘螨变应原制剂”处于临床 I 期。同时，公司以先进技术筑起技术壁垒，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等方面筑造了极强的技术壁垒。

**图表 27：国内尘螨口服类产品竞争格局**

产品	公司	适应症	临床状态	时间
SQ 尘螨变应原舌下片	ALK-Abello 公司	治疗尘螨致敏导致的过敏性鼻炎或不伴哮喘	临床 I 期	首次公示 2017/9/19
屋尘螨变应原制剂	ALK-Abello 公司	-	申报临床补充申请	2018/5/18
屋尘螨/粉尘螨舌下喷剂	北京欧亚康桥商贸有限公司	-	申报临床	2005/7/13

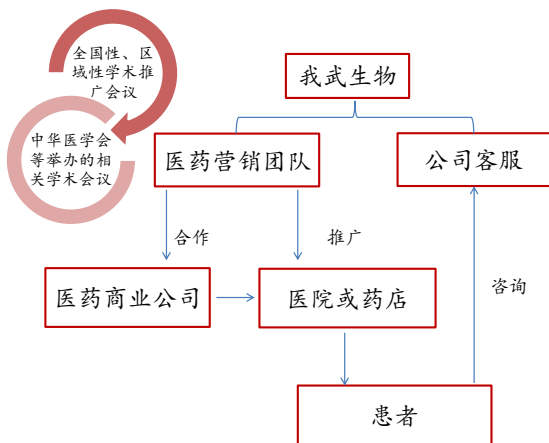
来源：CDE，中泰证券研究所

### 建设学术管理营销网络，推动国内脱敏市场发展

- **公司建立学术营销网络，推动国内脱敏市场发展。**2006 年粉尘螨滴剂获批上市后，公司通过学术营销团队组织策划专业多层次的学术推广会议

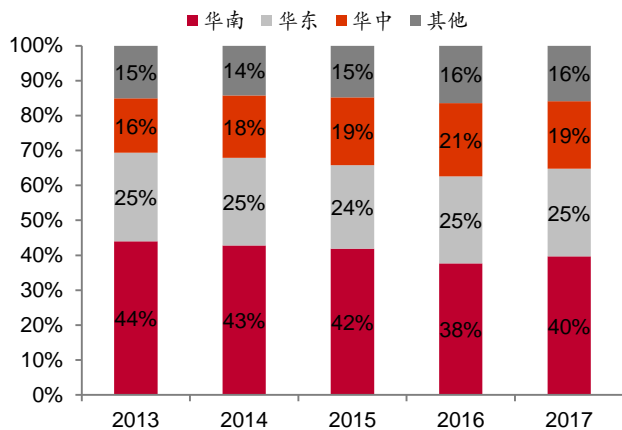
和相关学术活动，提高医生对产品的认知度，提高初次处方率。公司建立涵盖省级城市的管理营销网络，覆盖全国 30 多个省级城市和地县级城市，重覆医院数量超过 800 家。公司销售区域遍布华南、华东、华中和其他区域，华南由于气候和地理原因尘螨过敏严重、是公司传统优势区域，华中区域和其他区域销售占比逐步提升、2017 年收入比重分别达到 19%、16%。

图表 28: 我武生物营销网络示意图



来源：我武生物招股说明书，中泰证券研究所

图表 29: 我武生物分地域销售收入情况 (单位: 百万元)



来源：Wind，中泰证券研究所

在研产品黄花蒿粉滴剂主攻北方市场，未来空间大

- **在研产品黄花蒿粉滴剂主攻北方市场，未来空间大。**由于螨虫偏好温暖湿热的环境，因此在我国华南、华东等地的人口集中地区更容易爆发因尘螨引起的过敏性疾病。公司当前主要市场在华南地区，东南地区合计销售占比可达 60% 以上。北方天气冷、湿度低，不适宜尘螨存活；我国北方人群对蒿属花粉有较高的过敏率，**公司进度最快的在研产品黄花蒿粉滴剂主攻我国北方市场。**黄花蒿粉滴剂已于 2017 年 6 月完成 II 期临床试验、目前已进入临床 III 期，我们预计有望在 2018-2019 年完成所有临床试验、申报上市。
- **现有产品开发多科室的不同过敏症状的应用。**公司主打产品粉尘螨滴剂目前主要覆盖科室为耳鼻喉科、呼吸道科。为扩大科室覆盖面，公司推进粉尘螨滴剂用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎等的脱敏治疗，后续有望推进公司产品进入皮肤科科室，提高公司在行业中的核心竞争力。
- **多项点刺诊断试剂盒处于临床研发状态。**公司另有屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒、黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺产品处于临床试验 I 期状态。

