

国内脱敏治疗龙头，发展空间巨大

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 国内过敏人数众多，呈逐年上升趋势，脱敏药物渗透率不足 2%，脱敏治疗市场空间广阔；2) 市场竞争格局良好，公司作为国内脱敏药市场的龙头企业，主导产品市场占有率高达 80%；3) 重磅产品“黄花蒿花粉滴剂”即将上市，拓展北方市场，与公司原有优势产品形成互补，潜力巨大。
- **脱敏治疗市场空间广阔，脱敏药物渗透率不足 2%。** 过敏性疾病发病率高，我国庞大的人口基数决定了我国患者众多。虽然因为目前市场认知不足、临床应用时间较短及推广较晚等因素影响，脱敏药物渗透率不足 2%，但由于脱敏治疗能改变过敏性疾病自然进程，随着临床医生认知度的不断提高，脱敏治疗市场空间高达数百亿，前景广阔。
- **公司主导产品销售收入持续较快增长，市占率高，优势明显。** 公司主导产品“粉尘螨滴剂”自 2006 年上市以来销售收入持续较快增长，2019 年该产品销售收入达 6.3 亿元。目前国内上市脱敏药物仅三种，作为唯一一种舌下脱敏药物，在安全性、便捷性、依从性方面优势明显。目前公司的“粉尘螨滴剂”在脱敏药物市场占有率中排名第一，预计未来仍然有望保持领先地位。
- **黄花蒿花粉滴剂即将上市，市场潜力巨大。** 公司的重磅产品“黄花蒿花粉滴剂”已完成 III 期临床试验，目前处于技术审评阶段。我国花粉过敏人群数量较大，市场空间广阔，上市后将和公司粉尘螨滴剂形成互补，提升公司经营业绩，强化公司在国内脱敏诊疗领域的龙头地位。
- **销售网络持续拓展，业绩有望持续加速增长。** 公司持续加大销售力度，销售人员数量从 2013 年的 275 人增长到 663 人，同时公司不断加大学术营销力度，积极开展与临床机构的课题合作、积累高端学术文章、优化更新学术推广工具，畅迪相关文章已达到 300 余篇，持续的学术营销不断改善医生和患者对过敏免疫治疗的认知，为产品打开市场。目前公司覆盖国内公立医院数量在 1000 家左右，占我国公立医院数量总量比例仍较低，未来仍有较大拓展空间。
- **盈利预测与投资建议。** 脱敏治疗市场空间广阔，公司是国内脱敏诊疗领域龙头企业，产品竞争力强，销售能力突出，同时公司产品管线丰富，未来业绩成长动力充足，预计 2020-2022 年归母净利润复合增速有望达到 26.7%，给予公司 2021 年 85 倍市盈率，对应目标价为 74.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	639.35	698.01	965.98	1268.44
增长率	27.68%	9.18%	38.39%	31.31%
归属母公司净利润 (百万元)	298.30	334.62	461.89	605.47
增长率	28.09%	12.18%	38.04%	31.09%
每股收益 EPS (元)	0.57	0.64	0.88	1.16
净资产收益率 ROE	21.64%	20.57%	22.85%	23.89%
PE	106	95	69	52
PB	24.91	20.48	16.31	12.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
 执业证号: S1250520090001
 电话: 021-68416017
 邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.24
流通 A 股(亿股)	4.69
52 周内股价区间(元)	38.58-67.45
总市值(亿元)	316.56
总资产(亿元)	15.62
每股净资产(元)	2.69

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 粉尘螨滴剂市场空间广阔, 竞争格局好, 产品优势显著, 有望长期保持较快增长。预计 2020-2022 年销量增速分别为 10%、35%、30%, 预计毛利率将维持在 96% 的较高水平;

假设 2: 点刺诊断试剂盒用于点刺试验, 辅助诊断因过敏原致敏引起的 I 型变态反应性疾病, 与公司的主导产品“粉尘螨滴剂”形成“诊断+治疗”的协同关系, 近几年销量维持稳定, 预计 2020-2022 年销量保持稳定, 毛利率保持在 95% 的较高水平;

假设 3: 黄花蒿粉滴剂预计在 2021 年实现上市, 黄花蒿粉滴剂市场空间较大, 同时公司已经有较完善的销售网络, 上市后有望快速放量, 预计 2021 年和 2022 年收入分别为 0.3 亿元和 0.6 亿元, 毛利率为 96%。

我们区别于市场的观点

市场认为我武生物过度依靠单一品种粉尘螨滴剂, 长期成长动力一般。我们认为国内过敏治疗市场空间较大, 目前免疫治疗方法渗透率较低, 随着医生和患者对免疫治疗认知的逐步改善, 渗透率有望快速提升, 且天花板较高, 公司粉尘螨滴剂作为市场龙头产品, 有望充分享受行业红利。公司在研产品黄花蒿粉滴剂目前已经进入 NDA 阶段, 市场空间大, 未来上市有望快速进入花粉过敏发病率较高省份市场, 贡献较大业绩弹性。

股价上涨的催化因素

新产品黄花蒿粉滴剂上市; 粉尘螨滴剂销售增速超预期。

估值和目标价格

脱敏治疗市场空间广阔, 公司是国内脱敏诊疗领域龙头企业, 产品竞争力强, 销售能力突出, 同时公司产品管线丰富, 未来业绩成长动力充足, 预计 2020-2022 年归母净利润复合增速有望达到 26.7%, 给予公司 2021 年 85 倍市盈率, 对应目标价为 74.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

收入依赖单一品种风险; 市场竞争加剧风险; 新药开发风险; 产业政策风险。

目 录

1 过敏领域免疫治疗龙头，业绩稳健增长	1
1.1 过敏领域免疫治疗龙头，长期发展可期	1
1.2 业绩稳健增长，盈利能力保持较高水平	2
2 过敏免疫疗法渗透率低，市场空间广阔	4
2.1 过敏性鼻炎、过敏性哮喘是过敏性疾病的主要分类	4
2.2 脱敏治疗是唯一可改变过敏性疾病自然进程的疗法	5
2.3 国内脱敏治疗药物空间广阔，产品渗透率不足 2%	7
3 粉尘螨滴剂优势突出，有望长期保持快速增长	11
3.1 主导产品销售收入持续较快增长，价格保持稳定	11
3.2 国内过敏免疫治疗竞争格局好，“粉尘螨滴剂”优势突出	12
3.3 皮肤点刺盒有望不断助力粉尘螨滴剂销售	15
3.4 销售力度持续加大，未来拓展空间较大	15
4 研发管线丰富，重磅产品“黄花蒿粉滴剂”值得期待	16
4.1 研发投入持续加大，在研产品不断丰富	16
4.2 黄花蒿滴剂市场空间大，值得期待	17
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 绝对估值	19
5.3 相对估值	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 我武生物发展历史	1
图 2: 我武生物股权结构情况	1
图 3: 我武生物营业收入及增速	2
图 4: 我武生物归母净利润及增速 (亿元)	2
图 5: 我武生物收入结构	3
图 6: 2010-2020Q1-3 公司毛利率与净利率	3
图 7: 2010-2020Q1-3 公司三项费用率情况	4
图 8: 过敏性疾病发病机理示意图	4
图 9: 脱敏疗法全球发展历程	6
图 10: 全球过敏性鼻炎治疗市场规模及增速	8
图 11: ALK 公司发展历程	8
图 12: ALK 各种产品收入占比	9
图 13: ALK 销售区域分布 (2019)	9
图 14: 我国不同过敏比例	9
图 15: 2005 年、2011 年中国 11 个主要城市过敏性鼻炎发病率对比	10
图 16: 我国抗过敏药物市场规模及增速	10
图 17: “粉尘螨滴剂”销量持续增长	11
图 18: “粉尘螨滴剂”销售收入持续增长	11
图 19: 2012-2020H1 年我国脱敏治疗市场竞争格局	12
图 20: 公司皮肤点刺盒收入情况 (百万元)	15
图 21: 我武生物销售人员情况	16
图 22: 我武生物历年研发投入	16
图 23: 我武生物研发人员数量及占比 (人)	16
图 24: 我武生物收入地区分布情况	17

表 目 录

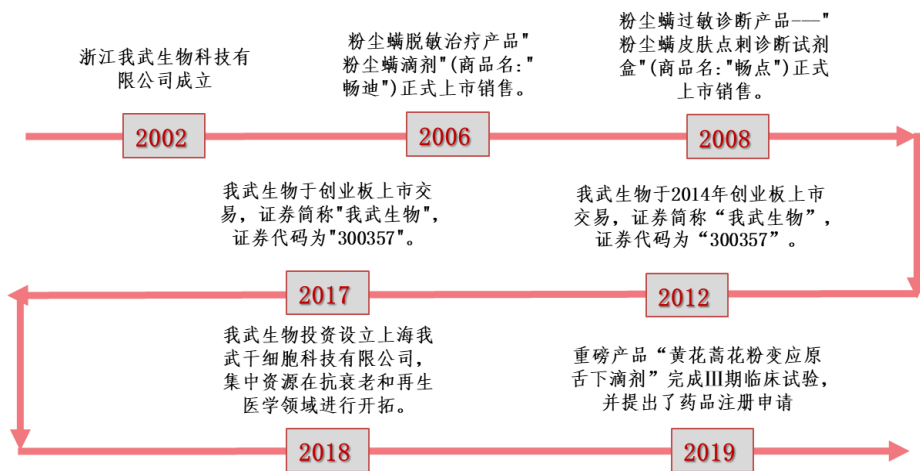
表 1: 公司管理层情况	2
表 2: 过敏性疾病的治疗	5
表 3: 对症治疗主要药物	5
表 4: 对症治疗和脱敏疗法比较	7
表 5: SCIT 不良反应相关研究文献	7
表 6: 粉尘螨滴剂市场空间测算	11
表 7: 国内上市尘螨类脱敏治疗药物梳理	12
表 8: 国内三种过敏免疫治疗药物对比	13
表 9: “螨变应原注射液”用法和价格梳理	13
表 10: “螨变应原注射液”用法和价格梳理	14
表 11: “螨变应原注射液”用法和价格梳理	14
表 12: 国内过敏免疫治疗药物在研情况	14
表 13: 我武生物研发管线	17
表 14: 黄花蒿粉滴剂市场空间测算	18
表 15: 分业务收入及毛利率	18
表 16: 绝对估值假设条件	19
表 17: FCFF 估值结果	20
表 18: FCFF 估值敏感性分析	20
表 19: 可比公司估值	20
附表: 财务预测与估值	22

