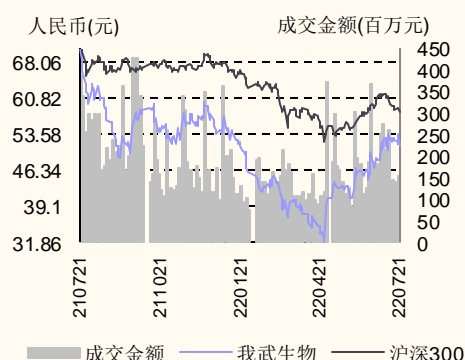


市场价格 (人民币): 51.00 元

目标价格 (人民币): 55.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.24
已上市流通 A 股(亿股)	4.71
总市值(亿元)	267.03
年内股价最高最低(元)	70.60/31.86
沪深 300 指数	4236
创业板指	2751



## 脱敏市场绝对龙头，产品矩阵不断丰富

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	636	808	1,019	1,292	1,645
营业收入增长率	-0.49%	26.95%	26.17%	26.76%	27.32%
归母净利润(百万元)	278	338	399	499	627
归母净利润增长率	-6.65%	21.38%	18.14%	25.07%	25.52%
摊薄每股收益(元)	0.532	0.646	0.763	0.954	1.197
每股经营性现金流净额	0.49	0.69	0.74	0.89	1.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.13%	19.47%	20.21%	21.95%	23.64%
P/E	144.22	88.76	66.87	53.47	42.60
P/B	27.58	17.28	13.52	11.74	10.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **脱敏市场蓝海广阔，公司核心产品粉尘螨滴剂以高毛利和先发优势带动公司业绩稳健增长：**我国过敏性鼻炎/哮喘发病率高，潜在患者人群超 2.5 亿，然而能根治过敏反应的脱敏治疗渗透率尚不足 2%，随着临床教育及学术推广，脱敏治疗市场空间有望得到进一步提升。公司核心产品粉尘螨滴剂作为国内唯三、国产唯一的脱敏药物，具有较强的先发优势；且是唯一的舌下含服药物，产品技术优势显著，目前市占率已超过 80%。2021 粉尘螨滴剂贡献营收 7.96 亿元，同比增长 26%，毛利率高达 98.5%，基本构成公司全部毛利；2021 年公司收入 8.08 亿元 (27%)，归母净利润 3.38 亿元 (21%)；2022 年 H1 公司实现收入 3.89 亿元 (+12%)，归母净利润 1.81 亿元 (+23%)。
- **黄花蒿花粉滴剂上市销售，覆盖互补市场，将成为公司新增长点：**今年 2 月黄花蒿花粉滴剂开始上市销售，主要目标国内北方蒿属花粉过敏人群，不仅打开该细分领域国内市场空白，且将与粉尘螨滴剂形成互补，进一步拓展公司在国内市场的份额；2021 年，黄花蒿花粉变应原舌下滴剂实现销售收入 367 万元。
- **持续加大学术营销推广和研发投入，在研产品蓄势待发：**2021 年公司已组建销售人员 927 人；通过多层次学术及专业化推广，现已围绕核心产品发表文章 380 篇，极大地促进了公司产品认知度和临床渗透率提升。同时保持高研发投入，2021 年研发费率已达 13.6%，在研管线覆盖尘螨、蒿属花粉及点刺产品，拓展新适应症应用，目前已相继进入 III 期临床阶段，将有望尽快丰富公司产品结构、提升市场竞争力。

## 投资建议

- 公司是脱敏市场龙头企业，粉尘螨滴剂渗透率有望进一步提高，叠加新品黄花蒿花粉滴剂上市后持续放量，预计 2022-2024 年营业收入分别为 10.2、12.9 和 16.5 亿元，增速分别为 26%、27%、27%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.1、5.1 和 6.4 亿元，增速分别为 21%、25%和 26%。我们选用相对估值法 (市盈率法) 对公司进行估值，参考同行业上市公司情况，给予公司 2022 年 72 倍 PE，目标价 55 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 风险

- 学术推广不及预期风险；黄花蒿花粉滴剂推广不及预期风险；粉尘螨滴剂招标降价风险；新产品开发不及预期风险；收入依赖单一品种风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内脱敏治疗先行者，纵深横向稳健发展	4
国内脱敏治疗龙头企业，多向布局稳健成长	4
公司业绩稳步提升，高毛利产品助力盈利水平	4
过敏性疾病诊疗水平有待加强，脱敏疗法市场空间广阔	6
过敏性疾病发病率持续上升，国内诊疗水平具有提升空间	6
脱敏治疗能阻止过敏疾病自然进程，较传统药物治疗优势明显	7
舌下特异性免疫治疗为安全有效且具有更高成本效益的脱敏疗法	7
产品先发优势突出，布局“对因+对症”“诊断+治疗”的过敏性疾病解决方案	8
粉尘螨滴剂技术壁垒强，有望长期保持领先地位	8
黄花蒿花粉滴剂上市，互补市场有望形成新的增长点	10
布局点刺诊断试剂，搭建诊疗体系协同发展	11
在研管线丰富，适应症拓展+新产品开发双向突破	12
重视销售团队建设，助力拓展国内脱敏市场	12
介入新的医疗产品领域，分散产品布局单一的风险	13
干细胞治疗实现突破性进展，培育新的业绩增长点	13
天然药物增加研发投入，未来发展空间广阔	14
医学人工智能开始布局	14
盈利预测与投资建议	14
风险提示	16

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司营业收入及同比增长情况	5
图表 3: 公司归母净利润及同比增长情况	5
图表 4: 公司营业收入构成情况	5
图表 5: 公司毛利润构成情况	5
图表 6: 公司净利率与毛利率情况	5
图表 7: 公司各项费用情况	5
图表 8: 传统结合药物对症治疗与脱敏疗法比较	7
图表 9: SCIT 与 SLIT 的对比	8
图表 10: 中国各地区过敏原及阳性率情况	9
图表 11: 粉尘螨滴剂销售收入情况	9
图表 12: 2014-2020 年间粉尘螨滴剂产销量情况	9
图表 13: 国内脱敏治疗市场格局	10
图表 14: 国内三款尘螨脱敏治疗药物对比	10
图表 15: 主要花粉过敏原及过敏阳性率	11
图表 16: 过敏原主要检测方式	11

图表 17: 点刺产品销售收入情况.....	11
图表 18: 点刺产品产销量情况.....	11
图表 19: 公司研发管线 (已进入注册程序的项目) .....	12
图表 20: 近年主要的干细胞产业相关法规.....	13
图表 21: 公司主营业务盈利预测.....	15
图表 22: 毛利率及主要费用率预测.....	15
图表 23: 可比公司估值比较 (市盈率法) (截至 2022.7.21) .....	16

## 国内脱敏治疗先行者，纵深横向稳健发展

### 国内脱敏治疗龙头企业，多向布局稳健成长

- 公司成立于 2002 年，专注过敏性疾病诊断及治疗产品的研发、生产和销售。在 2001 年中华医学会变态反应学分会成立、过敏性疾病综合治疗规范化进程加快的环境下，公司作为国产脱敏药物生产企业的先行军，于 2006 年正式推出国内第一款自主研发的舌下含服脱敏药物“粉尘螨滴剂”，打破国内空白现状，并于 2008 年上市“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”，粉尘螨过敏性疾病的配套诊疗产品进一步提升公司的市场竞争力。
- 2014 年，公司上市创业板进入资本市场交易，并开始进行拓展布局。公司主要通过设立我武干细胞、我武天然、超级灵魂等全资子公司，先后进入干细胞及天然药物、医学人工智能等领域。此外，公司于 2020 年 6 月取得凯屹医药 19.9% 股权，此后又于 2021 年通过股权转让（200 万）和增资（4345 万）方式，累计获得股权 35%，凯屹医药所研药物“吸入用苦丁皂苷 A 溶液”将有望在治疗哮喘方面与公司脱敏产品实现协同效应。
- 同时，公司持续纵向深耕脱敏治疗领域，推出“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”等诊断产品；并于 2021 年重磅推出黄花蒿花粉变应原舌下滴剂，与“粉尘螨滴剂”形成互补，针对不同过敏性疾病患者需求提供变应原脱敏治疗解决方案，实力构筑国内脱敏治疗龙头企业地位。

