

2019年10月07日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

重磅产品黄花蒿花粉舌下滴剂进入现场核 查，脱敏诊疗龙头地位显著

买入（上调）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	501	663	863	1,121
同比（%）	29.9%	32.5%	30.0%	30.0%
归母净利润（百万元）	233	300	387	501
同比（%）	25.1%	28.7%	29.2%	29.4%
每股收益（元/股）	0.44	0.57	0.74	0.96
P/E（倍）	92.81	72.11	55.83	43.14

投资要点

- 重磅产品黄花蒿花粉舌下滴剂进入现场核查，脱敏诊疗龙头地位显著：**公司收到国家药品监督管理局药品审评中心寄发的《药审中心关于黄花蒿花粉变应原舌下滴剂注册现场检查的通知》，对公司注册申报品种黄花蒿花粉变应原舌下滴剂（受理号：CXSS1900020）组织开展注册现场检查。该产品正式获批上市后将进一步丰富公司的产品梯队，增强竞争力，强化公司市场地位。北京协和医院孙劲旅教授、尹佳教授 2015 年对我国蒿属花粉过敏的研究现状进行了综述，结果表明，蒿属花粉是长江北部地区最易引起过敏的花粉。黄花蒿粉滴剂和公司原本较有优势的南方市场互为优势互补，我们看好黄花蒿粉滴剂上市带来的增量。
- 国内过敏性鼻炎患病率不断提升，公司产品市场渗透空间广阔：**近年来，AR 患病率的趋势仍在上升，并对公众产生了重大影响。2019 年，北京同仁医院张罗教授率领团队在国际医学期刊 Allergy Asthma Immunol Res 上发表了新的研究成果，结果显示 2011 年 18 个主要城市的成人患病率为 17.6%。我们根据目前流行病学调查数据，假设用药人群渗透率 10%，黄花蒿粉滴剂保守估计市场空间 118 亿。目前产品竞争格局良好，仅有 ALK 和我武生物两家企业，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。
- 公司加强学术推广力度，产品迎来加速放量期：**公司产品在国内华南、华中、华东等重点区域均实现较快增长，在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标，销售网络已进入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。根据草根调研，公司新患增速维持在 20% 以上，保证未来业绩的持续稳定快速增长。考虑到去年年底新增 114 位销售人员，导致销售费用率增至 35.9%，上半年这部分人员暂未产生效益。考虑到公司近年来人均创收连年提升，2018 年人均创收 55.6 万（2017 年 53.7 万），我们预计新增销售将在 2019 年下半年带来显著的盈利增长，维持全年 30% 的收入增速预期。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元，归母净利润分别为 3.00 亿元、3.87 亿元和 5.01 亿元，对应 EPS 分别 0.57 元、0.74 元和 0.96 元。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阔，短期渠道布局迎来收获期，中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进。因此，我们对公司评级上调至“买入”。
- 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.28
一年最低/最高价	17.17/41.76
市净率(倍)	19.59
流通 A 股市值(百万元)	18881.20

基础数据

每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	4.08
总股本(百万股)	523.58
流通 A 股(百万股)	457.39

相关研究

- 1、《我武生物（300357）：业绩基本符合预期，收入稳健增长》2019-08-15
- 2、《我武生物（300357）：屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒获批上市，产品线进一步丰富》2019-07-25
- 3、《我武生物（300357）：业绩预增 20%-30%，销售费用率提升或拖累业绩》2019-07-16

1. 重磅产品黄花蒿花粉舌下滴剂进入现场核查，脱敏诊疗龙头地位显著

公司收到国家药品监督管理局药品审评中心寄发的《药审中心关于黄花蒿花粉变应原舌下滴剂注册现场检查的通知》，对公司注册申报品种黄花蒿花粉变应原舌下滴剂（受理号：CXSS1900020）组织开展注册现场检查。该产品正式获批上市后将进一步丰富公司的产品梯队，增强竞争力，强化公司市场地位。北京协和医院孙劲旅教授、尹佳教授2015年对我国蒿属花粉过敏的研究现状进行了综述。结果表明，蒿属花粉是长江北部地区最易引起过敏的花粉。黄花蒿粉滴剂和公司原本较有优势的南方市场互为优势互补，我们看好黄花蒿粉滴剂上市带来的增量。