1 过敏领域免疫治疗龙头，业绩稳健增长

1.1 过敏领域免疫治疗龙头，长期发展可期

我武生物是一家专业从事过敏性疾病诊断及治疗产品研发、生产和销售的高科技生物制药企业。公司成立于 2002 年，总部位于浙江省德清县，自成立以来，一直致力于创新药物、特别是变应原产品的研究和开发，开发了“粉尘螨滴剂”、“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”等多个诊断和治疗过敏性疾病的产品。

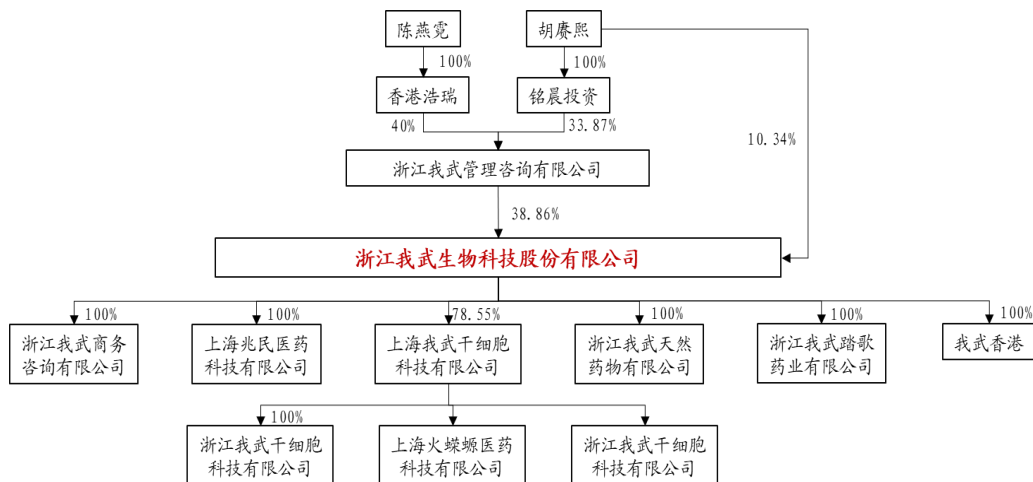
图 1：我武生物发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权比例集中，创始人股东掌握控制权。公司最初的创始人股东胡赓熙与其妻子 YANNI CHEN（陈燕霓）通过直接和间接合计持股比例达到 39.05%，为公司实控人。公司股权结构较集中，实控人稳定持股，利于公司长期稳健发展。

图 2：我武生物股权结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层团队行业经验丰富，为公司长期发展奠定基础。公司董事长胡赓熙博士学术背景深厚，一直深耕在生物制药领域，同时管理团队也拥有丰富的医药行业生产、管理、技术和营销经验，实力强大的管理团队为公司长期发展奠定基础。

表 1：公司管理层情况

姓名	职位	学历	工作经历
胡赓熙	董事长、总经理	浙江大学生物学学士、中国科学院上海细胞生物学研究所博士学位	中科院上海生物化学与细胞生物学研究员、上海铭源控股有限公司技术总监、浙江我武生物科技股份有限公司董事长兼总经理
陈燕霓	董事	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
王立红	董事、副总经理	学士	历任轻工业杭州机电设计研究院高级工程师、湖州数康生物科技有限公司副总经理
张露	董事、副总经理	学士	曾在中国科学院细胞生物学研究所从事科研工作，在湖州数康生物科技有限公司先后担任信息产权部经理、总经理助理
毕自强	副总经理	学士	历任安徽黄山市屯溪同德仁药厂副厂长、上海阿尔法生物技术有限公司副总经理、宁波亚太生物技术有限公司副总经理、公司生产部经理

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩稳健增长，盈利能力保持较高水平

公司业绩整体保持高速增长，其中营业收入由 2014 年的 2.4 亿元增长至 2019 年 6.4 亿元，年均复合增长率为 22%，归母净利润由 1.0 亿元增长至 3.0 亿元，年均复合增长率为 28%。2020 年一季度因受疫情影响，收入和业绩增速出现一定下滑，进入到二季度，业绩迎来逐步恢复，2020Q1-3 公司实现营业收入为 4.9 亿元，同比下降 1.8%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比下降 7%，三季度继续快速恢复，预计四季度业绩有望继续加速。

图 3：我武生物营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

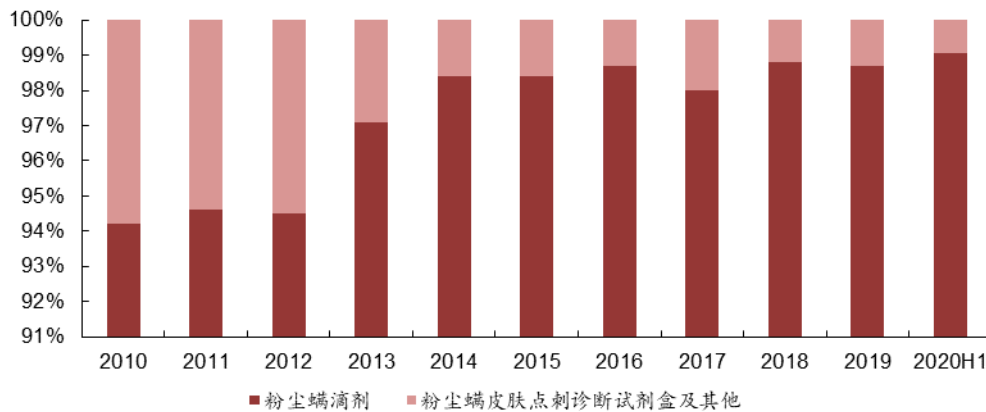
图 4：我武生物归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前公司产品线相对单一，仅拥有“粉尘螨滴剂”与“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”两类产品，其中“粉尘螨滴剂”是公司收入的最主要来源，占收入比重超过 90%。

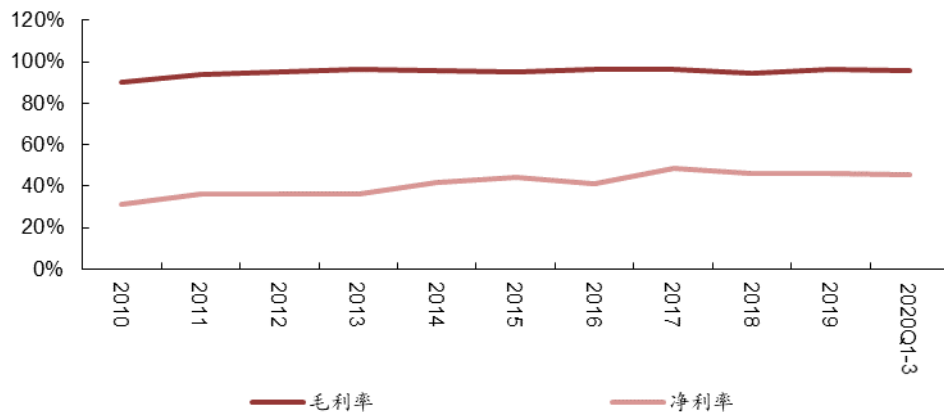
图 5：我武生物收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率、净利率整体维持在较高水平。2014 年以来，公司毛利率一直维持在 94% 以上，净利率维持在 38% 以上，并且波动幅度较小。2019 年，公司毛利率和净利率分别为 97% 和 46%，在医药行业中处于较高水平。

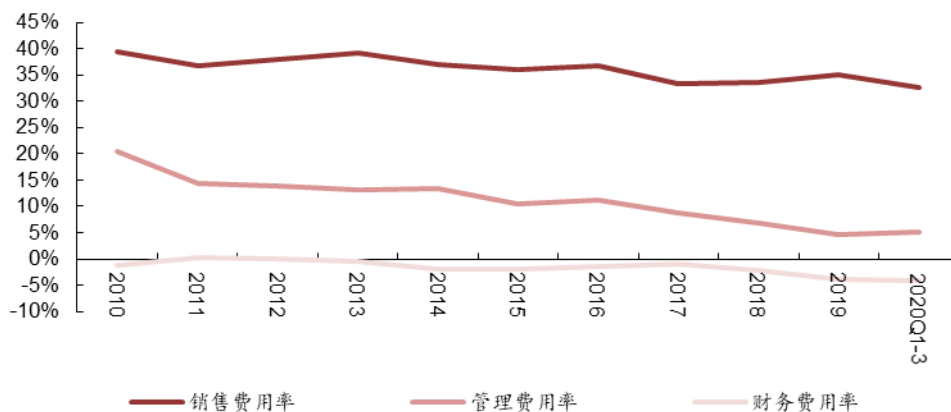
图 6：2010-2020Q1-3 公司毛利率与净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率整体控制较好。公司销售费用率一直保持在比较稳定的水平，2020 前三季度为 33%；管理费用率则持续下降，2020 前三季度为 5%；公司利息收入等较多，2020 前三季度财务费用率为-4%，整体来看，公司期间费用率控制较好。