**图表 30: 我武生物在研产品情况**

产品名称	类型	适应症	研发进展					备注	
			临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市		
黄花蒿粉滴剂	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鼻炎哮喘等过敏性疾病的脱敏治疗				√		新产品	
尘螨合剂	变应原治疗产品	过敏性鼻炎			√			新产品	
		过敏性鼻炎哮喘			√			新产品	
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				√		扩展适应症	
屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	诊断产品	辅助诊断 I 型过敏反应疾病						申报生产, 现场检查	
黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺产品	诊断产品	辅助诊断 I 型过敏反应疾病		耐受性研究临床试验阶段					

来源: 公司公告, CDE, 中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 5.06、6.55、8.51 亿元, 同比增长 31.16%、29.47%、30.04%, 归属母公司净利润为 2.45、3.22、4.23 亿元, 同比增长 31.67%、31.53%、31.13%, 对应 EPS 为 0.84、1.11、1.45 元。
- 假设一: 公司营业税金及附加占营业收入百分比基本不变;
- 假设二: 公司整体毛利率保持稳定。分产品来看, 粉尘螨滴剂销售规模上升后毛利率上升到较高水平, 后续保持稳定。
- 对期间费用和所得税的假设:
  - 销售费用率方面, 2018 年及以后公司学术推广进入平稳阶段, 销售费用率保持稳定。
  - 管理费用率方面, 2018 年及以后公司部分在研项目进入上市申报阶段, 预计未来管理费用率保持稳定。
  - 财务费用率: 公司盈利能力较好, 有一定理财收益、财务费用较低。
- 所得税: 我们认为未来三年将保持在 9% 左右。

图表 31: 我武生物分产品拆分 (单位: 百万元, %)

粉尘螨滴剂	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	188.05	235.64	263.25	307.89	377.98	497.30	646.49	840.44
YOY	34.87%	25.31%	11.72%	16.96%	22.77%	31.57%	30.00%	30.00%
成本	7.15	9.63	12.95	11.43	11.16	19.89	25.86	33.62
YOY	0.28%	34.69%	34.48%	-11.74%	-2.37%	78.26%	30.00%	30.00%
毛利率	96.20%	95.91%	95.08%	96.29%	97.05%	96.00%	96.00%	96.00%
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	5.56	3.88	3.85	4.19	3.93	4.57	4.20	6.71
YOY	-31.27%	-30.22%	-0.77%	8.83%	5.00%	16.16%	-8.12%	60.00%
成本	0.23	0.10	0.16	0.12	0.18	0.18	0.17	0.27
YOY	-46.51%	-56.52%	60.00%	-25.00%	49.55%	1.82%	-8.12%	60.00%
毛利率	95.86%	97.42%	95.84%	97.14%	95.44%	96.00%	96.00%	96.00%
研发服务	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入			1.79	1.99	3.66	3.85	4.04	4.24
YOY					84.05%	5.00%	5.00%	5.00%
成本			0.06	0.08	0.18	0.19	0.20	0.21
YOY					128.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率					95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
总计	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	193.61	239.51	267.11	312.09	385.58	505.71	654.73	851.39
YOY	31.24%	23.71%	11.52%	16.84%	23.55%	31.16%	29.47%	30.04%
成本	7.37	9.73	13.10	11.56	14.09	20.27	26.23	34.10
YOY	-2.51%	32.02%	34.64%	-11.76%	21.85%	43.88%	29.42%	30.00%
毛利率	96.19%	95.94%	95.10%	96.30%	96.35%	95.99%	95.99%	96.00%

来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

图表 32: 我武生物期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %)

项目(单位: 百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业费用占比(%)	36.69%	33.43%	32.20%	31.69%	31.44%
管理费用占比(%)	11.15%	8.79%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用占比(%)	-1.40%	-0.98%	-1.63%	-2.25%	-2.68%
所得税占比(%)	7.25%	8.52%	8.53%	8.67%	8.75%

来源: 中泰证券研究所

### 相对估值法: 49.95 元

- 选取 A 股重组蛋白相关公司作为可比公司, 平均估值在 37X 2018PE、28X 2019PE, 目前公司股价对应 2018 年 51 倍 PE、2019 年 38.5 倍 PE。国内过敏性疾病患病人群多、脱敏市场空间大, 考虑到公司作为 A 股唯一的舌下脱敏标的且是市占率超过 80% 的龙头企业, 2019-2020 年大品种黄花蒿粉滴剂有望上市, 我们给予公司 2019 年 45 倍 PE、合理估值区间为 49.95 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。