图表 1：公司历史沿革

时间	事件
2002 年	公司成立。
2002-2008 年	研发积累，于 2006 年和 2008 年先后上市粉尘螨滴剂“畅迪”与粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒“畅点”。
2014 年	上市创业板，进入资本市场交易。
2018 年	设立上海我武干细胞科技有限公司，进军细胞治疗领域。
2020 年	设立全资子公司浙江我武天然；设立全资子公司我武踏歌药业，并于同年 6 月取得凯屹医药 19.9% 股权，布局天然药物领域。 设立全资子公司浙江超级灵魂人工智能研究院，布局医学人工智能。
2021 年	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂上市；同年八月增持凯屹医药股权至 35%，成为公司联营公司。

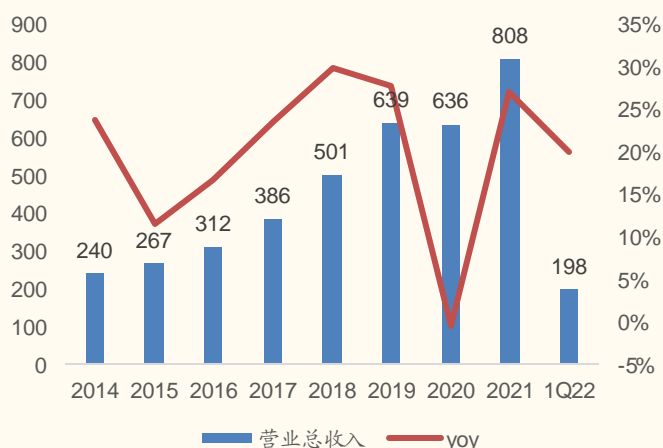
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司股权结构集中，核心管理层经验丰富。创始人胡赓熙博士背书中科院生物化学和细胞生物学研究所，在生物制药领域具有丰富的行业经验和资深的学术地位，共持有公司股份 39.1%，掌舵公司发展方向。其他管理人员同样也具有丰富的生物制药或相关岗位经验，为公司的稳健发展提供坚实的后盾。

### 公司业绩稳步提升，高毛利产品助力盈利水平

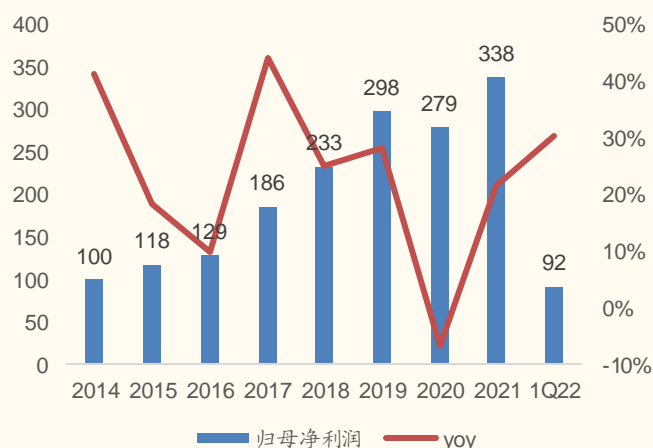
- 2014 年上市以来，公司营业收入水平稳步提升，近几年同比增速呈上升趋势。2020 年受疫情影响出现一定下滑，但基本保持和 2019 年持平。2021 年公司业绩快速恢复，实现 8.08 亿元营收体量，同比增长 27%；归母净利润也呈稳健增长趋势，2021 年实现 3.38 亿元，同比增长 21%。

图表 2: 公司营业收入及同比增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

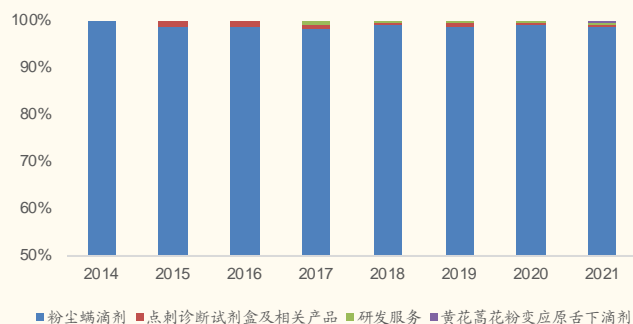
图表 3: 公司归母净利润及同比增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

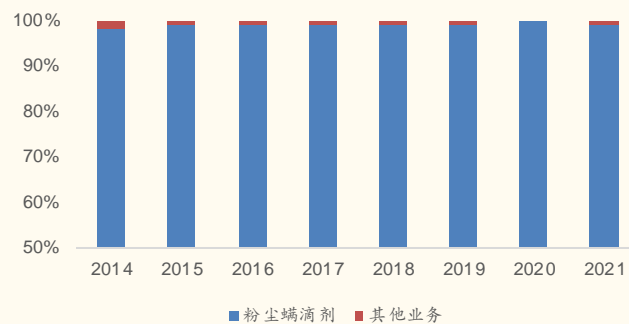
■ 自 2006 年以来, 公司以“粉尘螨滴剂”产品为核心, 营收占比高达 98% 以上。

图表 4: 公司营业收入构成情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

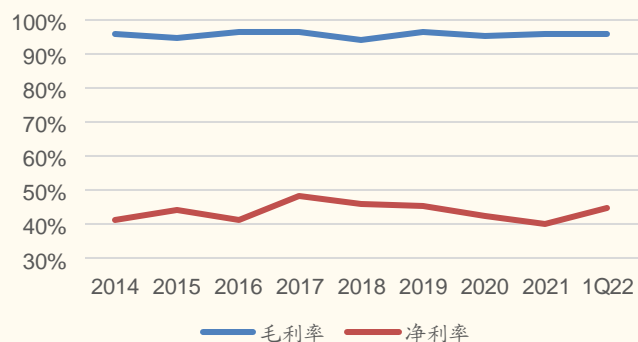
图表 5: 公司毛利润构成情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

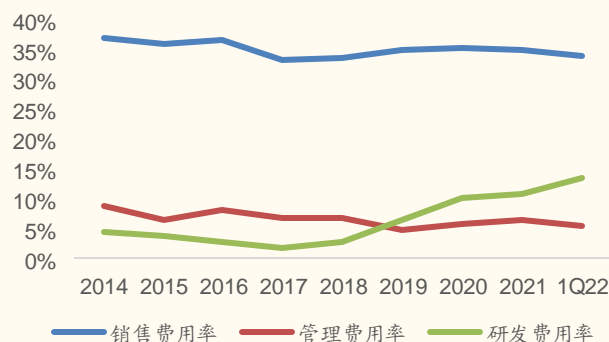
- 虽然公司产品结构较为单一, 但多年来仍保持较高的盈利水平, 毛利率基本维持在 95% 以上, 净利率也超过 40%, 处于行业领先水平。
- 在公司经营方面, 随着脱敏治疗的逐渐推广与公司产品知名度的提升, 销售费率呈下降趋势。同时, 公司规模逐渐扩大、管理不断优化, 管理费率先逐渐降低。此外, 公司一直坚持研发投入, 并在 2019 年起进一步加大研发投入至 10% 以上。总体而言, 公司经营情况良好, 研发实力不断强化。