图 7：2010-2020Q1-3 公司三项费用率情况



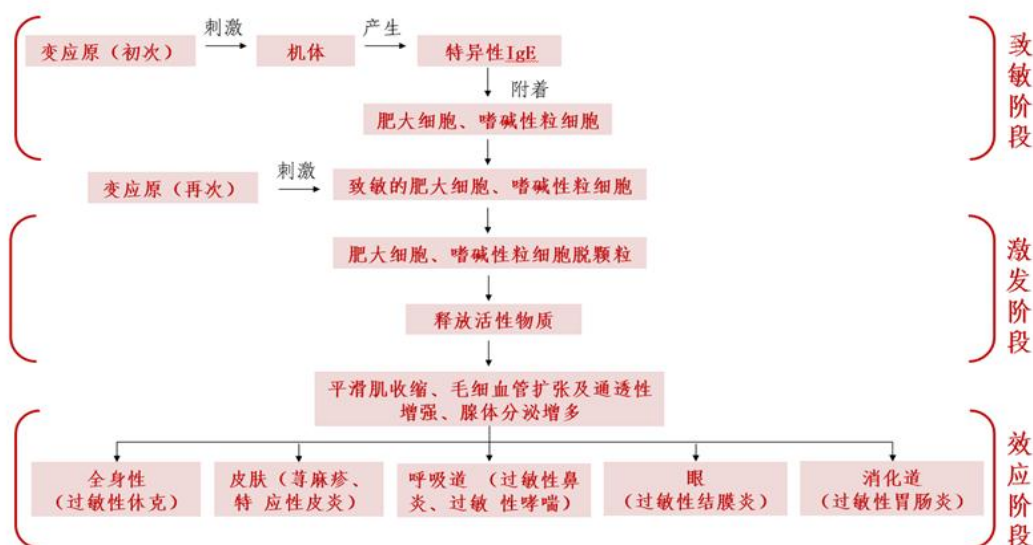
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 过敏免疫疗法渗透率低，市场空间广阔

2.1 过敏性鼻炎、过敏性哮喘是过敏性疾病的主要分类

过敏性疾病是一类机理复杂的免疫系统疾病，通常是指 I 型或速发型变态反应性疾病，当机体受到某些抗原刺激时，出现生理功能紊乱或组织细胞损伤的异常适应性免疫反应，并且具有一定的遗传倾向。常见的过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎等疾病，其中过敏性鼻炎又称变应性鼻炎，症状包括鼻漏、鼻塞、鼻痒和喷嚏，过敏性鼻炎影响患者生活质量、睡眠、学习和工作。过敏性哮喘是气道的慢性炎症性疾病，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。

图 8：过敏性疾病发病机理示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 脱敏治疗是唯一可改变过敏性疾病自然进程的疗法

WHO 对过敏性疾病的治疗提出了包含避免接触过敏原、对症治疗、脱敏治疗、患者教育四个方面的综合性方案，作为过敏性疾病治疗的基本原则，其中对症治疗和脱敏治疗是两种主要治疗原则。

表 2：过敏性疾病的治疗

治疗方式	作用机理
避免接触过敏原	采取有效的预防措施避免接触过敏原，防止过敏性疾病的发作
对症治疗	通过抑制活性介质的释放、抗炎、舒张支气管平滑肌、降低血管通透性，消除过敏原与特异性 IgE 抗体相互作用所引起的病理效应，尽可能快地控制临床过敏症状
脱敏治疗	通过持续的变应原刺激，改变患者体内变应原特异性 T 细胞反应模式，调节免疫系统中 Th1/Th2 淋巴细胞之间的免疫平衡；同时产生阻断性 sIgG 抗体，抑制粘附分子的表达，从而抑制变应原激发的嗜酸性粒细胞、中性粒细胞等的募集，降低效应细胞脱颗粒，影响过敏性疾病的自然进程，使临床症状明显缓解甚至完全消失
患者教育	使患者掌握基本的过敏性疾病防治知识，是有效治疗过敏性疾病的必要前提

数据来源：WHO，西南证券整理

对症治疗的药物包括抗组胺药物、鼻用糖皮质激素、抗白三烯药、抗胆碱药物、减充血药和肥大细胞稳定剂等。虽然对症治疗在某种程度上均可以改善过敏性鼻炎的进程及症状，但是中断治疗后，若患者再次暴露于过敏原，仍会再次产生过敏症状。因此，对症治疗并不能从根本上改变过敏性鼻炎的自然进程，不能纠正潜在的免疫失调。

表 3：对症治疗主要药物

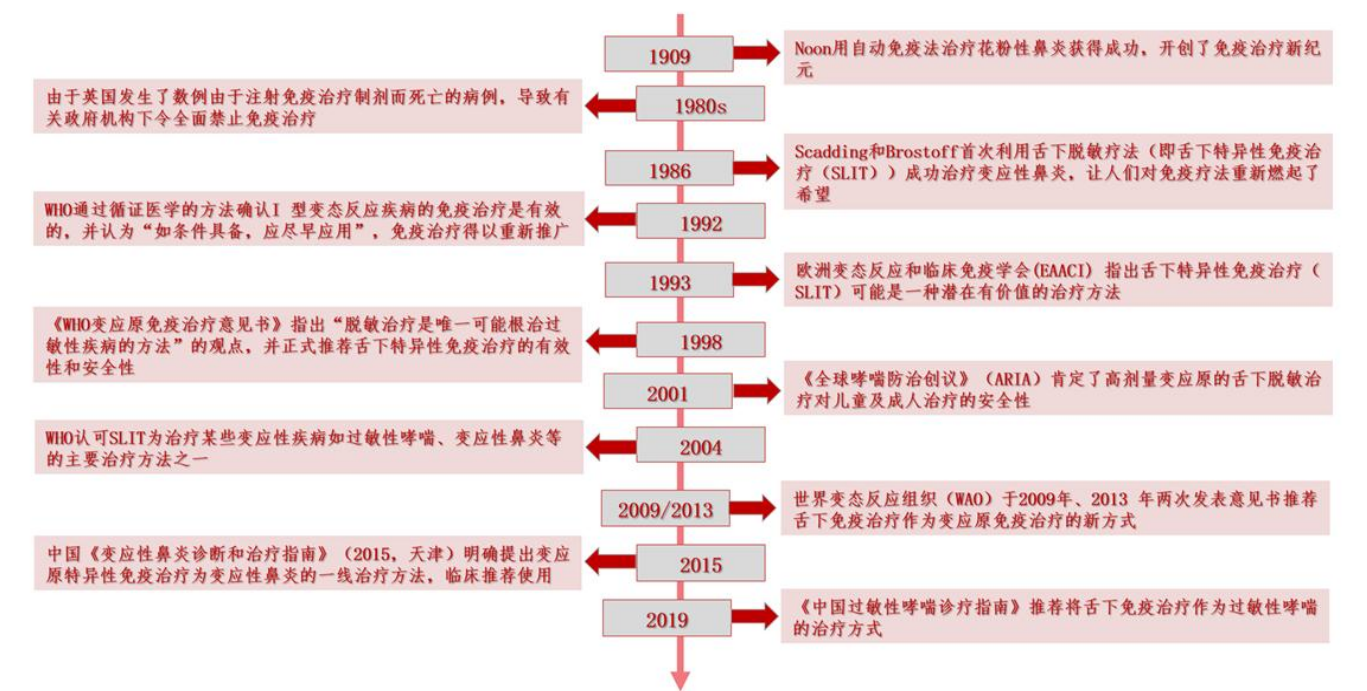
类别	作用机理	缺点	代表药物
抗组胺药物	抗组胺药与组织胺有共同的乙胺基团，可与相应受体（H1）结合，使活性受体向非活性受体转换，进而拮抗组胺发挥生物学效应	该类药物并不能有效减轻患者的鼻塞症状，因此抗组胺药物往往要与其他药物合用来缓解患者的临床症状；并且研究显示同一种抗组胺药物在不同的患者之间存在着差异明显的疗效及副作用。同时该类药物具有严重的肝功能损害及潜在的心血管疾病	苯海拉明、扑尔敏、异丙嗪、非索非那丁、左旋西替利嗪等
鼻用糖皮质激素	具有抗炎、抑制炎性介质的释放和抑制细胞因子介导的免疫反应的作用可降低血管通透性，可促使嗜酸性粒细胞凋亡，继而达到改善患者鼻痒、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞等临床症状及体征的作用	应避免长期用药带来的精神兴奋及急性骨坏死，使用过程中偶发鼻部干燥及血性分泌物	糠酸莫米松鼻喷雾剂、丙酸氟替卡松鼻喷雾剂、布地奈德鼻喷雾剂
抗白三烯药	白三烯对炎性细胞的生成具调节与聚集作用，其可刺激黏膜腺体并增加炎性细胞的存活机率，使得鼻部充血现象更为严重。抗白三烯药选择性地与半胱氨酸白三烯受体（Cys LT1）结合，通过竞争性阻断半胱氨酸白三烯的生物活性而发挥作用	由于该类药物会引起血管收缩，因此在临床上高血压及心脑血管患者应谨慎使用	扎鲁司特、普鲁司特、孟鲁司特等
抗胆碱药物	又称胆碱受体阻断药，是指能与胆碱受体结合而不产生或产生微弱拟胆碱作用，却能妨碍乙酰胆碱或抗胆碱药与胆碱受体结合，从而拮抗拟胆碱药作用，达到松弛支气管平滑肌和减少呼吸道黏膜分泌物的效果	于鼻痒及喷嚏并无明显疗效，因此往往要与其他药物联合使用。同时青光眼、前列腺肥大、幽门梗阻患者和对阿托品过敏者禁用	阿托品、山莨菪碱、东莨菪碱、颠茄、解痉灵等