**图表 33: 我武生物可比公司估值 (百万元)**

股票代码	公司名称	营收 (2017)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2017)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2018)	PE(2019)	PE(2020)	总市值
300009	安科生物	1,096.27	26.43	281.78	36.23	25.7%	38.3	28.7	21.3	140.64
000661	长春高新	4,102.26	21.94	927.61	27.66	22.6%	40.5	30.3	23.3	390.42
600867	通化东宝	2,545.32	20.59	840.10	44.07	33.0%	31.1	24.3	19.1	337.19
002773	康弘药业	2,786.50	18.50	644.20	33.05	23.1%	37.6	29.6	23.4	305.28
平均值							36.9	28.2	21.8	
300357	我武生物	385.58	17.20	186.10	23.19	48.3%	50.7	38.5	29.4	124.21

来源: Wind (截止 2018 年 9 月 3 日), 中泰证券研究所

### 投资建议

- 结合可比公司情况, 我武生物的合理估值区间为 **49.95 元**。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 公司未来 3 年的业绩催化因素:
  - 医药覆盖率进一步提高, 单医院处方量提升。目前公司已覆盖约 800 家医院, 后续有望通过学术教育、销售队伍成熟等方式继续拓展医院数并提高单医院处方量。
  - 核心产品粉尘螨滴剂进入皮肤科等其他科室。粉尘螨滴剂目前已在拓展过敏性皮炎的临床 III 期试验, 未来有望进入皮肤科等其他科室。
  - 2019 年黄花蒿粉滴剂有望申报上市。公司在研产品黄花蒿粉滴剂目前处于临床 III 期, 有望在 2019 年申报上市。

### 风险提示

#### 粉尘螨滴剂学术推广不及预期的风险

- 公司目前主要的利润增长依靠核心产品粉尘螨滴剂, 粉尘螨滴剂所在的脱敏市场在国内尚处于培育早期, 存在学术推广不及预期的风险。

#### 在研产品获批不及预期的风险

- 公司进度最快的在研产品黄花蒿粉滴剂处于临床 III 期, 获批后对公司有经营积极影响, 但上市进度存在不及预期的风险。

#### 药品招标降价的风险

- 在严控药占比的情况下药品招标降价的风险较大, 公司核心产品粉尘螨滴剂收入占比较大 (接近 98%), 若降价对公司经营影响较大。

#### 粉尘螨滴剂竞争加剧的风险

- 公司核心产品粉尘螨滴剂目前暂无同剂型竞争产品, 未来不排除其余厂家同类产品上市、竞争加剧的风险。

**图表 34: 我武生物财务模型预测 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	656	857	1187	1617	<b>营业收入</b>	386	506	655	851
现金	186	413	660	1000	营业成本	14	20	26	34
应收账款	102	129	168	219	营业税金及附加	3	3	4	5
其他应收款	2	3	4	5	营业费用	129	163	207	268
预付账款	4	5	6	8	管理费用	34	46	59	77
存货	20	25	34	44	财务费用	-4	-8	-15	-23
其他流动资产	343	283	315	342	资产减值损失	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	192	168	163	156	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	5	6	6
固定资产	115	112	107	101	<b>营业利润</b>	216	286	377	495
无形资产	5	5	5	4	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	72	51	51	50	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	848	1025	1350	1773	<b>利润总额</b>	219	288	379	497
<b>流动负债</b>	42	38	41	42	所得税	33	43	57	74
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	186	245	322	423
应付账款	1	2	2	3	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他流动负债	41	37	38	39	<b>归属母公司净利润</b>	186	245	322	423
<b>非流动负债</b>	5	5	5	5	EBITDA	219	285	370	480
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.15	0.84	1.11	1.45
其他非流动负债	5	5	5	5					
<b>负债合计</b>	47	43	46	47	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	-0	-0	-0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	162	291	291	291	<b>成长能力</b>				
资本公积	182	52	52	52	营业收入	23.5%	31.2%	29.5%	30.0%
留存收益	458	638	961	1383	营业利润	42.8%	32.2%	31.8%	31.3%
归属母公司股东权益	801	982	1304	1727	归属于母公司净利润	44.0%	31.7%	31.5%	31.1%
<b>负债和股东权益</b>	848	1025	1350	1773	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	96.3%	96.0%	96.0%	96.0%
					净利率 (%)	48.3%	48.5%	49.2%	49.6%
					ROE (%)	23.2%	25.0%	24.7%	24.5%
					ROIC (%)	29.8%	41.9%	48.3%	55.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	5.5%	4.2%	3.4%	2.6%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	15.56	22.30	29.08	38.65
					速动比率	15.09	21.66	28.26	37.61
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.54	0.55	0.55
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	11.70	12.96	12.72	12.49
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.84	1.11	1.45
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.90	0.79	1.08
					每股净资产 (最新摊薄)	2.75	3.37	4.48	5.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	66.74	50.69	38.54	29.39
					P/B	15.50	12.65	9.53	7.19
					EV/EBITDA	56	43	33	25

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。