图表 6: 公司净利率与毛利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 公司各项费用情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司目前上市的两款脱敏药物均为舌下含服型，分别为 2006 年上市的“粉尘螨滴剂”和 2021 年上市的“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”。根据主要物质的浓度，均设有 5 个规格，适用于粉尘螨或黄花蒿/艾蒿花粉过敏性疾病的不同阶段治疗，覆盖全疗程。

## 过敏性疾病诊疗水平有待加强，脱敏疗法市场空间广阔

### 过敏性疾病发病率持续上升，国内诊疗水平具有提升空间

- 过敏性疾病又称变态反应性疾病，指的是机体受到变应原（过敏原）时，出现不适当的或过度的生理功能紊乱或组织细胞损伤的异常免疫反应，并且具有一定的遗传倾向。过敏性疾病严重的影响了患者的生活质量，被列为全球第六大慢性疾病，并已在 2000 年末被 WHO 列为除肿瘤、心脑血管疾病之外的 21 世纪重点研究和防治的三大疾病之一。过敏性疾病的发展是复杂的遗传背景、环境因素及特殊部位的因子共同作用的结果。其中，英国学者 Strachan 提出的卫生假说认为，若儿童生活的环境干净、接触的细菌少，则会减弱对儿童免疫系统的发育刺激，使得孩子长大后接触过敏原更容易出现过敏症状。
- **过敏性疾病发病率持续攀升。**据世界变态反应组织白皮书估计，全球过敏性疾病的患病率约为 30%~40%。其中，婴幼儿、青少年的患者人数增加。我国现有的过敏性疾病相关的流行病学调查显示，过敏性疾病已经成为我国常见的慢性疾病之一。由于卫生条件的改善、城市化进程的发展、大众对疾病的认知程度的滞后、饮食结构的变化等多方面的因素，在未来一段时间内，我国过敏性疾病发病率将处在发病率呈明显上升的阶段。
- 过敏反应分为四型，其中速发型过敏反应（immediate hypersensitivity, type I allergy）比较常见。速发型过敏反应主要为呼吸道过敏反应、消化道过敏反应、皮肤过敏反应以及过敏性休克，常见主要病症包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎、过敏性紫癜、过敏性休克等。过敏性疾病的发病过程分成致敏阶段、激发阶段、效应阶段。
- **过敏性鼻炎与过敏性哮喘为过敏性疾病常见病症，患病率高且严重危害人类健康。**过敏性鼻炎，即变应性鼻炎（Allergic rhinitis），是在机体暴露于过敏原后，主要由 IgE 抗体介导的炎症而引起的鼻腔黏膜慢性炎症。据 WAO 的《过敏反应白皮书》报告，哮喘在全球 AR 患者中的发生率约为 40%，过敏性鼻炎在哮喘患者中的发病率约为 80%。据《中国变态反应学会变应性鼻炎治疗指南》中的电话采访组成的调查结果显示，我国 AR 患者中的哮喘患病率约为 28%。若不及早干预，过敏性疾病的自然进程会使患者个体敏感的过敏原种类增加，患上并发症的风险及治疗难度加大。
- **变应性鼻炎与过敏性哮喘患病率均呈上升趋势，患者人数众多，市场空间广阔。**据世界变态反应组织白皮书报告，变应性鼻炎影响高达 10%~30% 的成人及约 40% 的儿童。保守估计，全球过敏性鼻炎患者已经超过 10 亿人。据《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015》的报告称，我国目前仍缺乏大规模、系统性的过敏性鼻炎流行病学研究，在 11 个中心城市的总体患病率为 8%-21.4%，西部四个主要城市过敏性鼻炎患病率约为 30.32%~37.90%，北方地区患病率约为 9.2%。WHO 预测过敏性哮喘的全球患病人数将在 2025 年达到 4 亿人口。据 2019 年《柳叶刀》上发表的《中国成人哮喘流行状况、风险因素与疾病管理现状》的研究结果表明，我国 20 岁以上人群哮喘的患病率为 4.2%。同时，过敏性哮喘具有一定的致死率，据 WAO 对 30 个国家的流行病学调查结果显示，2015 年全球约有 38.3 万的人死于哮喘。
- **我国过敏性疾病临床诊疗水平及疾病控制水平亟待提升。**在疾病诊断率、治疗率、规范化用药、患者疾病控制水平、改善患者生活质量等方面仍有较大的提升空间。我国哮喘诊断率低，据《中国成人哮喘流行状况、风险因素与疾病管理现状》指出，我国 20 岁以上哮喘患者有 71.2% 从未被医

生诊断，仅有 5.6%接受了基础的糖皮质激素治疗。同时，我国的疾病控制水平较低，我国成人哮喘人群中肺功能气流受限比例（26.2%）高于发达国家水平（16.2%-18.8%）。

**脱敏治疗能阻止过敏疾病自然进程，较传统药物治疗优势明显**

- **全球公认的过敏疾病最佳治疗体系为 WHO 提出的“四位一体”的综合治疗方案。**“四位一体”作为过敏性疾病治疗的基本原则，包括环境控制避免与过敏原接触、结合药物对症治疗、免疫治疗、患者保健教育四个方面。其中，避免过敏原及对症治疗为过敏性疾病的有效疗法，患者教育为辅助疗法，脱敏治疗为 WHO、ARIA 及 EAACI 推荐的一线疗法。
- **脱敏治疗为唯一可影响过敏性疾病自然进程的治疗方法。**脱敏治疗为特异性免疫疗法，使患者机体的免疫系统在持续多次的变应原刺激下产生免疫耐受，从而有效缓解临床症状或使临床症状完全消失，且脱敏治疗可在患者机体停药后保持长期疗效。传统药物治疗可快速控制临床症状，但无法阻止过敏性疾病自然进程或降低患者机体对变应原的敏感度，同时患者易产生耐药性。

**图表 8：传统结合药物对症治疗与脱敏疗法比较**

	传统药物对症治疗	脱敏治疗
治疗原理	对症治疗，使用药物消除病理效应，停药后过敏症状容易复发	对因治疗，通过逐步增加接触变应原的剂量，降低患者对变应原的敏感程度，阻止过敏疾病自然进程，纠正过敏体质
起效时间	药物起效迅速，可在用药期间有效控制症状	起效慢，治疗 3~4 月开始起效
维持时间	给药时	终生有效
治疗时间	治疗时间短，但需要反复给药，患者容易对药物产生耐药性	3-5 年，最少 2 年
药物不良反应	1. 糖皮质激素：治疗过敏性疾病最有效的药物，长期应用可导致医源性库欣综合征、骨质疏松、抑制免疫反应，还会对血液系统、糖脂代谢等多种生理功能产生严重的影响。 2. 抗组胺药：目前治疗过敏性疾病主要药物之一，可能的副作用有头晕、疲倦、口干、便秘、恶心、呕吐，以及心悸和心率不正 3. 抗白三烯药物：目前可供选择的抗过敏药物，但需与糖皮质激素或抗组胺药联合使用。	脱敏治疗的副作用相对较小，会产生微弱的过敏反应，如嘴唇水肿、口腔溃疡等局部过敏反应，机体对治疗的浓度耐受后，不良反应即消失。极少数特殊个体有可能产生强烈的全身过敏反应。

来源：《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识 2015》，公司公告，国金证券研究所

**舌下特异性免疫治疗为安全有效且具有更高成本效益的脱敏疗法**

- 脱敏治疗可按照治疗方式划分为皮下注射脱敏与舌下含服脱敏两种方式。皮下变应原特异性免疫治疗（SCIT）为目前过敏性鼻炎免疫治疗的主要方式，是脱敏治疗最早的方式。治疗时长为 3 年左右，分为剂量累加和剂量维持两个阶段。舌下特异性免疫治疗（SLIT）指将诱发过敏的物质制成不同浓度的脱敏液每日舌下含服。舌下脱敏经过 30 余年的发展，由于其安全性、舒适性、便利性、成本效益正逐步取代皮下注射脱敏成为未来脱敏疗法的发展方向。

- **舌下脱敏国际认可度提升，为国内外推荐的变应原特异性免疫治疗方案。** WAO 与《变应性鼻炎诊断和治疗指南》均指出脱敏疗法为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。《中国过敏性哮喘诊疗指南》及汇总专家经验的舌下脱敏治疗英文指南均推荐舌下脱敏作为过敏性鼻炎、过敏性哮喘的治疗方式。国际知名度的提升将推动舌下脱敏治疗的临床上的规范应用及推广。
- **舌下脱敏安全性较皮下注射脱敏高。** 尽管皮下注射脱敏已经发展 100 余年，其安全性问题仍待解决。经 AAAAI 的免疫治疗委员会的成员从 1985 年至 2008 年的调查结果显示，SCIT 的 2890 万次注射中报告 2 例致死性反应，约 1.9% 的患者会发生全身性反应，大部分较轻微，0.08% 发生 3 级反应，0.02% 发生四级反应。而舌下特异性免疫治疗经过 meta 分析安全性较皮下注射高。SLIT 较 SCIT 的不良反应发生率更低，其不良反应大多为口舌发痒肿胀、胃肠道不适、结膜炎等较为轻微的局部不良反应，极罕见出现全身不良反应，截止至目前未有报告死亡或严重威胁生命的不良反应。
- **舌下脱敏的使用方便性及便携性较皮下注射脱敏更优。** 舌下脱敏较皮下注射相比，舌下脱敏有效降低患者的抵触心理，使得患者的依从性提升。皮下注射脱敏由于其潜在的安全问题，患者需要多次前往医疗机构接受注射，需要在医护人员监控下使用，而舌下脱敏只需在家自行服用。
- **舌下含服脱敏较皮下注射脱敏更具成本效益。** 据《2015 年全国鼻科年会暨第七届鼻部感染与变态反应疾病专题学术会议论文集》的调查显示，SLIT 治疗方案的月均成本为 266.8 元/月，而 SCIT 的月均成本高达 425 元/月，应用成本-效果比分析及卫生经济学评价，SLIT 为治疗变应性鼻炎的优选法。

图表 9: SCIT 与 SLIT 的对比

	皮下免疫治疗 (SCIT)	舌下特异性免疫治疗 (SLIT)
安全性	存在一定的安全隐患，具有引起全身副作用的危险，已有关于 SLIT 罕见全身性和严重不良事件的报告	不良反应较 SCIT 少且较为轻微，大部分不良反应为轻微，无死亡病例报告。
使用方便性	需要多次前往医疗机构接受注射	无创用药，操作简便，可以免去皮下注射给患者带来的痛楚和不变，降低患者的恐惧和抵触心理
便携性	SCIT 液体脱敏治疗药物需要低温保存条件 (2-8° C)	可遮光密闭保存在阴凉处，便于患者随身携带、及时治疗
成本	成本包括用于治疗的变应原提取物的制备成本及前往医疗机构就诊接受注射的费用；治疗成本平均为 425 元/月	成本约为 266.8 元/月

来源：《国际过敏与鼻科学共识声明：变应性鼻炎》，《2015 年全国鼻科年会暨第七届鼻部感染与变态反应疾病专题学术会议》，公司招股书，国金证券研究所

### 产品先发优势突出，布局“对因+对症”“诊断+治疗”的过敏性疾病解决方案

- 变态反应的诱因繁多，从常见的吸入性过敏原、如尘螨、花粉，到食入的牛奶、接触的化妆品、注入的药物等。要实现对过敏性疾病更有效的治疗，不仅需要“对症”有针对性地控制临床症状，更需要“对因”尽可能从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性；同时，还需辅以精准高效的“诊断”手段，为患者提供更加完善的过敏性疾病解决方案。

#### 粉尘螨滴剂技术壁垒强，有望长期保持领先地位

- 尘螨是世界性分布最为广泛、致敏性最强、患者过敏数量最多的过敏原之一，普遍存在于人类地居室和工作环境中，其中以粉尘螨和户尘螨的危害

最为严重，且二者的变应原蛋白结构之间有很高的相似性。在我国，对粉尘螨过敏的患者数量略高于户尘螨过敏患者。

- 粉尘螨的适宜生存条件使其多于下半年引起过敏性疾病。同时，多发于工业化程度较高的区域。于我国而言，更多集中在南方区域。

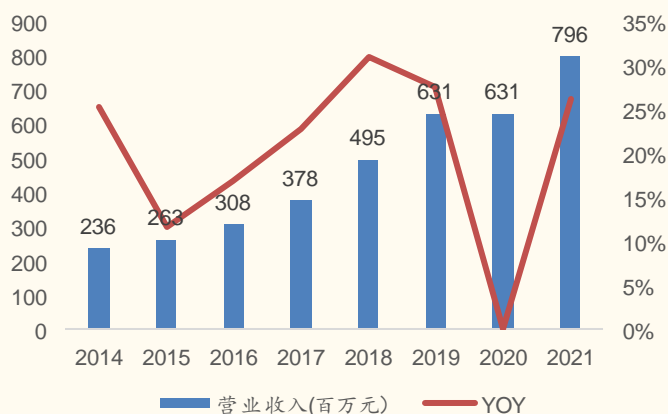
图表 10：中国各地区过敏原及阳性率情况

地区	过敏原及其阳性率 (%)					
	粉尘螨	户尘螨	蒿草	豚草	蒲公英	其他
东北	43.1	38.8	33.6	29.0	28.3	蒲公英
西北	58.2	47.1	45.3	38.3	29.3	蝗虫
中部	47.3	41.7	34.0	27.1	24.1	蒲公英
南部	69.2	61.4	39.4	14.9	11.7	蒲公英

来源：Scientific Reports, 2017, 7(1): 928, 国金证券研究所

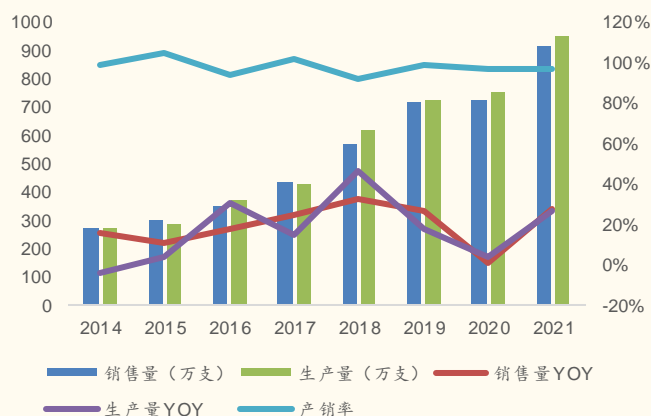
- 公司上市的“畅迪”粉尘螨滴剂是主治粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的舌下含服脱敏药物。上市以来，粉尘螨滴剂快速放量，贡献营业收入由 2014 年的 2.36 亿元增至 2021 年的 7.96 亿元，复合增速达 19%，是公司的核心产品。产品的生产规模也在稳步提升，产销率基本维持在 95% 以上。

图表 11：粉尘螨滴剂销售收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

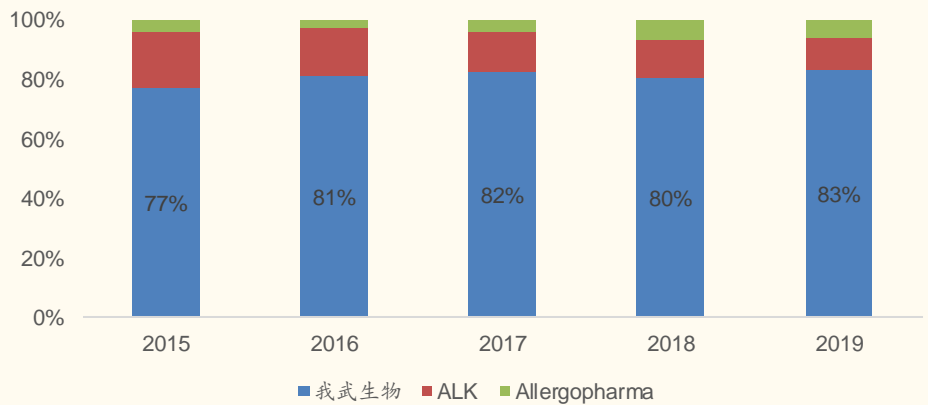
图表 12：2014-2020 年间粉尘螨滴剂产销量情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前在国内上市尘螨脱敏药物的企业仅有 3 家，除公司外，其余两家是丹麦的 ALK 和德国的 Allergopharma，分别于 2004 和 1999 年进入中国市场。公司的粉尘螨滴剂虽然于 2006 年才开始销售，但市场份额迅猛提升，赶超其余两家；自 2016 年起，公司的市占率保持在 80% 以上，遥遥领先。

图表 13: 国内脱敏治疗市场格局



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

- 公司的“畅迪”粉尘螨滴剂相较于另外两款尘螨脱敏治疗药物有着显著优势。
  - **给药方式:**“畅迪”为三款中唯一的舌下含服方式, 比皮下注射显著降低了系统性不良反应的发生率, 且避免了注射的疼痛, 用药更加简便;
  - **储存方式:** 仅需阴凉、避光保存, 不必低温, 使药物的储存、运输及患者携带更为便利;
  - **价格:** 远低于进口药物价格, 高性价比使患者对脱敏治疗的承受度更高。

图表 14: 国内三款尘螨脱敏治疗药物对比

产品名称	生产企业	给药方式	保存	规格	价格 (元)	适应症	用法用量
“畅迪” 粉尘螨滴剂	我武生物 (中国)	舌下含服	阴凉处, ≤20℃	1号: 1μg/ml, 2ml	40	由粉尘过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗	1、儿童(4-14岁): 1-3号用于初始治疗; 4号用于维持 2、青少年或成年(≥14岁): 1-4号用于初始治疗, 5号用于维持
				2号: 10μg/ml, 2ml	50		
				3号: 100μg/ml, 2ml	60		
				4号: 333μg/ml, 2ml	130		
				5号: 1000μg/ml, 2ml	150		
“安脱达” 屋尘螨变应原制剂	ALK (丹麦)	皮下注射	低温, 2-8℃	100, 1000, 10000, 100000 SQ-U/ml, 5ml	2800	有屋尘螨致敏史的轻中度过敏性鼻炎及/或过敏性鼻炎患者的脱敏治疗	起始阶段: 从起始到最大耐受剂量, 每周一次, 共15周 维持阶段: 隔2、4、4-8周一次
				100000 SQ-U/ml, 5ml	2600		
				50, 500, 5000 TU/ml, 4.5ml	3000		
“阿罗格” 螨变应原注射液	Allergopharma (德国)	皮下注射	低温, 2-8℃	5000 TU/ml, 4.5ml	2200	由吸入性变应原诱发、IgE介导的变态反应性疾病	起始阶段: 从起始到最大耐受剂量, 每周一次, 共10-15周 维持阶段: 隔4-6周一次

来源: 各公司官网, 药品说明书, 国金证券研究所

- 国内目前尚无其他尘螨脱敏治疗药物即将获批上市, 公司有望凭借产品过硬技术优势继续独享舌下脱敏蓝海市场。公司拥有:
  - 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;
  - 变应原制品标准化技术平台,
- 保障了安全、高效、精准、稳定的产品生产流程及质量, 改进了储运、使用的便捷性, 在该市场尚处于起步阶段的当下, 形成了较强的技术壁垒。再加上医药行业的政策准入壁垒及漫长研发过程限制, 公司有望在脱敏治疗领域长期保持先发优势和市场领先地位。

#### 黄花蒿花粉滴剂上市, 互补市场有望形成新的增长点

- 花粉也是世界性分布广泛、致敏性强的一类过敏原, 且具有很强的地域分布特性。在我国, 蒿属的花粉产量大、空气中浓度高、致敏性强, 是夏秋季的主要变应原。

- 从地域分布来看，蒿属花粉主要在北方区域传播，所引起的过敏性疾病阳性率达 30.8%。这一区域性分布特点与多发于南方地区的尘螨过敏性疾病形成互补。

图表 15: 主要花粉过敏原及过敏阳性率

过敏原	阳性占比 (%)
蒿属	30.8
藜属	21.7
蒲公英	21.5
豚草	21.0
蛇麻	15.2
车前草	17.6

来源: Scientific Reports, 2017,7(1): 928, 国金证券研究所

- 黄花蒿滴剂不仅丰富了公司的产品结构，且扩充了公司销售市场的覆盖，在国内市场尚缺乏蒿属花粉过敏性疾病脱敏治疗药物的情况下，有望快速放量，成为公司新的业绩增长点。2021 年，黄花蒿花粉变应原舌下滴剂实现销售收入 367 万元。

#### 布局点刺诊断试剂，搭建诊疗体系协同发展

- 准确检测出过敏原对于过敏性疾病的治疗至关重要。相较于以往的临床检测方式，过敏原皮肤点刺试验更加的快速、简便，同时具有高准确度，是目前过敏原检测金标准。公司于 2008 年推出第一款点刺产品“畅点”粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒，为粉尘螨滴剂配套体内诊断产品，二者的协同效应利于公司核心产品的进一步渗透。

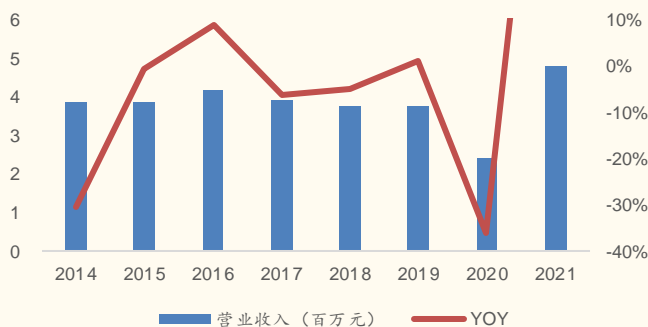
图表 16: 过敏原主要检测方式

检测类型	检测方法	优缺点
体外检测	血清总 IgE、特异性 IgE、IgG/IgG4 检测	需 5 日，耗时长，费用高；有疼痛
体内检测	过敏原激发试验	操作复杂，易诱发严重过敏反应，临床应用较少
	过敏原皮肤点刺试验	金标准，快速，30 分钟即可，操作简便

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

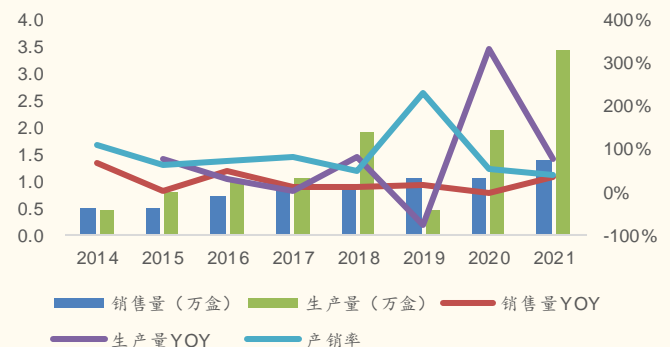
- 公司的点刺产品收入增长较为平稳，产能逐步释放。由于目前国内仍以 IgE 检测为主，随着点刺诊断的不断普及以及与粉尘螨滴剂的配套使用推广，有望进一步增加销售体量。

图表 17: 点刺产品销售收入情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 点刺产品产销量情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**在研管线丰富，适应症拓展+新产品开发双向突破**

- 公司始终坚持高研发投入及自主创新，不断推进在研产品进程，从拓展现有产品的适应症及开发新产品双重路径丰富产品结构，提升公司市场竞争力。
- **尘螨脱敏产品**：粉尘螨滴剂于特应性皮炎适应症的拓展，已进入Ⅲ期临床阶段；同时针对过敏性鼻炎与过敏性哮喘的新产品尘螨合剂已进入Ⅱ期临床阶段。
- **黄花蒿花粉脱敏产品**：黄花蒿花粉变应原舌下滴剂向儿童变应性鼻炎的拓展研究已进入Ⅲ期临床阶段。
- **点刺产品**：有 8 款针对不同过敏原的点刺产品及 1 款辅助诊断产品均已进入Ⅲ期临床阶段。

**图表 19：公司研发管线（已进入注册程序的项目）**

研发产品名称	注册分类	适应症或功能主治	进展	对公司未来的影响
<b>尘螨脱敏产品</b>				
粉尘螨滴剂	治疗用生物制品第 4 类——变态反应原制品	用于粉尘螨过敏引起的 <b>特应性皮炎</b> 的脱敏治疗	Ⅲ期临床试验阶段（特应性皮炎）	扩大用药人群，提升市场竞争力
尘螨合剂	治疗用生物制品第 4 类——变态反应原制品	用于尘螨过敏引起的 <b>过敏性鼻炎与过敏性哮喘</b> 的脱敏治疗	Ⅱ期临床试验阶段	丰富产品线，提升市场竞争力
<b>蒿属花粉脱敏产品</b>				
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	治疗用生物制品第 4 类——变态反应原制品	经过敏原检测为黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎（或伴有结膜炎）的 <b>成年患者</b>	2021 年 1 月 30 日获得《药品注册证书》	丰富产品线，提升市场竞争力
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	治疗用生物制品第 4 类——变态反应原制品	经过敏原检测为黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎（或伴有结膜炎）的 <b>儿童患者</b>	Ⅲ期临床试验阶段（儿童变应性鼻炎）	扩大用药人群，提升市场竞争力
<b>点刺产品</b>				
黄花蒿/葎草/白桦/豚草花粉点刺液及变应原皮肤点刺试验对照液	治疗用生物制品第 4 类——变态反应原制品	用于点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	Ⅲ期临床试验阶段	丰富产品线，提升市场竞争力
悬铃木花粉/德国小蠊/猫毛皮屑/狗毛皮屑点刺液及变应原皮肤点刺试验对照液	治疗用生物制品第 4 类——变态反应原制品	用于点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	Ⅲ期临床试验阶段	丰富产品线，提升市场竞争力

来源：公司公告，国金证券研究所

**重视销售团队建设，助力拓展国内脱敏市场**

- 基于国内脱敏治疗方起步的现状，快速提升市场对脱敏治疗、公司产品的认知度及品牌的影响力，是拓展市场的关键。公司逐年扩充销售人员，至 2021 年已有 927 人。

- 公司销售团队主要通过参与临床研究及多层次学术会议，组织医生培训等方式，加大学术推广力度。目前，围绕公司核心产品粉尘螨滴剂已发表相关文章 380 篇，其中共有 95 篇收录于美国 PUBMED 数据库，包括 SCI 论文 41 篇，中华期刊学术论文 12 篇，临床耳鼻咽喉头颈外科杂志学术论文 42 篇。同时，还协助医院建立患者教育服务平台，提供咨询服务。多层次专业化推广，将极大助力拓展国内脱敏市场，提高公司产品的渗透率。

## 介入新的医疗产品领域，分散产品布局单一的风险

### 干细胞治疗实现突破性进展，培育新的业绩增长点

- 干细胞是一类具有无限的或者永生的自我更新能力的细胞，随着年龄的增长，人体内干细胞的数量和质量均呈现下降趋势。因此，可通过向体内输入干细胞的方式可以治疗与老龄化相关的退行性疾病、免疫失调相关的疾病、修补受损组织，增强器官动力、调节机体免疫情况，以提高患者存活率或显著地改变他们的生活质量。
- 近年来，我国逐步完善了干细胞研发生产法规，国家及地方政府相继发文支持干细胞转化及产业化进程，颁布了《干细胞制剂质量控制及临床前研究指导原则（试行）》、《干细胞临床研究管理办法（试行）》等法规、规范性文件，有利于推动我国干细胞领域的规范化和标准化发展。同时也促使干细胞基础研究向临床转化，国内干细胞产业市场潜力巨大。

图表 20：近年主要的干细胞产业相关法规

地区	时间	名称	颁布机构	政策内容
全国	2015 年 7 月 20 日	《干细胞临床研究管理办法（试行）》	国家食品药品监管总局	提出开展干细胞临床研究必须具备的 7 项条件，要求监督研究人员严格按照已经审查、备案的研究方案开展研究
全国	2015 年 7 月 31 日	《干细胞制剂质量控制及临床前研究指导原则（试行）》	国家卫生计生委办公厅、国家食品药品监管总局	提出了适用于各类可能应用到临床的干细胞（除已有规定的造血干细胞移植外）在制备和临床前研究阶段的基本原则。
全国	2017 年 11 月 22 日	《干细胞通用要求》	中国细胞生物学干细胞生物学分会	首个针对干细胞通用要求的规范性文件
云南省	2020 年 1 月 7 日	《昆明市大健康产业发展规划（2019—2030 年）》	昆明市人民政府	支持医疗机构按照规定开展干细胞临床前沿医疗技术研究项目。支持建设干细胞科研平台、健康衰老研究院，探索建设器官移植科研平台。
全国	2020 年 3 月 31 日	《科技部关于发布国家重点研发计划“干细胞及转化研究”等重点专项 2020 年度项目申报指南的通知》	科技部	对干细胞及转化研究试点专项部署了 8 个方面任务，2020 年拟优先支持 9 个研究方向。
辽宁省	2021 年 5 月 9 日	《关于加快生命安全产业创新发展的意见》	大连市人民政府	支持干细胞和再生医学、免疫细胞治疗等关键技术研究，关注细胞治疗在抗病毒、抗炎症、组织再生、抗衰老等领域的产品研发和临床转化。
全国	2021 年 8 月 17 日	《关于公开征求〈人源性干细胞产品药学研究与评价技术指导原则（征求意见稿）〉意见的通知》	国家食品药品监管总局	进一步规范和指导干细胞产品的药学研发和申报，促进干细胞产业发展

来源：国家食品药品监管总局、各地政府网站，国金证券研究所

- 2018年7月，我武生物投资设立上海我武干细胞科技有限公司，专门进行干细胞产品的全面研发及推广。我武干细胞先后开发了自研培养基、自研保存液、仿生理条件细胞培养等技术，已形成具有自主生产能力的干细胞培养体系，并申请了多项相关专利。其中，仿生培养技术可在最接近人体生理条件的环境下培养干细胞，使其能够最大限度地保持细胞的干性、维持分化潜力，具有更好的医学潜能。
- 公司积极开展干细胞创新，2021年干细胞研发投入约2200万元，占公司研发总投入49%。2020年公司完成了首个干细胞治疗药物的中试生产，2021年公司继续推进首个干细胞制剂第三方复合检验工作，预计可在中检院完成质量复核检验后开展首个干细胞产品的备案临床研究的正式申报工作，暂定适应症为用于原发性骨质疏松与骨量减少的治疗。截至2021年3月，在干细胞领域，公司已建立了具有自主生产能力的上游产业链，通过选择细胞来源、调节培养基、培养方式，对干细胞进行单克隆选择，已拥有数十种不同细胞种类和细胞群，可适用于不同的疾病治疗需求。未来将在骨质疏松疾病等领域进行重点开拓。

### 天然药物增加研发投入，未来发展空间广阔

- 随着抗生素的广泛使用，细菌的耐药性问题日趋严重，甚至已经出现多重耐药性（MDR）细菌，研发新型抗生素用以治疗“超级细菌”已经迫在眉睫。因此，公司依托子公司我武天然药物和我武踏歌药业积极布局天然药物领域，利用我国丰富的药用植物、微生物等生物资源，从天然药物中寻找和开发创新药物。
- 在天然药物领域，公司高度重视持续研发创新，拟通过天然药物发现抗耐药菌的新结构与新分子。公司基于表型筛选的药物研发平台，以中药（天然药物）、民间验方等的原植物为起始研究对象，通过对天然药物资源的药物发现，结合高活性筛选系统等技术，研究开发治疗感染、代谢等相关疾病的小分子创新药，公司在研药品包括抗耐药结核分枝杆菌等。截至2021年3月，公司已筛选数十种不同的植物，并获得多种分子母核，正在此基础上进行化学修饰或者改构，以期获得可成药的新型抗感染药物候选化合物。

### 医学人工智能开始布局

- 2020年9月，公司成立全资子公司浙江超级灵魂人工智能研究院有限公司，并于同年12月，以自有资金14,000万元向其增资。超级灵魂将致力于医药领域的人工智能研究与开发，包括：开发可用于细胞产业全智能化生产管理系统、用于自动识别动物病理的阅片系统、基于全生化指标的综合辅助诊断系统、以及用于人事招聘的人事评估系统等。

### 盈利预测与投资建议

- **粉尘螨滴剂**：公司产品拥有独家地位且产品使用市场广阔，目前正在稳健推进当中，且随着公司点刺产品的进一步上市，协同效应更加明显，确保公司收入的稳健增长，预计22-24年间收入实现同比增速26%、26.5%、27%。产品毛利率水平非常高，预计22-24年间分别保持96%、96%、96%。
- **点刺诊断试剂盒及相关产品**：公司目前仅有两款诊断品种上市，有8个诊断品种分别处于药品注册申报和三期临床的阶段，预计将在23-24年间上市，带动公司产品销售。预计公司22-24年间收入实现同比增速30%、40%、50%。
- **黄花蒿花粉变应原舌下滴剂**：公司黄花蒿滴剂上市时间较短，销售基数较低，但产品应用市场较大，目前仍处于积极推广阶段，随着销售渠道的进一步铺建以及消费者认知的提高，预计22-24年间实现同比增速70%、60%、50%。

图表 21: 公司主营业务盈利预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	639	636	808	1,019	1,292	1,645
YOY%	27.7%	-0.5%	27.0%	26.1%	26.8%	27.3%
营业成本	23	29	34	44	56	71
毛利率%	97%	96%	96%	96%	96%	96%
<b>粉尘螨滴剂</b>						
营业收入	631	631	796	1,003	1,269	1,612
YOY%	27.5%	0.0%	26.1%	26.0%	26.5%	27.0%
占总营业收入比例%	98.7%	99.2%	98.5%	98.4%	98.2%	98.0%
营业成本	19	26	31	40	51	64
毛利率%	97%	96%	96%	96%	96%	96%
<b>点刺诊断试剂盒及相关产品</b>						
营业收入	3.8	2.4	4.8	6.2	8.7	13.1
YOY%	1%	-36%	98%	30%	40%	50%
占总营业收入比例%	0.59%	0.38%	0.59%	0.61%	0.67%	0.80%
营业成本				1.86	2.61	3.93
毛利率%				70%	70%	70%
<b>研发服务</b>						
营业收入	5.0	2.8	3.3	3.6	4.0	4.4
YOY%	108%	-42%	17%	10%	10%	10%
占总营业收入比例%	0.76%	0.44%	0.41%	0.35%	0.31%	0.27%
营业成本				1.08	1.20	1.32
毛利率%				70%	70%	70%
<b>黄花蒿花粉变应原舌下滴剂</b>						
营业收入			3.7	6.3	10.1	15.2
YOY%			0.5%	70%	60%	50%
占总营业收入比例%				0.618%	0.782%	0.924%
营业成本				0.6	1.0	1.5
毛利率%				90%	90%	90%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 毛利率: 公司业务模式相对稳定, 核心品种粉尘螨滴剂毛利率水平较高且成本变动影响较小, 因此整体毛利率将维持稳定。
- 公司费用投入整体保持较稳定状态: 其中销售费用率基本保持不变, 公司在积极进行销售渠道拓展, 但拓展情况较为稳健, 销售费用率控制在一定水平; 管理费用率基本保持稳定同时略有下降, 2021 年管理费用率较高主要源于人员工资的上漲, 后续管理费用率将保持稳定; 研发费用率将保持高位, 主要由于公司战略, 研发及创新的持续重视, 但目前项目研发仍在进展之中, 费用率增长也将保持稳定。

图表 22: 毛利率及主要费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	96.4%	95.5%	95.7%	95.7%	95.7%	95.7%
销售费用率	35.0%	35.2%	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用率	4.7%	5.6%	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用率	6.4%	10.2%	10.9%	10.0%	10.2%	10.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司是脱敏市场龙头企业，随着行业渗透率的进一步提高，公司产品有望持续放量。预计 2022-2024 年营业收入分别为 10.2、12.9 和 16.5 亿元，增速分别为 26%、27%、27%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.1、5.1 和 6.4 亿元，增速分别为 21%、25%和 26%。
- 我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值，参考同行业上市公司情况，考虑公司在脱敏治疗市场的龙头地位，以及公司核心产品集采风险较低，给予公司 2022 年 72 倍 PE，目标价 55 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）（截至 2022.7.21）**

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
600276	恒瑞医药	38.70	1.19	0.71	0.72	0.85	1.00	93.91	71.60	53.74	45.32	38.75
300558	贝达药业	52.50	1.47	0.92	1.19	1.65	2.23	73.16	86.57	44.08	31.73	23.58
000661	长春高新	208.82	7.53	9.28	12.35	15.47	18.95	59.63	29.23	16.90	13.49	11.02
<b>平均值</b>			3.40	3.64	4.75	5.99	7.39	75.57	62.47	38.24	30.18	24.45
300357	我武生物	<b>51.00</b>	0.532	0.646	<b>0.76</b>	<b>0.95</b>	<b>1.20</b>	144.22	88.76	<b>66.87</b>	<b>53.47</b>	<b>42.60</b>

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

- 学术推广不及预期风险：公司产品所在脱敏市场目前国内渗透度较低，市场潜力的开发有赖于学术推广，如出现负面影响或学术推广不及预期，将对公司产品销售带来影响；
- 黄花蒿花粉滴剂推广不及预期风险：公司黄花蒿花粉滴剂上市时间较短，目前仍在导入期，如推广及渠道铺设速度不及预期，产品销售可能会受到影响；
- 粉尘螨滴剂招标降价风险：尽管粉尘螨滴剂集采风险较低，但如产品被纳入集采名单，对公司收入将带来较大影响；
- 新产品开发不及预期风险：公司目前有多款在研点刺试剂产品以及现有产品的新剂型，如后续研发不及预期，公司收入增速可能会受到影响；
- 收入依赖单一品种风险：公司产品收入结构较为单一，主要以来粉尘螨滴剂，如产品发生变动，将对公司收入带来较大影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>639</b>	<b>636</b>	<b>808</b>	<b>1,019</b>	<b>1,292</b>	<b>1,645</b>	货币资金	751	584	650	756	932	1,190
增长率		-0.5%	27.0%	26.2%	26.8%	27.3%	应收款项	206	215	249	281	340	410
主营业务成本	-23	-29	-34	-44	-56	-71	存货	37	48	54	58	72	85
%销售收入	3.6%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	其他流动资产	56	324	389	388	390	393
毛利	617	608	773	976	1,236	1,574	流动资产	1,050	1,171	1,342	1,483	1,734	2,078
%销售收入	96.4%	95.5%	95.7%	95.7%	95.7%	95.7%	%总资产	73.5%	73.0%	69.4%	68.3%	69.5%	71.6%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-6	-8	长期投资	13	14	83	83	83	83
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	198	240	293	373	422	462
销售费用	-224	-224	-282	-355	-452	-579	%总资产	13.8%	15.0%	15.2%	17.2%	16.9%	15.9%
%销售收入	35.0%	35.2%	34.9%	34.8%	35.0%	35.2%	无形资产	164	175	180	224	250	272
管理费用	-30	-36	-52	-56	-71	-90	非流动资产	378	434	590	689	763	825
%销售收入	4.7%	5.6%	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	26.5%	27.0%	30.6%	31.7%	30.5%	28.4%
研发费用	-41	-65	-88	-102	-132	-173	<b>资产总计</b>	<b>1,428</b>	<b>1,605</b>	<b>1,932</b>	<b>2,172</b>	<b>2,497</b>	<b>2,903</b>
%销售收入	6.4%	10.2%	10.9%	10.0%	10.2%	10.5%	短期借款	0	0	6	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	318	280	348	458	575	724	应付款项	30	22	15	38	48	60
%销售收入	49.8%	44.0%	43.0%	44.9%	44.5%	44.0%	其他流动负债	30	34	87	71	84	101
财务费用	24	23	22	14	17	22	流动负债	60	55	108	109	132	161
%销售收入	-3.8%	-3.6%	-2.7%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	-2	-1	0	0	其他长期负债	16	21	27	26	29	31
公允价值变动收益	0	3	0	0	0	0	负债	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>161</b>	<b>191</b>
投资收益	2	1	6	5	5	5	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,271</b>	<b>1,456</b>	<b>1,736</b>	<b>1,976</b>	<b>2,275</b>	<b>2,651</b>
%税前利润	0.6%	0.4%	1.6%	1.0%	0.8%	0.7%	其中：股本	524	524	524	524	524	524
营业利润	343	322	393	476	597	750	未分配利润	494	647	890	1,129	1,429	1,805
营业利润率	53.7%	50.5%	48.6%	46.7%	46.2%	45.6%	少数股东权益	81	72	61	61	61	61
营业外收支	2	1	0	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,428</b>	<b>1,605</b>	<b>1,932</b>	<b>2,172</b>	<b>2,497</b>	<b>2,903</b>
税前利润	<b>346</b>	<b>323</b>	<b>393</b>	<b>481</b>	<b>602</b>	<b>755</b>							
利润率	54.1%	50.7%	48.7%	47.2%	46.6%	45.9%	<b>比率分析</b>						
所得税	-53	-53	-67	-82	-102	-128		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	15.4%	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	293	270	326	399	499	627	每股收益	0.570	0.532	0.646	0.763	0.954	1.197
少数股东损益	-6	-9	-12	0	0	0	每股净资产	2.427	2.781	3.316	3.773	4.346	5.064
归属于母公司的净利润	<b>298</b>	<b>278</b>	<b>338</b>	<b>399</b>	<b>499</b>	<b>627</b>	每股经营现金净流	0.445	0.489	0.689	0.741	0.892	1.136
净利率	46.7%	43.8%	41.8%	39.2%	38.7%	38.1%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.305	0.382	0.479
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.47%	19.13%	19.47%	20.21%	21.95%	23.64%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	20.89%	17.35%	17.49%	18.39%	20.00%	21.59%
净利润	293	270	326	399	499	627	投入资本收益率	19.92%	15.31%	16.01%	18.66%	20.42%	22.15%
少数股东损益	-6	-9	-12	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	12	17	29	23	29	36	主营业务收入增长率	27.68%	-0.49%	26.95%	26.17%	26.76%	27.32%
非经营收益	-4	-5	-7	-5	-10	-10	EBIT增长率	25.48%	-12.02%	24.15%	31.73%	25.50%	25.94%
营运资金变动	-68	-26	12	-30	-52	-58	净利润增长率	28.09%	-6.65%	21.38%	18.14%	25.07%	25.52%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>233</b>	<b>256</b>	<b>361</b>	<b>388</b>	<b>467</b>	<b>595</b>	总资产增长率	35.01%	12.36%	20.39%	12.40%	14.99%	16.27%
资本开支	-100	-70	-122	-121	-98	-93	<b>资产管理能力</b>						
投资	-521	-27	-109	0	0	0	应收账款周转天数	69.2	76.8	65.6	60.0	55.0	50.0
其他	14	6	19	5	5	5	存货周转天数	481.5	544.5	541.0	500.0	480.0	450.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-607</b>	<b>-91</b>	<b>-212</b>	<b>-116</b>	<b>-93</b>	<b>-88</b>	应付账款周转天数	96.9	91.8	57.0	85.0	80.0	75.0
股权募资	137	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	88.5	91.6	69.0	77.8	69.7	60.4
债权募资	0	0	0	-6	3	2	<b>偿债能力</b>						
其他	-73	-94	-90	-160	-200	-251	净负债/股东权益	-58.59%	-58.29%	-56.50%	-55.33%	-55.79%	-57.55%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>64</b>	<b>-94</b>	<b>-90</b>	<b>-166</b>	<b>-197</b>	<b>-249</b>	EBIT利息保障倍数	-13.2	-12.1	-15.7	-31.7	-33.1	-33.0
<b>现金净流量</b>	<b>-310</b>	<b>71</b>	<b>59</b>	<b>106</b>	<b>177</b>	<b>258</b>	资产负债率	5.34%	4.77%	7.01%	6.23%	6.46%	6.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

**特别声明:**

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402