类别	作用机理	缺点	代表药物
减充血药	可对鼻甲中的容量血管产生收缩作用,缓解鼻塞症状	临床上该类药物往往与抗组胺类药物合用,但是,如果使用频率过高或疗程过长,减充血类药物可使鼻黏膜损伤,从而导致药物性鼻炎,因此,此类药物连续使用时间不宜超过1周	伪麻黄素、苯肾上腺素等
肥大细胞稳定剂	具有稳定肥大细胞的作用,可防止肥大细胞脱颗粒和释放介质,对于鼻塞、喷嚏、流涕的效果优于鼻塞塞	只适用于轻症患者,同时该类药物药效持续时间短且不如抗组胺药和鼻用皮质类固醇。由于该类药物对于肥大细胞已经释放的介质并无作用,因此在临床上往往需要提前用药	色甘酸二钠、奈多罗米等

数据来源: CNKI, Pubmed, 西南证券整理

脱敏疗法又称减敏治疗,或称特异性免疫治疗方法。1909年, Noon 用自动免疫法治疗花粉性鼻炎获得成功,开创了免疫治疗新纪元。经过一个世纪的实践和发展,脱敏治疗已逐步获得世界认可,1998年,《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”,与对症治疗相比,虽然脱敏治疗不能快速控制临床症状,且治疗时间较长,但通过恰当、科学的脱敏治疗,可从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性,使患者对过敏原敏感程度显著降低,能够有效防止过敏性疾病的进一步发展,同时能预防新的过敏症的出现,且停药后具有长期疗效,副作用较小。

图 9: 脱敏疗法全球发展历程



数据来源: CNKI, 西南证券整理

对症治疗和脱敏治疗是抗过敏治疗中的两种主要治疗原则。与对症治疗相比,虽然脱敏治疗不能快速控制临床症状,且治疗时间较长,但通过恰当、科学的脱敏治疗,可从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性,使患者对过敏原敏感程度显著降低,能够有效防止过敏性疾病的进一步发展,同时能预防新的过敏症的出现,且停药后具有长期疗效,副作用较小。

表 4：对症治疗和脱敏疗法比较

疗法	治疗原理	治疗时长	过敏原的敏感性	停止治疗后疗效	副作用	临床应用
对症治疗	通过使用药物，消除过敏原与特异性 IgE 抗体相互作用所引起的病理效应，快速控制临床过敏症状	数周不等	无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性	停药后无长期持续疗效	有一定副作用	用于快速控制患者病情
脱敏治疗	反复接触变应原，使患者机体的免疫系统产生免疫耐受	2-3 年	使患者对过敏原敏感程度显著降低，有效防止过敏性疾病的进一步发展，预防新的过敏症的出现	停药后具有长期疗效	副作用较小	待患者病情稳定后，用于长期治疗

数据来源：CNKI, Pubmed, 公司公告, 西南证券整理

脱敏治疗的方式主要包括皮下注射脱敏和舌下含服脱敏。皮下注射（SCIT）是最早的脱敏治疗方式，自 1911 年首次报道至今已有 100 余年的历史，但安全性问题一直是其推广使用的主要障碍。由于皮下免疫治疗存在发生严重不良反应的潜在风险，加之频繁去医院注射很不方便以及儿童患者惧怕注射引起的疼痛等诸多问题，针对于过敏性鼻炎，近年来临床上越来越多的关注并实施舌下免疫治疗（SLIT）这一新的治疗方法。相比于 SCIT，SLIT 引起的不良反应发生率极低，其局部不良反应主要包括口唇/舌下发痒、肿胀以及胃肠道不适，通常症状都比较轻微，在持续治疗过程中可自行缓解，一般无需对症用药或减少剂量。SLIT 引起的系统性不良反应主要包括荨麻疹和哮喘发作，具有自限性，可通过减少剂量或同时对症用药而缓解，临床研究证实 SLIT 引起的系统性不良反应发生率相当低，目前为止尚未发生过威胁生命的严重不良反应。

表 5：SCIT 不良反应相关研究文献

时间	地区	临床不良反应事件
1980s	英国	26 例致死性不良反应
1973~2001 年	美国	74 例致死性不良反应
1990~2001 年	美国	估计每 250 万次注射中有 1 次致死性反应的发生，平均每年有 3.4 人因此丧生
1999 年~2014 年	土耳其	0.08% 的患者出现全身性不良反应
2003~2013 年	土耳其	11.9% 的患者出现局部不良反应，5% 的患者出现广泛的局部不良反应，4.7% 的患者出现全身性不良反应
2009 年	中国	全身性不良反应 10% 左右，局部不良反应为 6.7% 左右
2009 年	中国	全身性不良反应为 11.25%；局部反应发生率为 1.04%
2015 年	西班牙	47.1% 患者出现局部不良反应，4.9% 患者出现全身性不良反应

数据来源：Web of Science, CNKI, 西南证券整理

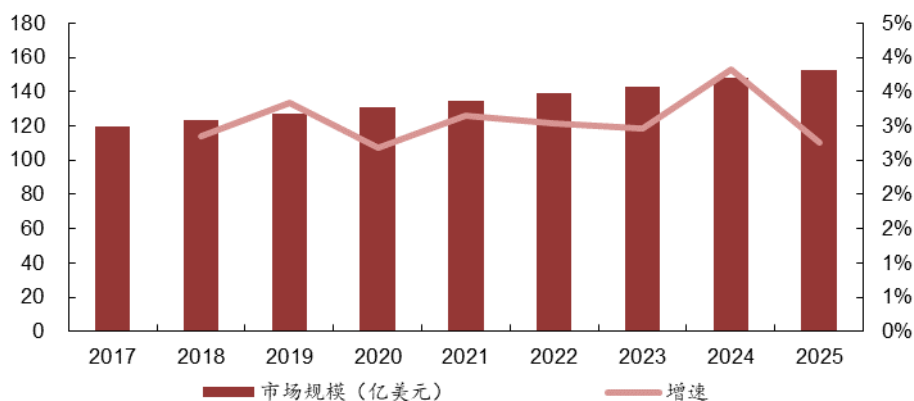
与发展时间久远的 SCIT 相比，SLIT 的临床时间历史虽然只有 30 余年的历史，但是大量数据显示，SLIT 对过敏性鼻炎及哮喘同样具有明确的疗效。二十多年来，舌下含服脱敏治疗已经被医学界证实为一种有效性与皮下注射脱敏治疗相当，但安全性和使用方便性具有明显优势的脱敏疗法。

2.3 国内脱敏治疗药物空间广阔，产品渗透率不足 2%

2.3.1 全球市场空间广阔，竞争格局较好

据 WHO 数据显示，目前全球约有 20%-30% 的普通人被过敏症状困扰，随着社会的发展并表现出逐年递增的趋势。目前全球约有近 5 亿人口患有过敏性鼻炎 (AR)，庞大的 AR 病患数量意味着庞大的 AR 治疗市场，2019 年，全球过敏性鼻炎治疗市场约为 126 亿美元，预计未来将以 2-3% 的复合年增长率增长，到 2025 年将达到 150 亿美元。目前全球 AR 市场主要以对症治疗药物为主，2019 年免疫治疗市场规模约为 28 亿美元，约占全球 AR 市场的 22%。

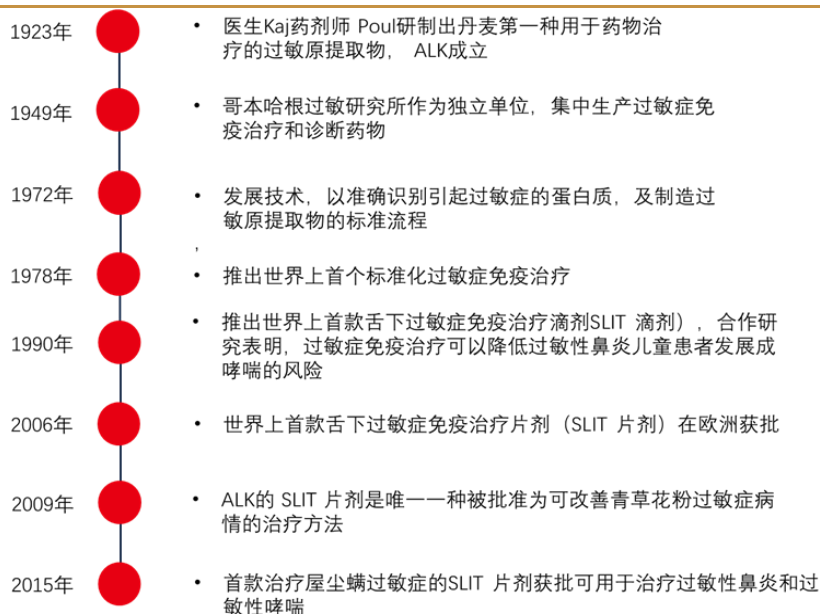
图 10：全球过敏性鼻炎治疗市场规模及增速



数据来源：CNKI，西南证券整理

全球过敏免疫治疗市场的主要参与者是 ALK Abello、Allergy Therapeutic、Allergo Pharma（默克子公司）和 HAL Allergy Group 等，整体来看竞争格局相对较好，其中 ALK 公司是全球最大的脱敏治疗公司。ALK 于 1923 年成立，总部位于丹麦霍尔兹霍尔姆，在哥本哈根 NASDAQ 上市，目前产品遍及全球 41 个国家及地区。