截止目前，国内获得国家食药监总局批准上市的脱敏药物仅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。

对我国17个城市的6304名哮喘/鼻炎患者进行横断面调查结果显示，鼻炎、哮喘的严重程度与蒿草、豚草、粉尘螨、户尘螨、热带螨的皮肤反应性指数显著相关。协和医院过敏科进行了215,210项ImmunoCAP检测，其中76%是气传性过敏原。在这些变应原中，最常见的三种变应原为户尘螨、粉尘螨和蒿。

表1：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%	粉螨	60.40%	粉螨	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

蒿属植物是菊科的一种风媒植物。蒿属植物花粉粒含量高。这种植物的特点是大量生产小花粉粒，可以通过大气团运输数百甚至数千公里。蒿属植物的发生与生态环境和光照有关，而光照是草原的重要组成部分。蒿属植物花粉是最常见和最严重的花

粉症原因之一。蒿属植物在欧洲有 57 种，在中国有 187 种。

我国对蒿属植物划分调查及其过敏性疾病的关系进行了大量的研究。北京协和医院孙劲旅教授、尹佳教授 2015 年对我国蒿属花粉过敏的研究现状进行了综述。结果表明，蒿属花粉是长江北部地区最易引起过敏的花粉。

对 50 例蒿敏感型花粉热患者（治疗组）进行为期一年的免疫治疗对照试验，治疗组症状评分显著提高，有效率为 78%。临床上，舌下免疫疗法使用过敏原提取物能够有效缓解过敏性鼻炎哮喘症状。

图 1：蒿属花粉是长江北部地区最易引起过敏的花粉



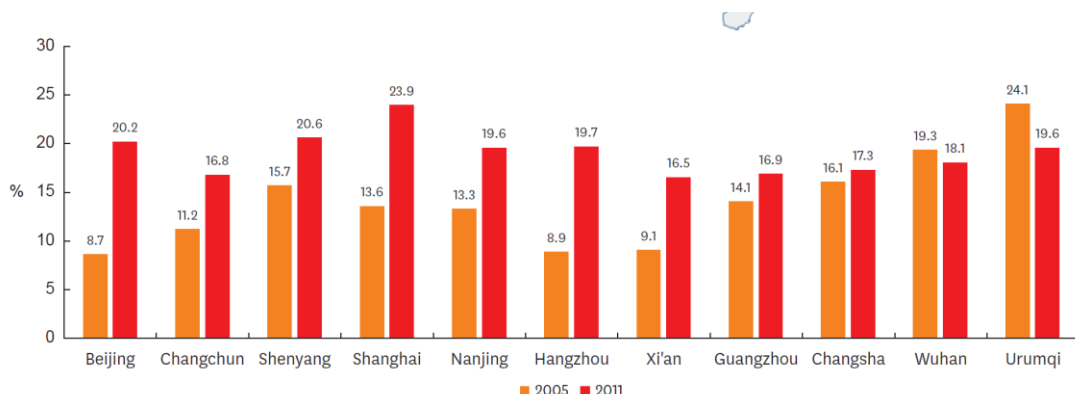
数据来源：Artemisia Allergy Research in China(2015)，东吴证券研究所

2. 国内过敏性鼻炎患病率不断提升，公司产品市场渗透空间广阔

AR（过敏性鼻炎）是我国一个严重的公共卫生、医疗和经济问题，也是导致许多疾病或病症的重要危险因素。近年来，AR 患病率的趋势仍在上升，并对公众产生了重大影响。2019 年，北京同仁医院张罗教授率领团队在国际医学期刊 Allergy Asthma Immunol Res 上发表了新的研究成果，这项研究总结了近年来中国过敏性鼻炎（AR）流行病学的发展。2011 年，18 个主要城市的成人患病率为 17.6%。2005-2011 年间，11 个城市中北

京、长春、沈阳、上海、南京、杭州和西安的 AR 患病率显著增加。

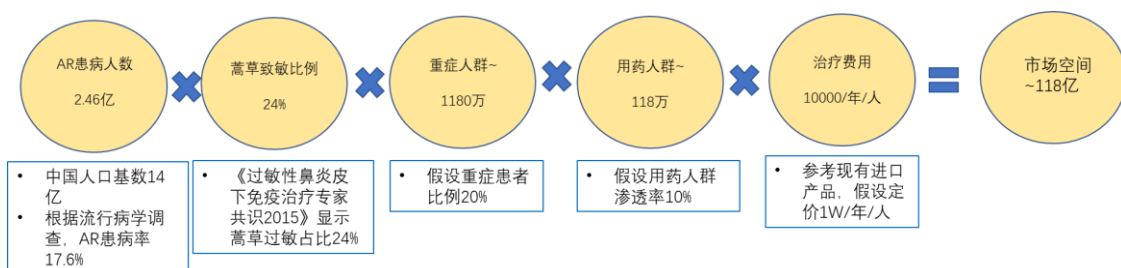
图 2: 11 个城市 AR 患病率调查



数据来源: Increasing Prevalence of Allergic Rhinitis in China(2019), 东吴证券研究所

我们根据目前流行病学调查数据, 假设用药人群渗透率 10%, 黄花蒿粉滴剂保守估计市场空间 118 亿。目前产品竞争格局良好, 仅有 ALK 和我武生物两家企业, 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。

图 3: 黄花蒿粉滴剂市场空间测算



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

3. 公司加强学术推广力度, 产品迎来加速放量期

公司半年报显示实现营业收入 2.74 亿元, 比上年同期增长 25.43%; 营业利润 1.50 亿元, 比上年同期增长 23.06%; 归属于上市公司普通股股东的净利润 1.3 亿元, 比上年同期增长 25.53%。

公司产品在国内华南、华中、华东等重点区域均实现较快增长, 在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标, 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, 患者规模不断扩大。根据草根调研, 公司新患增速维持在 20% 以上, 保证未来业绩的持续稳定快速增长。考虑到去年年底新增 114 位销售人员, 导致销售费用率增至 35.9%, 上半年这部分人员暂未产生效益。考虑到公司近年来人均创收连年提升, 2018 年人均创

收 55.6 万 (2017 年 53.7 万), 我们预计新增销售将在 2019 年下半年带来显著的盈利增长, 维持全年 30% 的收入增速预期。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年, 公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元, 归母净利润分别为 3.00 亿元、3.87 亿元和 5.01 亿元, 对应 EPS 分别 0.57 元、0.74 元和 0.96 元。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阔, 短期渠道布局迎来收获期, 中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进。我们对公司评级上调至“买入”。

5. 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。

我武生物三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	782	1,186	1,326	1,583	营业收入	501	663	863	1,121
现金	460	792	866	1,005	减:营业成本	29	25	33	45
应收账款	109	170	192	279	营业税金及附加	3	3	5	6
存货	23	14	35	33	营业费用	168	239	309	392
其他流动资产	189	210	233	267	管理费用	34	63	86	117
非流动资产	276	341	420	517	财务费用	-11	-13	-18	-20
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产	120	163	218	287	加:投资净收益	8	5	6	7
在建工程	18	20	20	22	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	143	166	193	营业利润	271	351	454	587
其他非流动资产	15	15	15	15	加:营业外净收支	2	1	0	1
资产总计	1,058	1,527	1,746	2,100	利润总额	273	352	455	588
流动负债	58	67	63	76	减:所得税费用	41	53	68	88
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
应付账款	3	1	5	3	归属母公司净利润	233	300	387	501
其他流动负债	54	67	58	73	EBIT	259	333	430	560
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	267	342	441	575
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	5	5	5	5	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	62	72	68	81	每股收益(元)	0.44	0.57	0.74	0.96
少数股东权益	26	26	25	24	每股净资产(元)	1.85	2.73	3.16	3.81
					发行在外股份(百万 股)	291	524	524	524
归属母公司股东权益	970	1,429	1,653	1,995	ROIC(%)	22.6%	19.8%	22.0%	23.8%
负债和股东权益	1,058	1,527	1,746	2,100	ROE(%)	23.3%	20.6%	23.0%	24.8%
					毛利率(%)	94.3%	96.2%	96.2%	96.0%
					销售净利率(%)	46.5%	45.2%	44.9%	44.7%
					资产负债率(%)	5.9%	4.7%	3.9%	3.8%
					收入增长率(%)	29.9%	32.5%	30.0%	30.0%
					净利润增长率(%)	25.1%	28.7%	29.2%	29.4%
					P/E	92.81	72.11	55.83	43.14
					P/B	22.29	15.12	13.08	10.83
					EV/EBITDA	79.48	61.02	47.09	35.87

数据来源: 贝格数据, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