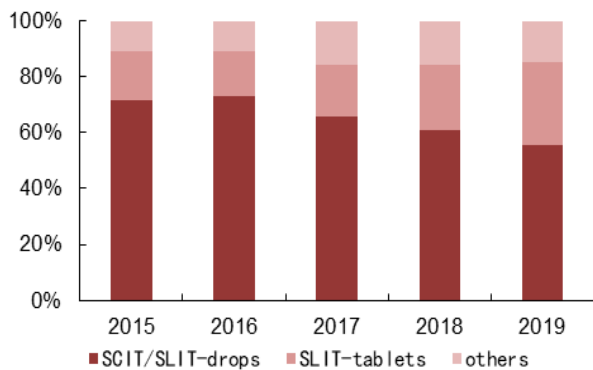
图 11：ALK 公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

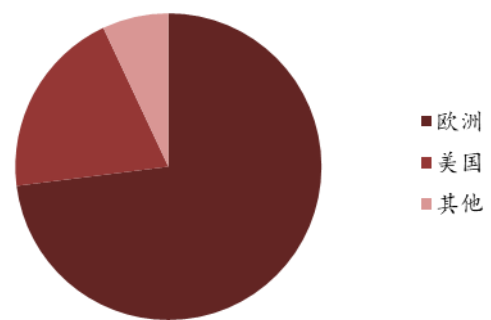
ALK 的主要产品 SCIT 注射剂、SLIT 滴剂和 SLIT 片剂，其中片剂上市时间相对较晚，SCIT 注射剂、SLIT 滴剂上市时间较长，近几年 SCIT 注射剂和 SLIT 滴剂销售额逐年下降，而 SLIT 片剂销售额快速增长，收入占比逐年提升。从收入区域来看，欧洲占比最高，2019 年达到 73%，其次为美国，2019 年收入占比为 20%。

图 12: ALK 各种产品收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13: ALK 销售区域分布 (2019)

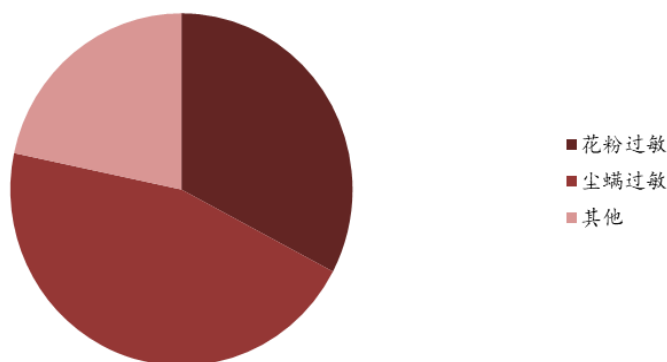


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.2 我国过敏性鼻炎发病率高，市场空间广阔

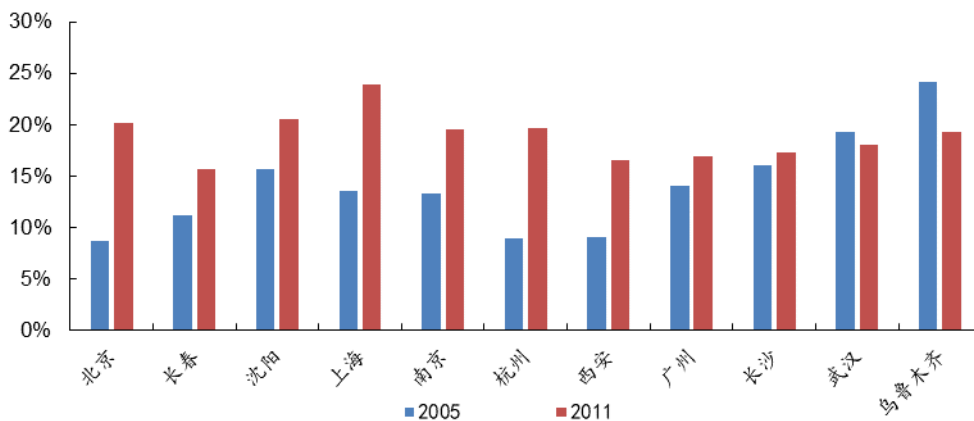
在我国，尘螨与花粉是占比最多的两个过敏原，尘螨引起的过敏比例要高于花粉。粉尘螨分布广泛，几乎遍及全世界，可在动物饲料、面粉、食品、废棉花、仓库及房舍灰尘中发现，而且是引起人类过敏性鼻炎和过敏性哮喘的重要过敏原。粉尘螨适宜的生存条件是 20℃~30℃，相对湿度 70%~80%，夏、秋两季一般为其繁殖旺季，工业化成都较高的地区发病率相对较高一些，例如南方区域粉尘螨过敏的患者人数较多，而蒿属花粉在北方较多，过敏率也呈现北方高南方低的地域特性。

图 14: 我国不同过敏比例



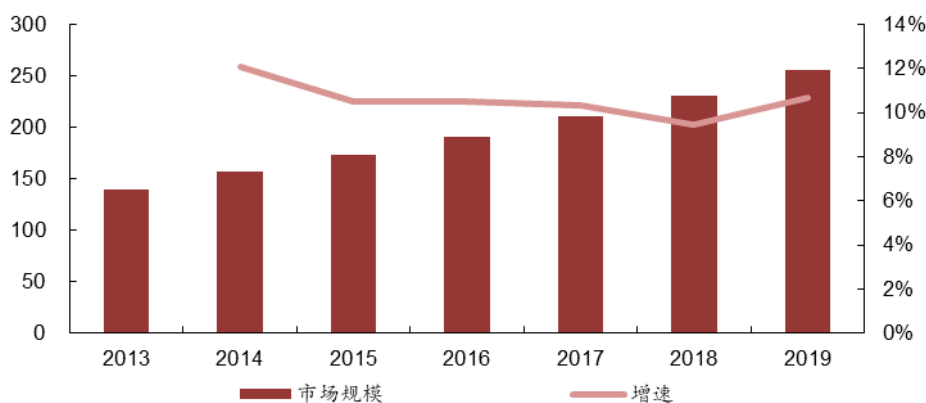
数据来源：CNKI，西南证券整理

受到环境污染日趋严重、过敏原接触机会增加以及社会心理因素等影响，我国过敏性鼻炎发病率呈现持续上升态势，目前我国人群整体发病率已经达到 17%。

图 15：2005 年、2011 年中国 11 个主要城市过敏性鼻炎发病率对比


数据来源：《AAIR》期刊，西南证券整理

随着发病率的持续上升，我国抗过敏药物市场规模也呈现出持续上升态势，从 2013 年的 140 亿元增长到 2019 年的 255 亿元，复合增速达到 10.5%。

图 16：我国抗过敏药物市场规模及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

虽然脱敏治疗是唯一一种能在疾病进程上，从根本角度改善 AR 患者的状况，但是由于我国脱敏治疗起步较晚，20 世纪初才与国际接轨，发展历史尚不如欧洲国家，因此目前脱敏治疗的市场份额占比不大。但是随着近十余年，我国学者在脱敏治疗研究上的重大突破，专科医生在临床上积极实践，病患认识逐步提高，脱敏治疗有望迎来快速发展。

我国过敏性鼻炎患病率为 17%，其中 45.6% 为尘螨过敏，假设 20% 患者愿意接受脱敏治疗，即共 2142 万人潜在治疗人口，按照脱敏治疗每年 3000 元/人的费用进行测算，我国脱敏治疗药物的市场空间高达 642.6 亿元。2019 年我国过敏性鼻炎脱敏治疗市场规模约为 10 亿元，则渗透率仅 1.6%，潜在市场空间巨大。

表 6: 粉尘螨滴剂市场空间测算

指标	数值
总人口数 (亿人)	14 亿
过敏性鼻炎患病率	17%
患过敏性鼻炎人数 (亿人)	2.38
尘螨过敏比例	45.6%
尘螨过敏过敏性鼻炎数量 (万人)	10710
年人均治疗费 (元)	3000 元
使用脱敏治疗人数比例	20%
潜在市场空间 (亿元)	642.6

数据来源: CNKI, 西南证券整理

3 粉尘螨滴剂优势突出, 有望长期保持快速增长

3.1 主导产品销售收入持续较快增长, 价格保持稳定

公司主导产品“粉尘螨滴剂”自从上市以来, 一直保持高速增长态势, 销售额从 2010 年的 0.6 亿元增长到 2019 年 6.31 亿元, 复合增速达到 30%。

图 17: “粉尘螨滴剂”销量持续增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: “粉尘螨滴剂”销售收入持续增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前国内上市的脱敏治疗药物仅有 3 种, 分别是我武生物的“粉尘螨制剂”、ALK 的“屋尘螨变应原制剂”和 Allergopharma 的“螨变应原注射液”, 后两家的给药方式均为皮下注射, 我武生物的“粉尘螨滴剂”为舌下含服。

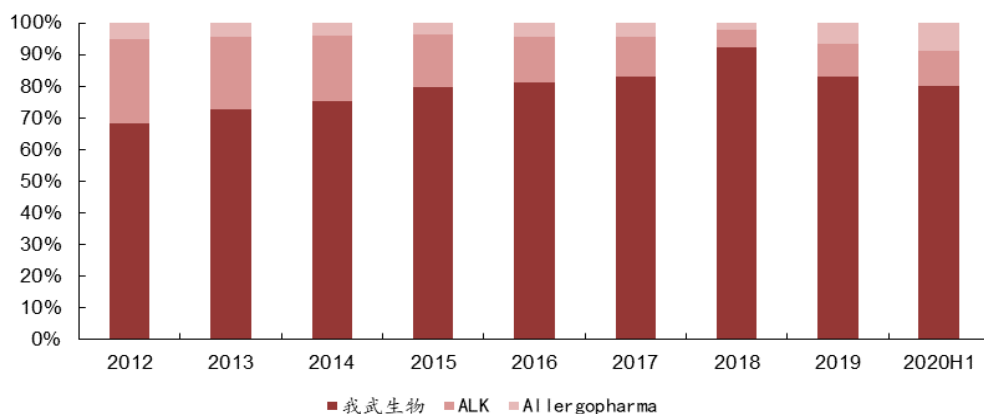
表 7：国内上市尘螨类脱敏治疗药物梳理

名称	产品分类	给药方式	规格	价格（元）	生产企业	CFDA 获批时间
畅迪	粉尘螨滴剂 1 号	舌下含服	2ml(1 μ g/ml)	40	我武生物 (中国)	2006 年
	粉尘螨滴剂 2 号		2ml(10 μ g/ml)	50		
	粉尘螨滴剂 3 号		2ml(100 μ g/ml)	60		
	粉尘螨滴剂 4 号		2ml(333 μ g/ml)	120		
	粉尘螨滴剂 5 号		2ml(1000 μ g/ml)	140		
安脱达	屋尘螨变应原制剂(注射液)	皮下注射	5ml(100,1000,10000, 100000 SQ-U/ml)	2800	ALK (丹麦)	2004 年
	屋尘螨变应原制剂(注射液)		5ml(100000SQ-U/ml)	2400		
阿罗格	螨变应原注射液	皮下注射	4.5ml(50,500,5000TU/ml)	2800	Allergo Pharma (德国)	1999 年
	螨变应原注射液		4.5ml(5000TU/ml)	2300		

数据来源：公司公告，西南证券整理

从竞争格局来看，我武生物的产品虽然上市时间相对较晚，但从 2012 年开始，我武生物一直是市场龙头，粉尘螨滴剂市场份额保持在 70%以上，市占率占据第一位。

图 19：2012-2020H1 年我国脱敏治疗市场竞争格局



数据来源：PDB，西南证券整理

3.2 国内过敏免疫治疗竞争格局好，“粉尘螨滴剂”优势突出

3.2.1 粉尘螨滴剂患者依从性较高

脱敏治疗疗程一般为 2-3 年，是一个长期的治疗过程，频繁的皮下注射不仅给患者带来不便，且可能使患儿和部分成人产生恐惧和抵触心理。而“粉尘螨滴剂”的舌下含服脱敏治疗可以免去皮下注射给患者带来的痛楚和不便，对于儿童患者尤为适用。同时“粉尘螨滴剂”可以在阴凉处（不高于 20℃）遮光密闭保存，相对于其他液体脱敏治疗药物的低温保存条件（2-8℃），贮运更为方便，有助于患者随身携带、及时治疗。

表 8：国内三种过敏免疫治疗药物对比

药品名称	依从性	使用要求	贮存要求
粉尘螨滴剂	较高	允许在家中自行给药，无需医生的监督	阴凉处（不高于 20℃）遮光密闭保存
屋尘螨变应原	较低	必须避免血管内注射，在无菌条件下，由医生注射，注射后由医生监护 30 分钟	必须保存于 2-8℃ 的冰箱中（不得低于零度）
螨变应原注射液	较低	必须避免血管内注射，在无菌条件下，由医生注射，注射后由医生监护 30 分钟	必须保存于 2-8℃ 的冰箱中（不得低于零度）

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 粉尘螨滴剂治疗费用显著低于竞品，性价比高

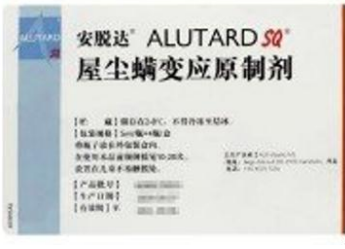
“粉尘螨滴剂”、“屋尘螨变应原制剂”、“螨变应原注射液”三种药品的推荐治疗疗程均为 3 年，结合前面已提到的使用方法和药品价格可以推算出“粉尘螨滴剂”每年费用为 2500-3000 元/年，疗程总花费为 7500-9000 元；“屋尘螨变应原制剂”每年费用约 6000-7000 元/年，疗程总花费为 18000-21000 元；“螨变应原注射液”每年费用约 6000-7000 元/年，疗程总花费为 18000-21000 元，“粉尘螨滴剂”治疗费用显著低于竞品，性价比较高。

表 9：“螨变应原注射液”用法和价格梳理

粉尘螨滴剂	递增量				维持量		
	规格	1 号	2 号	3 号	4 号		
	时间	第一周	第二周	第三周	第四周起至 第一年末	第二年	第三年
	第 1 天	1 滴	1 滴	1 滴	每日一次，每次 3 滴（2 周约 1 瓶用量，共计 45 周）	每日一次，每次 3 滴（2 周约 1 瓶用量，共计 48 周）	每日一次，每次 3 滴（2 周约 1 瓶用量，共计 48 周）
	第 2 天	2 滴	2 滴	2 滴			
	第 3 天	3 滴	3 滴	3 滴			
	第 4 天	4 滴	4 滴	4 滴			
	第 5 天	6 滴	6 滴	6 滴			
	第 6 天	8 滴	8 滴	8 滴			
	第 7 天	10 滴	10 滴	10 滴			
	费用（元）	40	50	60	120X22.5=2700	120X24=2880	120X24=2880

数据来源：药物说明书，药智网，西南证券整理

表 10: “螨变应原注射液”用法和价格梳理

屋尘螨变应原制剂	起始阶段		维持阶段		
	规格	5ml(100, 1000, 10000, 100000SQ-U/ml)	5ml(100000SQ-U/ml)		
	时间	共 15 周	第 2、4、8...周注射 1 针, 至第一年末	第二年	第三年
	每周注射一次直到起始阶段达到的最大耐受剂量是维持剂量		每次注射 1ml	隔 4-8 周注射 1 针,每次注射 1ml	隔 4-8 周注射 1 针,每次注射 1ml
	费用 (元)	2800 (1 盒四瓶)	4320	5760	5760

数据来源: 药物说明书, 药智网, 西南证券整理

表 11: “螨变应原注射液”用法和价格梳理

螨变应原注射液	起始阶段		维持阶段		
	规格	4.5ml(50, 500, 5000TU/ml)	4.5ml(5000TCU/ml)		
	时间	约 10-15 周	隔 4-6 周注射一次, 至第一年末	第二年	第三年
	每周注射一次直到起始阶段达到的最大耐受剂量是维持剂量		注射最大耐受量, 约 1ml	注射最大耐受量, 约 1ml	注射最大耐受量, 1ml
	费用 (元)	2800 (3 盒)	4217	6130	6130

数据来源: 药物说明书, 药智网, 西南证券整理

3.2.3 国内过敏免疫治疗药物在研较少, 竞争格局有望长期保持

国内过敏免疫治疗药物在研较少, 早期有泰格医药和北京欧亚康桥的相关在研药品, 但均未见到后续研发进展, 目前进度较快的是 ALK 的尘螨变应原舌下片, 目前处于临床三期阶段, 但预计距离上市仍需要较长时间。整体来看, 过敏免疫治疗药物临床试验难度较大, 耗时较长, 所以新进入企业数量较少, 预计竞争格局有望长期维持在较好的局面。

表 12: 国内过敏免疫治疗药物在研情况

序号	名称	研发企业	研发阶段
1	尘螨变应原舌下片	ALK	临床三期
2	屋粉尘螨变应原舌下滴剂	杭州泰格医药科技股份有限公司	2012 年获批, 未见上市
3	屋尘螨/粉尘螨舌下喷剂	北京欧亚康桥商贸有限公司	2005 年申请临床, 未见进展

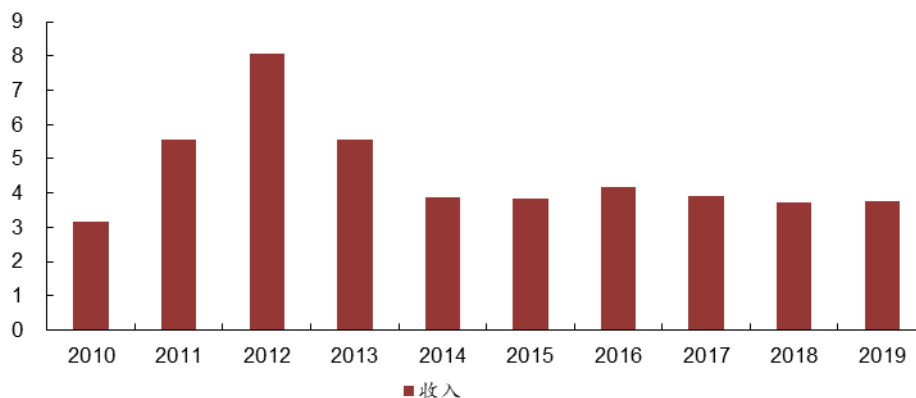
数据来源: 药智网, CDE, 西南证券整理

3.3 皮肤点刺盒有望不断助力粉尘螨滴剂销售

常用的过敏原检测方式包括体内试验（过敏原皮肤试验、过敏原激发试验）和体外试验（血清特异性 IgE 抗体浓度测定），其中血清特异性 IgE 抗体浓度测定主要通过放射过敏原吸附试验（RAST）和酶联免疫吸附分析（ELISA）等原理测定患者血清中是否有过敏原特异性 IgE，血清测试方法灵敏度和特异度较高，但检测时间长、费用较高，相比之下，过敏原皮肤点刺试验是指通过点刺方法使人体皮肤接触微量的过敏原，15-20 分钟后观察皮肤表面是否因过敏介质的释放而发生明显的风团和红晕反应，从而判断患者是否对该过敏原过敏，这种方法具有灵敏度和特异度高、操作方便、痛楚小、检测快速和安全性高等多种优势。

目前公司有“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”和“屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”两种点刺试剂盒，年收入在 400 万左右。点刺盒与公司的主力产品粉尘螨滴剂形成一定的诊疗协同，为粉尘螨滴剂的销售起到一定的助力作用。目前公司有黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺产品正处于研发阶段，未来全部上市后可以具备十项过敏原检测的能力，产品形成集群优势，有望快速打开检测市场。

图 20：公司皮肤点刺盒收入情况（百万元）

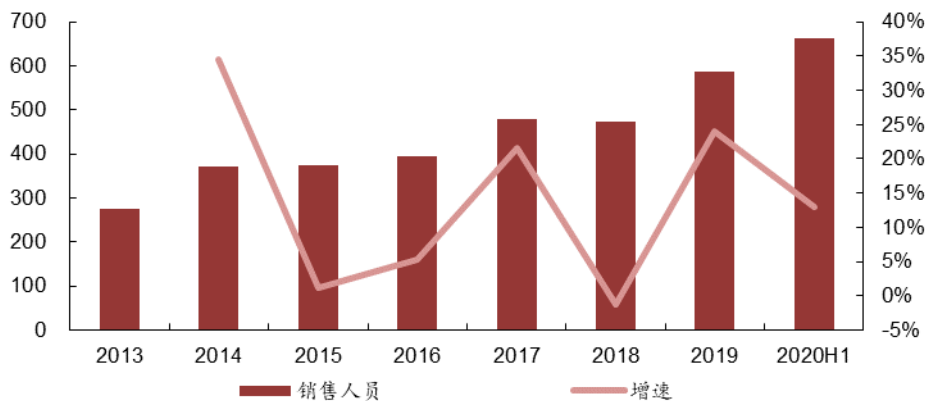


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 销售力度持续加大，未来拓展空间较大

公司持续加大销售力度，销售人员数量从 2013 年的 275 人增长到 663 人，未来仍将快速增长，同时公司不断加大学术营销力度，积极开展与临床机构的课题合作、积累高端学术文章、优化更新学术推广工具，畅迪相关文章已达到 300 余篇，持续的学术营销不断改善医生和患者对过敏免疫治疗的认知，为产品打开市场。目前公司覆盖国内公立医院数量在 1000 家左右，占我国公立医院数量总量比例仍较低，未来仍有较大拓展空间。

图 21：我武生物销售人员情况



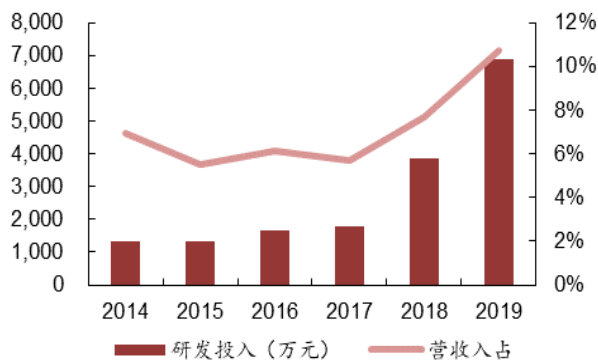
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 研发管线丰富，重磅产品“黄花蒿粉滴剂”值得期待

4.1 研发投入持续加大，在研产品不断丰富

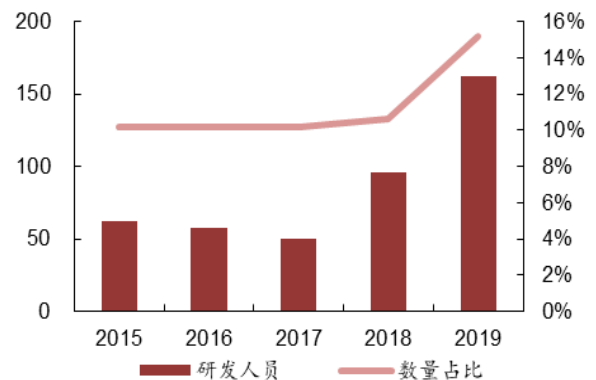
公司研发投入持续加大，研发投入占营业收入比重从 2014 年的 7% 增长到 2019 年的 10.8%，2019 年公司研发投入资金达 6800 万元，同时，公司研发人员快速增长，2019 年达到 162 人，占公司总人数比例达到 15%。

图 22：我武生物历年研发投入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：我武生物研发人员数量及占比（人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着研发投入的逐步加大，公司在研产品快速增加，积累了“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”、“尘螨合剂”和“黄花蒿花粉点刺液”等多个在研项目，目前最值得期待的是黄花蒿花粉变应原舌下滴剂，处于上市申报阶段，有望成为公司的第二个主力大品种。

表 13: 我武生物研发管线

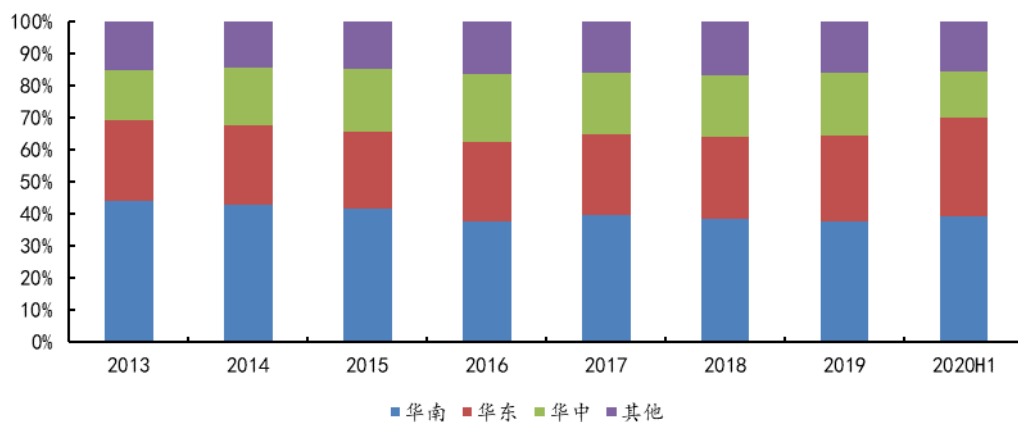
序号	名称	适应症	研发阶段
1	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	用于蒿属花粉过敏引起的变应性鼻炎（合并或不合并结膜炎、哮喘）的脱敏治疗	NDA
2	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	用于蒿属花粉过敏引起的儿童变应性鼻炎（合并或不合并结膜炎、哮喘）的脱敏治疗	临床 III 期
3	尘螨合剂	用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗	临床 II 期
4	粉尘螨滴剂	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗	临床 III 期
5	黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺产品	用于点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	完成 I 期临床试验

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 黄花蒿滴剂市场空间大，值得期待

目前公司针对蒿属花粉过敏的重磅产品“黄花蒿花粉滴剂”已完成 III 期临床试验，处于上市申报阶段。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，花粉过敏约占我国整个过敏患者群体的 33%。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，而尘螨过敏患者正是呈现出南方多北方少的特性，目前公司的粉尘螨滴剂也主要是在我国南方地区销售，北方销售占比较低。

图 24: 我武生物收入地区分布情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

我国过敏性鼻炎患病率为 17%，其中 32.7% 为花粉过敏，假设 20% 患者愿意接受脱敏治疗，即共 1557 万人潜在治疗人口，按照脱敏治疗每年 3500 元/人的费用进行测算，我国脱敏治疗药物的市场空间高达 545 亿元。

表 14：黄花蒿粉滴剂市场空间测算

指标	数值
总人口数 (亿人)	14 亿
过敏性鼻炎患病率	17%
患过敏性鼻炎人数 (亿人)	2.38
花粉过敏比例	32.71%
花粉过敏过敏性鼻炎数量 (万人)	7785
年人均治疗费 (元)	3500 元
使用脱敏治疗人数比例	20%
潜在市场空间 (亿元)	545

数据来源：CNKI，西南证券整理

黄花蒿粉滴剂未来上市后，可以弥补公司在北方地区过敏市场的空白，改变目前产品季节性和区域性销售的特征，进一步巩固公司国内脱敏治疗药物领军企业的地位。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：粉尘螨滴剂市场空间广阔，竞争格局好，产品优势显著，有望长期保持较快增长。预计 2020-2022 年销量增速分别为 10%、35%和 30%，预计毛利率将维持在 96%的较高水平；

假设 2：点刺诊断试剂盒用于点刺试验，辅助诊断因过敏原致敏引起的 I 型变态反应性疾病，与公司的主导产品“粉尘螨滴剂”形成“诊断+治疗”的协同关系，近几年销量维持稳定，预计 2020-2022 年销量保持稳定，毛利率保持在 95%的较高水平；

假设 3：黄花蒿粉滴剂预计在 2021 年实现上市，黄花蒿粉滴剂市场空间较大，同时公司已经有较完善的销售网络，上市后有望快速放量，预计 2021 年和 2022 年收入分别为 0.3 亿元和 0.6 亿元，毛利率为 96%。

表 15：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
粉尘螨滴剂	收入	6.3	6.9	9.3	12
	增速	27.4%	9.4%	34.3%	29.3%
	毛利率	97%	96%	96%	96%
	毛利	6.1	6.6	8.9	11.5
点刺诊断试剂盒 及相关产品	收入	0.04	0.03	0.04	0.04
	增速	0.00%	0.00%	25.00%	0.00%
	毛利率	95%	95%	95%	95%
	毛利	0.04	0.03	0.04	0.04

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
黄花蒿粉滴剂	收入			0.3	0.6
	增速				100%
	毛利率			96%	96%
	毛利			0.29	0.58
其他	收入	0.04	0.04	0.04	0.04
	增速	0%	0%	0%	0%
	毛利率	25%	25%	25%	25%
	毛利	0.01	0.01	0.01	0.01
合计	收入	6.4	7	9.7	12.7
	增速	27%	9.2%	38.4%	31.3%
	毛利率	96.4%	95.6%	95.7%	95.8%
	毛利	6.2	6.7	9.2	12.

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 7 亿元、9.7 亿元和 12.7 亿元，归母净利润分别为 3.3 亿元、4.6 亿元和 6.1 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.88 元和 1.16 元，对应 PE 分别为 95 倍、69 倍和 52 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 4%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.01；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 16：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	15
永续期增长率	4%
无风险利率 R_f	2.7%
市场组合报酬率 R_m	10%
有效税率 T_x	15%
过渡期增长率	15%
β 系数	1.01
债务资本成本 K_d	3%
债务资本比重 W_d	0
股权资本成本 K_e	9.6%
WACC	10%

数据来源：西南证券

表 17: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	21752.94
净债务价值	-1272.71
股票价值	23025.65
每股价值	43.98

数据来源: 西南证券

表 18: FCFF 估值敏感性分析

WACC	8.57%	9.07%	9.57%	10.07%	10.57%	11.07%	11.57%
永续增长率							
2.5%	53.10	47.57	42.91	38.95	35.55	32.61	30.05
3.0%	55.97	49.82	44.70	40.39	36.72	33.57	30.84
3.5%	59.41	52.48	46.79	42.05	38.05	34.65	31.72
4.0%	63.61	55.66	49.25	43.98	39.59	35.88	32.72
4.5%	68.83	59.54	52.19	46.25	41.37	37.30	33.86
5.0%	75.51	64.37	55.78	48.98	43.48	38.96	35.18
5.5%	84.37	70.55	60.25	52.30	46.00	40.91	36.71

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 43.98 元。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与我武生物业务最为相近的长春高新、康泰生物、康弘药业和智飞生物四家公司, 2020 年四家公司的平均 PE 为 81 倍, 2021 年平均 PE 为 56 倍。公司是我国免疫治疗领域龙头, 免疫治疗产品空间大, 渗透率低, 未来成长空间较大, 公司作为行业龙头, 产品竞争力强, 销售能力突出, 同时公司产品管线丰富, 未来业绩成长动力充足, 有望长期保持较快增长, 给予公司 2021 年 85 倍市盈率, 对应目标价为 74.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 19: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000661.SZ	长春高新	374.52	8.77	7.12	9.21	11.56	43	53	41	32
300122.SZ	智飞生物	160.18	1.48	2.09	2.92	3.74	108	77	55	43
002773.SZ	康弘药业	42.50	0.82	0.92	1.13	1.40	52	46	38	30
300601.SZ	康泰生物	181.32	0.89	1.21	2.01	3.15	204	150	90	58
平均值							102	81	56	41

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

1) 收入依赖单一品种风险：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，公司在一段时间内仍面临收入依赖单一品种风险；

2) 市场竞争加剧风险：目前竞争对手 ALK 在开展舌下片剂，未来获批后，公司将面临竞争加剧的风险；

3) 在研产品进度不及预期风险：目前公司有多项在研产品，研发产品进度不及预期将会对公司经营和发展带来一定风险；

4) 产业政策风险：我国医改不断深入，政策出台较频繁，公司核心产品也面临一定的政策不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	639.35	698.01	965.98	1268.44	净利润	292.62	334.62	461.89	605.47
营业成本	22.85	30.79	41.52	53.62	折旧与摊销	10.85	15.93	15.93	15.93
营业税金及附加	3.27	3.84	5.18	6.81	财务费用	-24.06	0.70	0.97	1.27
销售费用	223.70	237.32	328.43	431.27	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	30.17	32.81	47.33	63.42	经营营运资本变动	63.65	-18.91	-82.34	-94.07
财务费用	-24.06	0.70	0.97	1.27	其他	-110.12	-0.19	-0.22	-0.23
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	232.93	332.15	396.22	528.37
投资收益	1.99	0.00	0.00	0.00	资本支出	-128.99	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.37	0.19	0.22	0.23	其他	-477.94	0.19	0.22	0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-606.93	-19.81	-19.78	-19.77
营业利润	343.37	392.74	542.77	712.29	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.34	1.86	2.11	2.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	345.72	394.60	544.88	714.36	股权融资	308.47	0.00	0.00	0.00
所得税	53.10	59.99	82.99	108.88	支付股利	-72.72	-59.66	-66.92	-92.38
净利润	292.62	334.62	461.89	605.47	其他	-171.97	-0.86	-0.97	-1.27
少数股东损益	-5.68	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	63.78	-60.52	-67.89	-93.65
归属母公司股东净利润	298.30	334.62	461.89	605.47	现金流量净额	-310.22	251.82	308.55	414.95
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	750.77	1002.59	1311.14	1726.09	成长能力				
应收和预付款项	211.02	234.76	323.18	424.79	销售收入增长率	27.68%	9.18%	38.39%	31.31%
存货	36.82	49.61	66.89	86.39	营业利润增长率	26.54%	14.38%	38.20%	31.23%
其他流动资产	51.39	52.31	56.51	61.25	净利润增长率	26.20%	14.35%	38.04%	31.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.41%	23.99%	36.71%	30.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	197.63	208.93	220.23	231.53	毛利率	96.43%	95.59%	95.70%	95.77%
无形资产和开发支出	160.94	154.00	147.06	140.12	三费率	35.94%	38.80%	39.00%	39.10%
其他非流动资产	19.64	19.35	19.07	18.78	净利率	45.77%	47.94%	47.82%	47.73%
资产总计	1428.21	1721.56	2144.08	2688.95	ROE	21.64%	20.57%	22.85%	23.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.49%	19.44%	21.54%	22.52%
应付和预收款项	38.99	50.24	67.92	88.56	ROIC	45.90%	53.68%	66.53%	74.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	51.64%	58.65%	57.94%	57.51%
其他负债	37.26	44.57	54.44	65.58	营运能力				
负债合计	76.25	94.80	122.36	154.13	总资产周转率	0.51	0.44	0.50	0.52
股本	523.58	523.58	523.58	523.58	固定资产周转率	4.66	4.63	6.81	9.52
资本公积	128.19	128.19	128.19	128.19	应收账款周转率	5.28	4.96	5.50	5.38
留存收益	619.06	894.02	1288.98	1802.08	存货周转率	0.76	0.71	0.71	0.70
归属母公司股东权益	1271.00	1545.79	1940.76	2453.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.73%	—	—	—
少数股东权益	80.96	80.96	80.96	80.96	资本结构				
股东权益合计	1351.96	1626.76	2021.72	2534.82	资产负债率	5.34%	5.51%	5.71%	5.73%
负债和股东权益合计	1428.21	1721.56	2144.08	2688.95	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	17.49	17.04	16.56	16.67
					速动比率	16.88	16.41	15.93	16.04
					股利支付率	24.38%	17.83%	14.49%	15.26%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	330.16	409.36	559.66	729.48	每股收益	0.57	0.64	0.88	1.16
PE	106.12	94.60	68.54	52.28	每股净资产	2.43	2.95	3.71	4.69
PB	24.91	20.48	16.31	12.90	每股经营现金	0.44	0.63	0.76	1.01
PS	49.51	45.35	32.77	24.96	每股股利	0.14	0.11	0.13	0.18
EV/EBITDA	93.43	74.74	54.12	40.95					
股息率	0.23%	0.19%	0.21%	0.29%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与 10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn