

国内脱敏治疗龙头，黄花蒿滴剂稳步放量

我武生物(300357)

脱敏治疗市场空间广阔，脱敏药物渗透率有待提升，市场竞争格局良好

国内过敏人数众多，呈逐年上升趋势，“粉尘螨滴剂”产品累计渗透率仅6.0%左右，脱敏治疗市场空间广阔；公司产品市场竞争格局良好，目前国内上市尘螨脱敏药物仅三种，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。公司作为国内脱敏药市场的龙头企业，主导产品“粉尘螨滴剂”在脱敏药物市场占有率中排名第一已达70%+。

公司主导产品“粉尘螨滴剂”营收持续较快增长，新品“黄花蒿滴剂”市场潜力巨大

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，2021年该产品销售收入达8.0亿元，十年CAGR达23.3%。重磅独家产品“黄花蒿花粉滴剂”于2021年初上市，目前已完成超20个省份（含直辖市）的挂网工作，随着后续诊断试剂盒上市，产品潜力巨大。后期将深入拓展北方市场，和公司粉尘螨滴剂形成互补，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2021年的927人，同时公司不断加大学术营销力度，积极开展与医院的课题合作、积累高端学术文章、优化更新学术推广工具，“粉尘螨滴剂”和“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”相关文章共有111篇收录于美国PUBMED数据库，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。我们预计目前公司产品覆盖国内公立医院数在上千家左右，占我国公立医院总数量比例仍较低，覆盖医院的广度和深度上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，产品目前渗透率低，未来成长空间较大；公司销售能力突出，产品管线丰富，有望长期保持较快增长。预计公司2022-2024实现营业收入分别为10.1、12.7、15.8亿元，同比增长25%、25%、25%；实现归母净利润4.2、5.2、6.6亿元，同比增长25%、24%、26%，EPS分别为0.81元、1.00元和1.26元，对应2022年8月26日收盘价45.85元/股，PE为57/46/36X。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

主力品种增速放缓风险；产品招标降价风险；新产品市场推广不及预期风险；新产品研发进度不及预期风险。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	45.85
股票代码：	300357
52周最高价/最低价：	61.3/31.59
总市值(亿)	240.06
自由流通市值(亿)	216.09
自由流通股数(百万)	471.29



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	636	808	1,013	1,266	1,579
YoY (%)	-0.5%	27.0%	25.4%	25.0%	24.7%
归母净利润(百万元)	278	338	422	524	659
YoY (%)	-6.7%	21.4%	25.0%	24.1%	25.7%
毛利率 (%)	95.5%	95.7%	95.9%	96.0%	96.2%
每股收益 (元)	0.53	0.65	0.81	1.00	1.26
ROE	19.1%	19.5%	20.6%	21.4%	22.4%
市盈率	86.22	71.03	56.84	45.79	36.42

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 脱敏治疗领域龙头，业绩稳健增长.....	5
1.1. 公司历史沿革与基本情况.....	5
1.2. 重点产品粉尘螨滴剂保持快速增长.....	6
2. 过敏免疫疗法渗透率低，行业空间广阔.....	11
2.1. 脱敏治疗是唯一可改变过敏性疾病自然进程的疗法.....	11
2.2. 海外市场空间广阔，竞争格局良好.....	13
3. 公司粉尘螨滴剂优势突出，独家新品黄花蒿滴剂持续放量.....	17
3.1. “粉尘螨滴剂”&“黄花蒿滴剂”的潜在市场分析.....	19
4. 盈利预测与投资建议.....	21
4.1. 盈利预测与估值.....	21
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

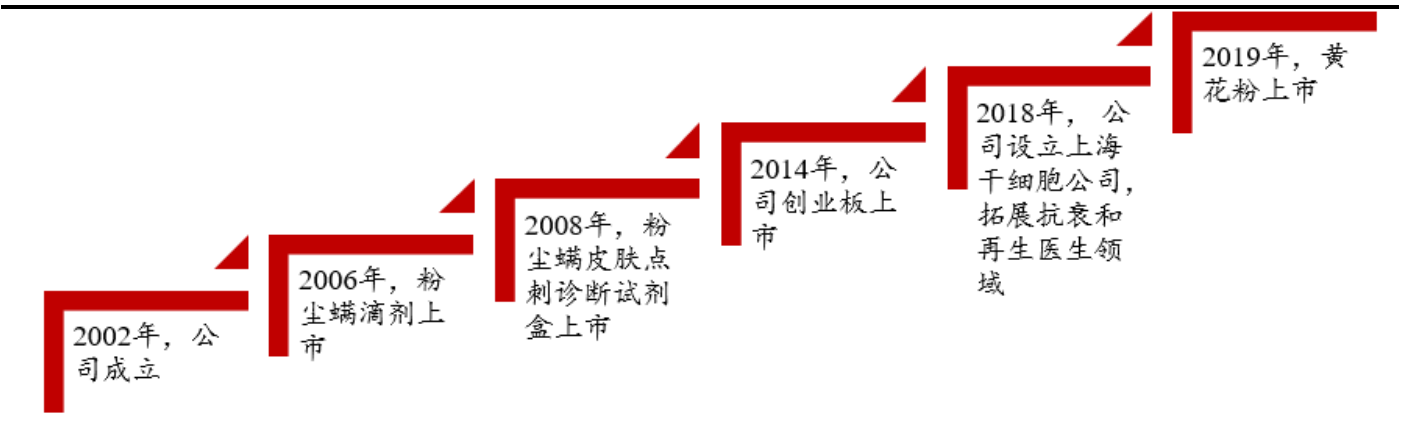
图 1 公司重大发展历程.....	5
图 2 公司股权结构（截止 2022Q2）.....	5
图 3“粉尘螨滴剂”用法示意图.....	7
图 4“诊断试剂盒”用法示意图.....	7
图 5 公司皮肤点刺诊断试剂盒销售情况.....	8
图 6 尘螨皮肤点刺诊断试剂盒挂网价/元.....	8
图 7 公司营业收入和归母净利润及增速（亿元）.....	9
图 8 公司历年收入结构占比.....	9
图 9 公司毛利率、归母净利率持续维持在较高水平.....	9
图 10 公司销售集中在华南和华东经济发达地区.....	9
图 11 公司历年研发费用稳健增长.....	10
图 12 公司历年销售人员数量及占比.....	10
图 13 过敏性疾病发病机理.....	11
图 14 脱敏疗法全球发展历程.....	12
图 15 2019 年中美成人过敏患病率比较.....	14
图 16 中国按患者年龄划分的哮喘患病人数（百万人）.....	14
图 17 我国重点城市医院抗过敏药物各治疗小类销售额（亿元）.....	14
图 18 ALK 公司 SLIT 舌下片剂营收占比逐渐增大.....	15
图 19 ALK 营收地区分布主要在欧洲.....	15
图 20 ALK 公司营收增长稳健.....	16
图 21 我国脱敏治疗各公司样本医院销售额（万元）.....	17
图 22 我国脱敏治疗行业各公司市占率.....	17
图 23 公司产品整体依从率逐年提升.....	21
图 24 公司新患人数逐年提高（万人）.....	21
图 25 公司历史估值.....	23
表 1 公司已上市四款过敏产品.....	6
表 2 公司粉尘螨滴剂用法梳理.....	6
表 3 公司黄花蒿滴剂用法梳理.....	7
表 4 过敏性疾病诊断方法比较.....	8
表 5 公司进入临床阶段的产品情况.....	10
表 6 过敏性疾病的治疗方式.....	12
表 7 SCIT 不良反应相关研究文献.....	13
表 8 舌下脱敏治疗与皮下注射疗法的对比.....	13
表 9 ALK 公司发展历程.....	15
表 10 ALK 公司 SLIT 片剂涵盖五种常见的呼吸道过敏原.....	16
表 11 中国已上市尘螨类脱敏药物仅 3 种.....	17
表 12 公司粉尘螨/黄花蒿滴剂价格梳理.....	18
表 13 粉尘螨滴剂竞品价格梳理.....	18
表 14 国内过敏免疫治疗药物在研情况.....	18
表 15 粉尘螨&黄花蒿滴剂市场空间测算.....	19
表 16 粉尘螨滴剂使用人数测算.....	20
表 17 公司主营业务拆分及预测（百万元）.....	22
表 18 可比公司估值情况（20220826）.....	22

1. 脱敏治疗领域龙头，业绩稳健增长

1.1. 公司历史沿革与基本情况

公司是一家主营过敏性疾病的治疗与诊断领域的创新性生物制药企业，现有产品以粉尘螨滴剂和皮肤点刺诊断试剂盒等变应原制品为主。成立于 2002 年，总部位于浙江省德清县。公司脱敏药物系列产品的开发填补了舌下脱敏药物及过敏原皮肤点刺诊断试剂在国内市场的空白。

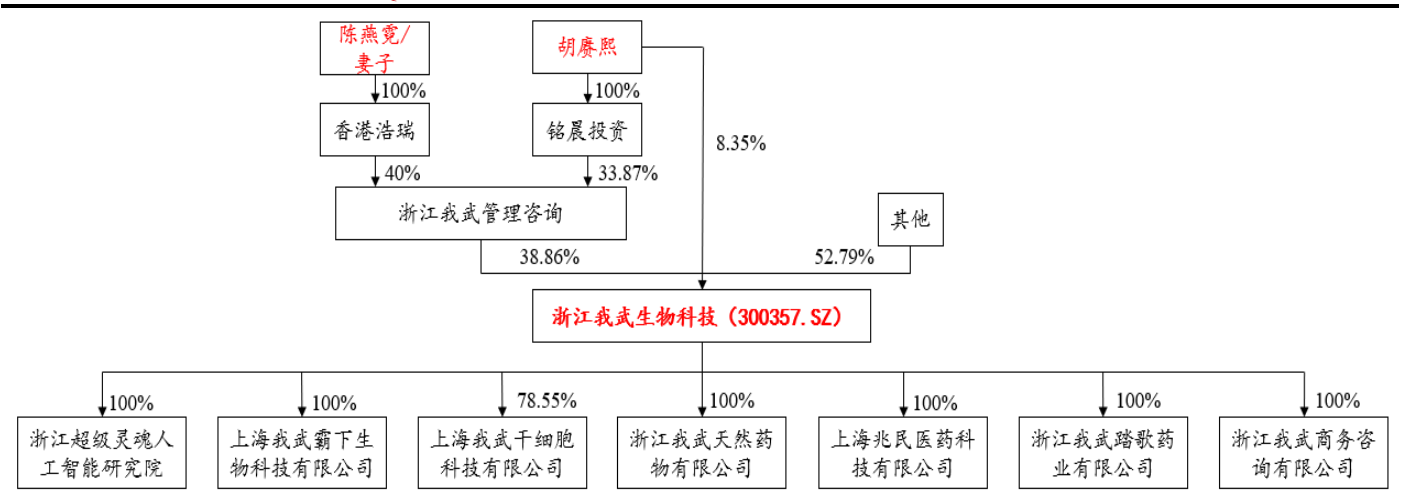
图 1 公司重大发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司股权比例集中，创始人股东合计持股 37.1%。公司最初的创始人胡赓熙与其妻子 YANNI CHEN（陈燕霓）通过直接和间接合计持股比例达到 37.1%，为公司实控人。实控人稳定持股利于公司长期稳健发展。实控人研发经验丰富。创始人胡赓熙为中科院博士，历任中国科学院生化所研究员；妻子历任美国麻省理工学院生物系研究助理及美国生物制药公司研究助理。

图 2 公司股权结构（截止 2022Q2）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2.重点产品粉尘螨滴剂保持快速增长

公司已获准上市的主导产品包括“粉尘螨滴剂”和“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”。配套产品皮肤点刺产品方面，目前有“粉尘螨”和“屋尘螨”皮肤点刺诊断试剂盒两款上市产品。

表 1 公司已上市四款过敏产品

剂型	通用名	商品名	获批时间	规格	适应症
滴剂	粉尘螨滴剂	畅迪	2006 年	粉尘螨滴剂 1 号：蛋白浓度 1μg/mL； 粉尘螨滴剂 2 号：蛋白浓度 10μg/mL； 粉尘螨滴剂 3 号：蛋白浓度 100μg/mL； 粉尘螨滴剂 4 号：蛋白浓度 333μg/mL； 粉尘螨滴剂 5 号：蛋白浓度 1000μg/mL。	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
	黄花蒿滴剂	畅皓	2021 年 2 月	舌下滴剂 1 号：总变应原活性 25 BU/mL； 舌下滴剂 2 号：总变应原活性 128 BU/mL； 舌下滴剂 3 号：总变应原活性 640 BU/mL； 舌下滴剂 4 号：总变应原活性 3200 BU/mL； 舌下滴剂 5 号：总变应原活性 16000BU/mL；	用于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）的成年患者
皮肤点刺诊断试剂盒	“粉尘螨”试剂盒	畅点	2008 年 7 月	粉尘螨点刺液、阴性对照、阳性对照各 1 瓶，均为 2mL/瓶	辅助诊断因粉尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病。
	“屋尘螨”试剂盒	畅点 II	2019 年 3 月	蛋白浓度为 0.1 mg/mL；阳性对照的磷酸组胺浓度为 1.70 mg/mL；阴性对照仅含甘油和生理盐水。各瓶装量均为 2mL。	辅助诊断因屋尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

“粉尘螨滴剂”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。一般在过敏症状最轻微时开始治疗，具体用法为滴于舌下含服，每日一次。常用量分为递增量和维持量，儿童一般 4 周岁以上开始疗程，4 号为其长期维持量，成人使用 5 号为长期维持量。1 号到 5 号浓度和价格呈递增趋势，由于几乎没有竞品，且非医保品种，公司中标价近年来基本保持不变，产品降价压力小。

黄花蒿花粉变应原舌下滴剂，是一种变应原提取物。作为特异性免疫治疗用于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）的成年患者。目前国内市场上暂无同类产品获批上市，也无同类产品开展临床试验。

表 2 公司粉尘螨滴剂用法梳理

递增阶段用量表					
规格	粉尘螨滴剂 1 号		粉尘螨滴剂 2 号		粉尘螨滴剂 3 号
时间	第一周		第二周		第三周
第 1 天	1 滴		1 滴		1 滴
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	31.7		40		48

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

粉尘螨滴剂 4号(儿童) /5号(成人)

	第四周起至第一年末	第二年	第三年
	每日1次，每次3滴	每日1次，每次2滴	每日1次，每次2滴
费用/元	2450	1760（儿童） 2200（成人）	1760（儿童） 2200（成人）

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 公司黄花蒿滴剂用法梳理

规格	时间	第 1 天	第 2 天	第 3 天	第 4 天	第 5 天	第 6 天	第 7 天	
递增阶段	1号	第 1 周	1 滴	2 滴	3 滴	4 滴	5 滴	5 滴	5 滴
	2号	第 2 周	1 滴	2 滴	3 滴	4 滴	5 滴	5 滴	5 滴
	3号	第 3 周	1 滴	2 滴	3 滴	4 滴	5 滴	5 滴	5 滴
	4号	第 4 周	1 滴	2 滴	3 滴	4 滴	5 滴	5 滴	5 滴
	5号	第 5 周	1 滴	1 滴	2 滴	2 滴	3 滴	3 滴	3 滴
维持阶段	从第 6 周第 1 天开始，每天服用 5 号，每日 1 次，每次 3 滴。或遵医嘱。								

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司变应原体内诊断试剂盒包括粉尘螨与屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒。二者均用于皮肤点刺试验，分别辅助诊断因粉尘螨或屋尘螨引起的 I 型变态反应性疾病。产品原理：当有某种变应原进入患者的皮肤时，变应原与肥大细胞上的特异性 IgE 抗体结合，引起皮肤内的肥大细胞脱颗粒，释放组胺等活性物质，导致局部毛细血管扩张（红斑），毛细血管通透性增强（风团），阳性者表示对该变应原过敏。

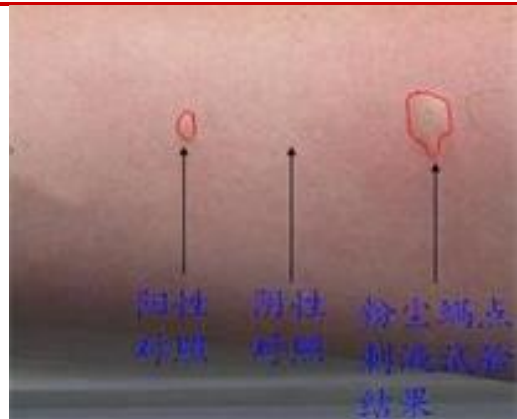
皮肤点刺盒：最快速安全的检测方式，有望不断助力粉尘螨滴剂销售。常用的过敏原检测方式有 3 种，包括体内试验（过敏原皮肤试验、过敏原激发试验）和体外试验（血清特异性 IgE 抗体浓度测定）。其中血清特异性 IgE 抗体浓度测定主要通过放射过敏原吸附试验（RAST）和酶联免疫吸附分析（ELISA）等原理测定患者血清中有无过敏原特异性 IgE，灵敏度和特异度较高，但检测时间长、费用较高；相比之下，过敏原皮肤点刺试验是指通过点刺方法使人体皮肤接触微量的过敏原，15-20 分钟后观察皮肤表面是否因过敏介质的释放而发生明显的风团和红斑反应，从而判断患者是否对该过敏原过敏，具有灵敏度和特异度高、操作方便、痛楚小、检测快速和安全性高等多种优势。

图 3“粉尘螨滴剂”用法示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4“诊断试剂盒”用法示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

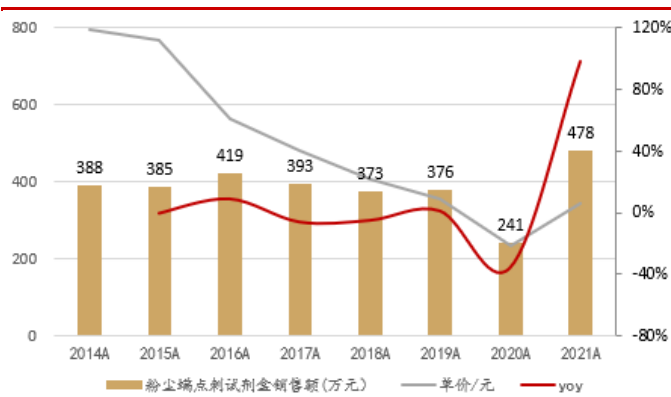
表 4 过敏性疾病诊断方法比较

序号	检测方法	优点	缺点
1	过敏原皮肤试验 (皮肤点刺、皮肤划痕、皮内试验)	灵敏度和特异度较高、操作方便、痛楚小、检测快速、安全性高。单次 15-30 元	可能出现全身性过敏反应，
2	过敏原激发试验	原理是通过吸入或接触可疑的过敏原对机体进行刺激，从而判断患者是否因该过敏原导致过敏症状。	试验操作复杂、易诱发强烈的过敏反应等原因，在临床上较少使用。
3	血清过敏原特异性 IgE 抗体浓度测定：	灵敏度和特异度较高，临床上确有部分患者不适应皮肤点刺试验（如患者患有大面积湿疹或皮肤划痕症）	检测时间长、费用较高，单次 50-100 元，部分患者特别是儿童患者会因抽血痛楚而产生抗拒

资料来源：公开资料，华西证券研究所

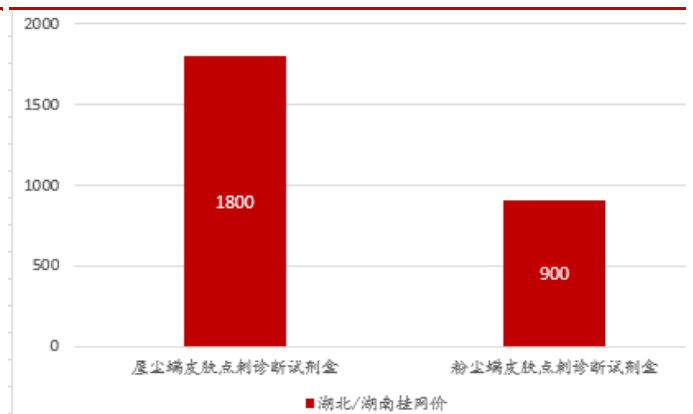
点刺盒与公司主力产品粉尘螨滴剂形成一定诊疗协同作用。公司上市的两种点刺试剂盒，年收入在 400 万元左右，粉尘螨和屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒挂网价分别为 900 元和 1800 元。公司试剂盒目前平均单价较低系大部分试剂盒产品为赠送，后期平均单价有望持续提升。目前公司还有黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺产品处于研发阶段，未来全部上市后可以具备十项过敏原检测的能力，产品形成集群优势，有望快速打开检测市场。

图 5 公司皮肤点刺诊断试剂盒销售情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

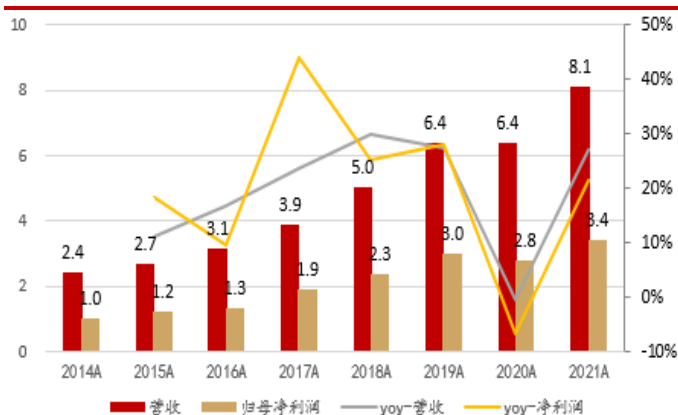
图 6 尘螨皮肤点刺诊断试剂盒挂网价/元



资料来源：药智数据，华西证券研究所

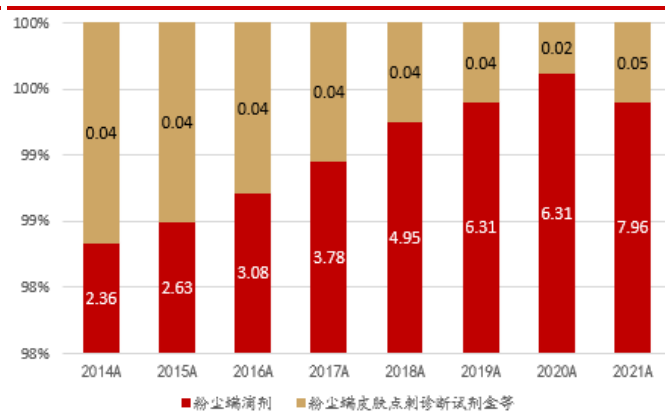
公司业绩持续稳定增长。由 2014 年的 2.4 亿元提升至 2021 年的 8.1 亿元，CAGR 达 18.9%，归母净利润由 2014 年的 1.0 亿元提升至 2021 年的 3.4 亿元，CAGR 达 19.0%。受益于粉尘螨滴剂进入相关指南获得医生患者认可、推广周期较长的标准处方销售策略，降低了患者脱落率。2020 年公司收入和归母净利润分别同比下滑-0.5%和-6.7%，系疫情影响公司新患入组和营收增长。公司收入主要来自于粉尘螨滴剂，占比公司收入达 99%。

图 7 公司营业收入和归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司历年收入结构占比

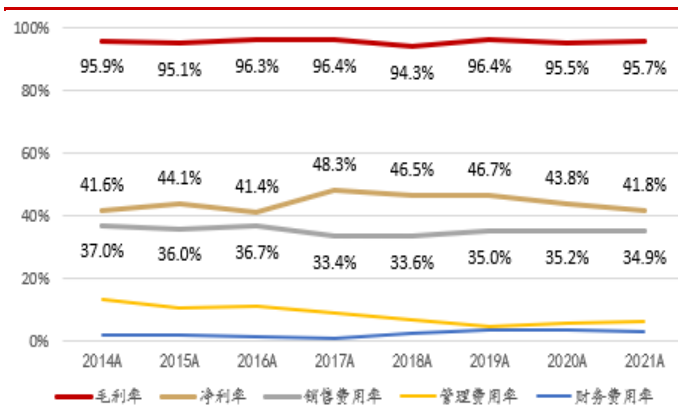


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司毛利率、归母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%+，归母净利率维持在 41%+，并且波动幅度较小。2021 年公司毛利率和归母净利率分别为 95.7%和 41.8%，在医药行业中处于较高水平。公司期间费用率整体控制较好。销售费用率一直维持稳定，2021 为 34.9%；管理费用率则持续下降；公司利息收入等较多，2021 年财务费用率为-2.7%。

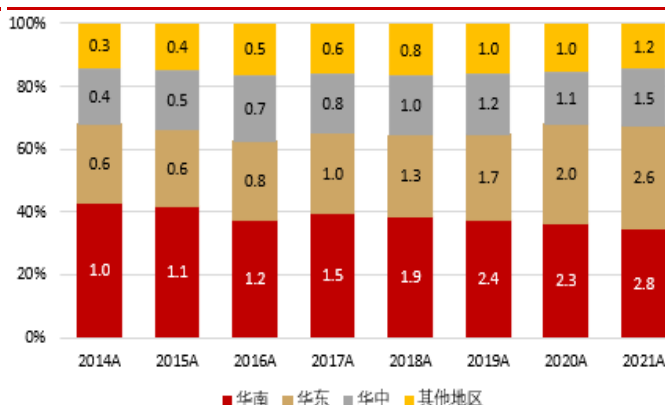
华南和华东地区是公司产品最主要销售区域。2021 年华南和华中地区收入分别占比为 35%和 32%，系当地患病率较高、医学界的变态反应学基础较好和当地经济发展水平较高有关。

图 9 公司毛利率、归母净利率持续维持在较高水平



资料来源：公司公告，华西证券研究所

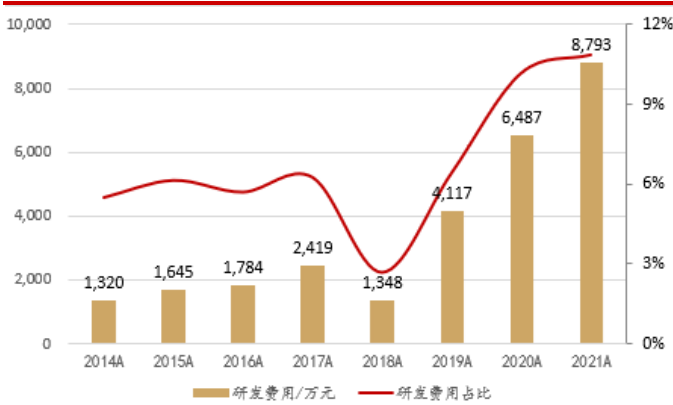
图 10 公司销售集中在华南和华东经济发达地区



资料来源：公司公告，华西证券研究所

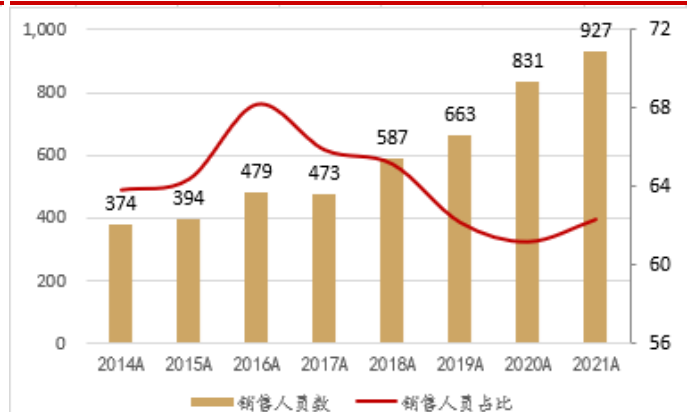
研发投入持续加大，在研产品丰富。研发投入占营业收入比重从 2014 年的 7% 增长到 2021 年的 10.9%，2021 年公司研发投入金额达 0.88 亿元，CAGR 达 31.1%，系公司在干细胞及天然药物等领域加大投入。同时公司销售人员快速增长，2021 年达到 927 人，占公司总人数比例达到 62%，带动公司整体营业收入的增大。

图 11 公司历年研发费用稳健增长



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 公司历年销售人员数量及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司在脱敏领域持续深度布局，产品研发管线迅速增加。公司在研产品陆续进入临床 III 期阶段，为公司持续发展提供动力。新品方面，黄花蒿滴剂儿童适应症处于申报受理中，有望于 2022 年底或明年初上市。多项点刺试剂盒花粉组在审批中，获批后将显著提升病人进行处方脱敏治疗的意愿。

表 5 公司进入临床阶段的产品情况

序号	研发产品名称	注册分类 1	适应症或功能主治	进展情况	最新时间
1	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	用于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）的儿童患者	申报受理（儿童变应性鼻炎）	2022-02-28
2	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过敏性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗	II 期临床中	2018-03-26
3	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特应性皮炎的脱敏治疗	III 期临床完成（特应性皮炎）	2020-06-30
4	黄花蒿花粉点刺液、白桦花粉点刺液、葎草花粉点刺液、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	申报获受理	2022-01-13
5	悬铃木花粉点刺液等点刺产品	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	2021-11-11
6	皮炎诊断贴剂 01 贴	治疗用生物制品	通过斑贴试验，诊断由镍、铬、钴 3 种金属过敏原引起的变应性接触性皮炎。	临床申请完成审批	2022-06-08
7	吸入用苦丁皂苷 A 溶液	化学药品第 1 类-上海凯屹医药（联营公司，我武持股 35%）	支气管扩张	I 期临床试验阶段（在健康志愿者中多次给药）	2022-08-25

资料来源：公司公告，华西证券研究所

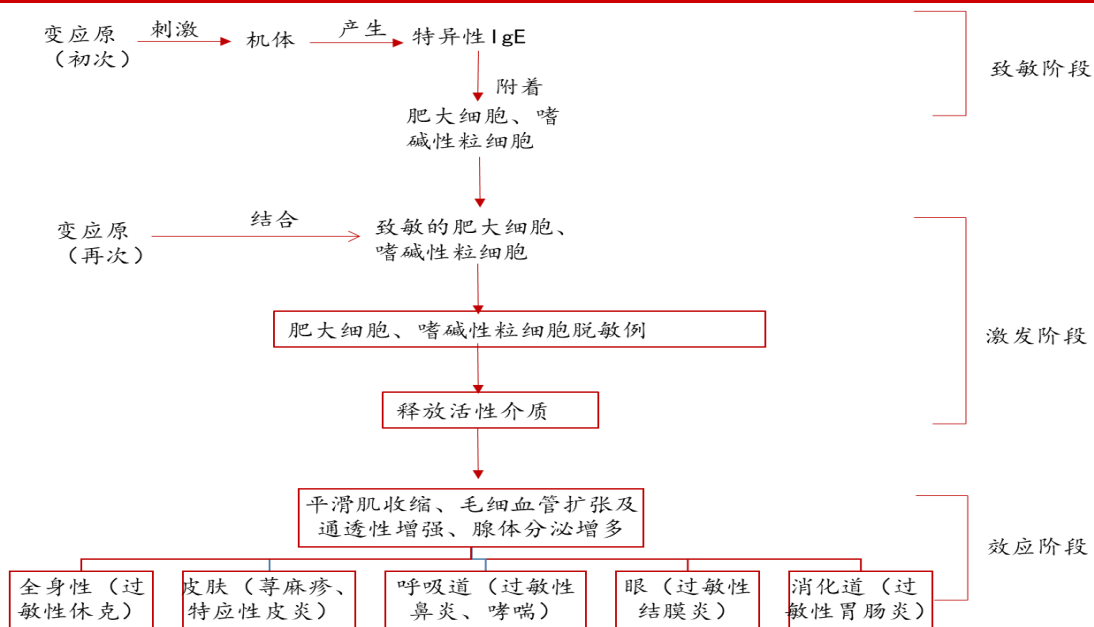
2. 过敏免疫疗法渗透率低，行业空间广阔

过敏性疾病通常是指 I 型或速发型变态反应性疾病，是指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。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。

过敏性疾病的发病过程可分成三个阶段：（1）致敏阶段：变应原初次进入机体后，选择诱导变应原特异性 B 细胞产生 IgE 类抗体应答。（2）激发阶段；（3）效应阶段：释放的生物活性介质作用于机体各部位，引起平滑肌收缩，毛细血管扩张和通透性增强，腺体分泌物增多，可引起局部或全身过敏反应。

根据过敏反应发生快慢和持续时间长短，可分为早期和晚期反应两类。早期反应主要由组胺、前列腺素引起，可以在接触变应原数秒钟内发生，并持续数小时；晚期反应由白三烯、血小板活化因子，以及由嗜酸性粒细胞释放的炎性介质等引起，在变应原刺激后 6-12 小时发生反应，可持续数天甚至更久。

图 13 过敏性疾病发病机理



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

2.1. 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、患者教育四种解决方案。对症治疗和脱敏治疗的区别在于：1) 对症治疗可快速控制临床症状，但无法降低过敏性疾病发生的风险或防止新发致敏的发生，停药后无长期持续疗效；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。2) 脱敏治疗虽需数周才起效，但通过恰当、科学的脱敏治疗，可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。

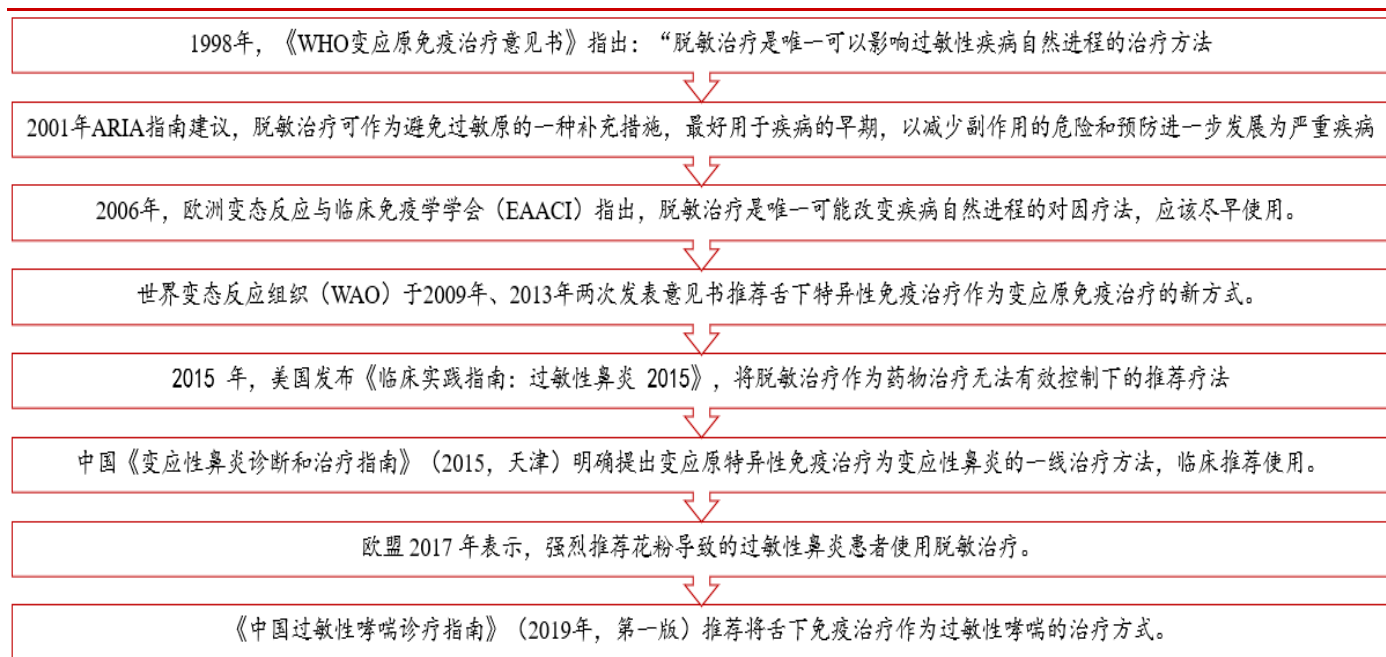
表 6 过敏性疾病的治疗方式

治疗方式	作用机理	治疗时间	治疗效果
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	长期坚持	可预防过敏性疾病
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起的病理效应，尽可能快地控制临床过敏症状	数周至数月不等	短期见效快，无法根治
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、中性粒细胞等募集，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。	2-3 年	可改变疾病自然进程，长期有效
患者教育	对患者进行科普教育，增加其防控意识	长期坚持	有助于增强治疗效果

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

脱敏治疗的发展历史有 100 多年。20 世纪初，脱敏疗法起先由欧洲临床医生自行研磨提取过敏原制备院内制剂。1998 年 WHO 白皮书建议舌下含服可能作为皮下注射的替代方案，奠定了舌下含服成为脱敏疗法的主流地位，随后为了给药的剂量更为精准，又开发出了舌下固体含片。

图 14 脱敏疗法全球发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1.1. 舌下含服脱敏治疗是最安全有效的脱敏治疗方法

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，subcutaneous specific immunotherapy）是最早的脱敏治疗方式，自 1911 年首次报道至今已有一百多年的历史。由于皮下免疫治疗存在发生不良反应的潜在风险，1945 年-2001 年，每 200-250 万次皮下注射脱敏致死 1 起。加之频繁去医院注射不方便、儿童患者惧怕注射引起的疼痛等诸多问题；

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

舌下特异性免疫治疗 (SLIT, Sub-lingual immuno therapy) 引起的不良反应发生率极低。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。系统性不良反应主要包括荨麻疹和哮喘发作, 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, 目前尚未有过致死病例的报道。

表 7 SCIT 不良反应相关研究文献

序号	时间	地区	临床不良反应事件
1	1980 年	英国	26 例致死性不良反应
2	1973-2001 年	美国	74 例致死性不良反应
3	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
4	1999-2014 年	土耳其	0.08% 的患者出现全身性不良反应
5	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
6	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
7	2009 年	中国	全身性不良反应为 11.25%; 局部反应发生率为 1.04%
8	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

资料来源: 公开资料, 华西证券研究所

表 8 舌下脱敏治疗与皮下注射疗法的对比

治疗方式	治疗效果	安全性	顺应性	便利性	适用人群
舌下含服	有效	不良反应发生率低, 多为轻微局部反应, 尚未有过致死病例报道	较好	较好, 可在任意地点服用进行治疗; 且不用低温储存, 便于携带	较广, 尤其适用于对皮下注射有恐惧感的儿童群体
皮下注射	有效	不良反应发生率高, 包括轻度鼻炎或荨麻疹症状到危及生命的过敏反应	较差	较差, 需由专业医护人员给患者进行注射治疗; 药品需低温储存, 不便携带	由于便利性和不良反应率等因素受众群体较为限制

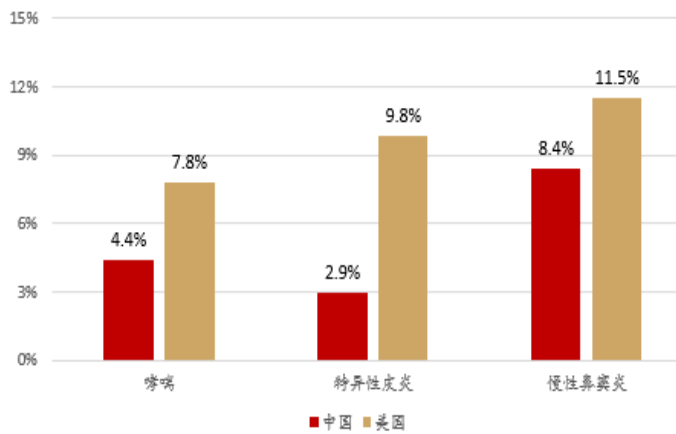
资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

2.2. 海外市场空间广阔, 竞争格局良好

过敏性疾病患病率高, 且随着社会工业化程度提高而逐年上升。2011 年, WHO 认为世界范围内有 10%-30% 的成人和 40% 的儿童受过敏性鼻炎的影响, 全球过敏性鼻炎的患者总数达到 4 亿人, 哮喘人数也达到 3 亿人之多, 到 2025 年将达到 4 亿。每年约 250,000 人死于哮喘。

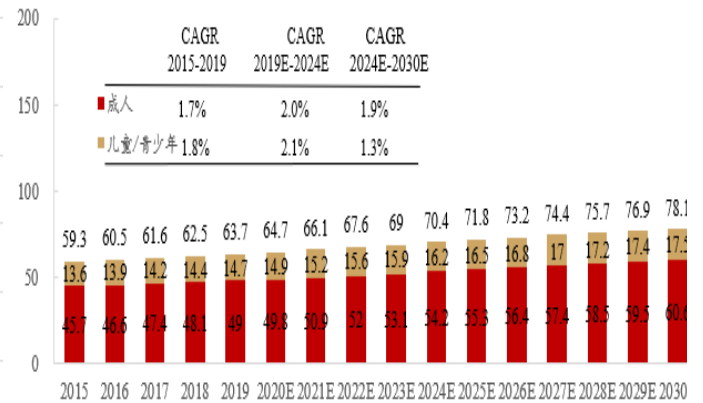
中国过敏性疾病患病人群逐提升且逐步靠近发达国家水平。常见的过敏性疾病包括特应性皮炎、慢性鼻窦炎、哮喘及食物过敏。其中过敏性鼻炎和过敏性哮喘的相关性很高, 在临床上被认为是同一气道的同一类疾病。超过 80% 的哮喘患者并发鼻炎, 10%-40% 的鼻炎患者同时患有哮喘。随着城市化加剧、污染和生活水平提高等, 我国过敏性疾病患病依然将不断上升。2019 年全球哮喘患者人数为 746.4 百万例, 2015-2019 年的年复合增长率为 1.6%。其中中重度哮喘患者约占全部哮喘患者的 41%。中国 2019 年哮喘患者人数为 63.6 百万例, 其中成人占比 77%。中重度占比 35%。

图 15 2019 年中美成人过敏患病率比较



资料来源：康诺亚招股书，华西证券研究所

图 16 中国按患者年龄划分的哮喘患病人数（百万人）

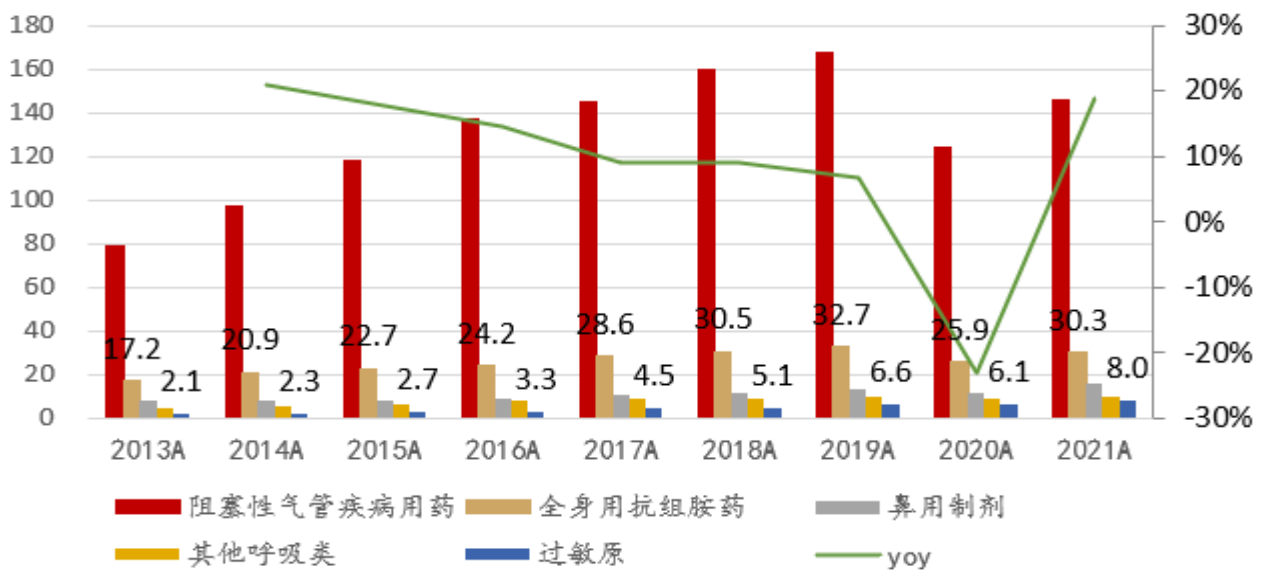


资料来源：康诺亚招股书，华西证券研究所

2000-2010 年，全球脱敏治疗药物市场规模年平均增长率为 8%。其中舌下含服脱敏药物为其主要增长动力，年平均增长率为 16%，市场占有率从 25% 增长到 47%，皮下注射脱敏药物年平均增长率为 4.5%。2012 年，全球脱敏治疗药物市场销售规模为 8.45 亿欧元。

国内治疗过敏药物一般分为抗哮喘药、抗组胺药、鼻用制剂、其它呼吸制剂、过敏原五个治疗小类。随着居民收入水平和健康意识的不断提高，抗过敏药物的需求一直呈上升趋势。2013-2021 年，我国过敏治疗类药物的市场销售额从 111 亿元增加至 210 亿元，年复合增长率为 8.3%。2019 年市场规模下降系吸入用布地奈德混悬液集采所致。其中过敏原类药物的市场销售额从 2.1 亿元增加至 7.9 亿元，年复合增长率为 18.0%。

图 17 我国重点城市医院抗过敏药物各治疗小类销售额（亿元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

ALK 是全球最大的脱敏治疗公司。ALK 于 1923 年成立，总部位于丹麦，在哥本哈根 NASDAQ 上市，其产品主要包括皮下注射、舌下含服脱敏药物，销售遍及全球 41 个国家及地区。其他参与者包括 Allergy Therapeutic、Allergo Pharma（默克子公司）和 HAL Allergy Group 等，整体竞争格局相对较好。

表 9 ALK 公司发展历程

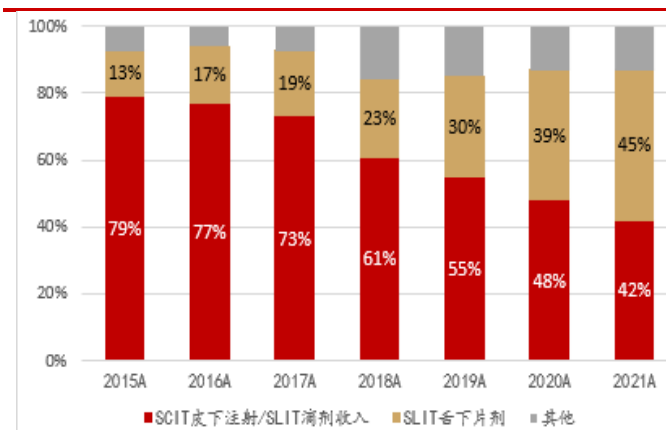
时间	事件
1923	公司成立，药剂师在哥本哈根大学医院研发出丹麦第一种过敏原提取物
1972	ALK 开发了准确识别引起过敏的蛋白质的技术，并开发了生产过敏原提取物的标准化流程
1978	推出世界上首个标准化过敏症免疫治疗
1990	推出世界上首个舌下过敏症免疫治疗滴剂（SLIT）
1999	亚太总部在香港成立，2000 年开始陆续在北京、上海、广州成立办事处。
2004	“屋尘螨变应原制剂”（商品名为“安脱达”）中国获批，皮下注射剂型。
2006	世界首款 SLIT 片剂欧洲获批
2009	公司 SLIT 片剂是唯一一种获批为可改善青草花粉过敏症的疗法
2010	“螨变应原皮肤点刺试剂盒”（商品名“安刺”）中国获批
2015	首款治疗屋尘螨过敏症的 SLIT 片剂获批用于治疗过敏性鼻炎和哮喘

资料来源：公司官网，华西证券研究所

ALK 公司 SLIT 舌下片剂产品占比不断提升。ALK 主要产品为 SCIT 注射剂 & SLIT 舌下滴剂和 SLIT 舌下片剂，片剂产品涵盖五种常见的呼吸道过敏原。其中 SLIT 舌下片剂上市时间相对较晚，但其销售额快速增长，收入占比 2021 年提升至 45%。从收入区域来看，欧洲占比最高，2021 年达到 72%，其次美国占比为 17%。Stallergenes 公司年报显示，2012 年其舌下含服脱敏药物的收入占其销售总额的 88%，皮下注射脱敏药物的收入占其销售总额的 11%。

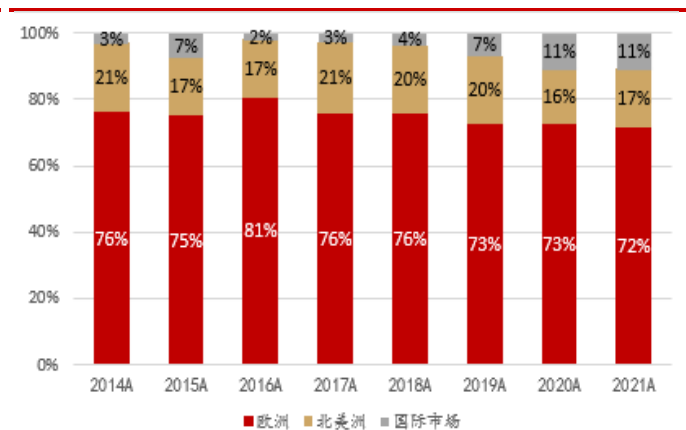
ALK 公司营收稳健增长。收入端由 2014 年的 24.3 亿 DDK 提升至 2021 年的 39.2 亿 DDK，CAGR=7.0%，归母净利润 CAGR=4.1%。2021 年公司净利率达 13.6%。

图 18 ALK 公司 SLIT 舌下片剂营收占比逐渐增大



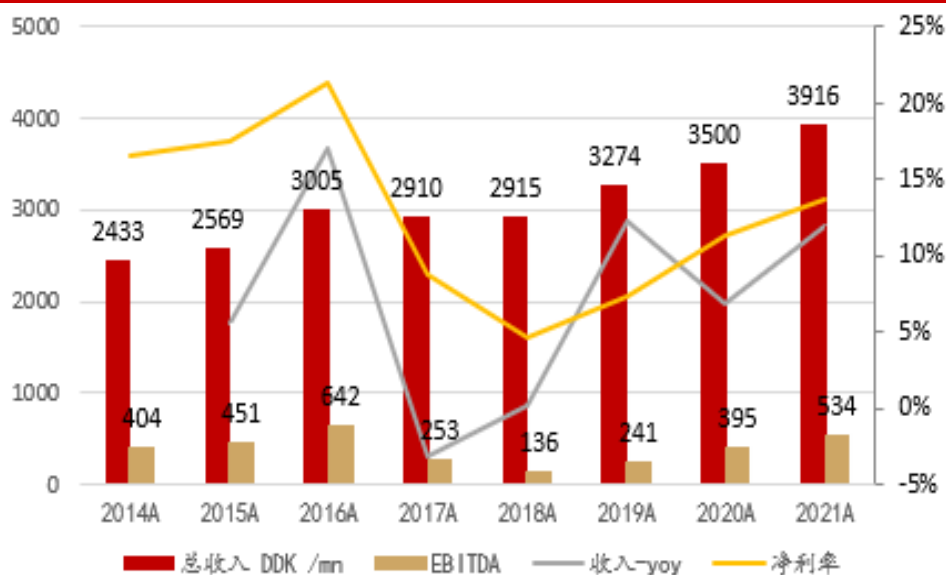
资料来源：ALK 公司年报，华西证券研究所

图 19 ALK 营收地区分布主要在欧洲



资料来源：ALK 公司年报，华西证券研究所

图 20 ALK 公司营收增长稳健



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

表 10 ALK 公司 SLIT 片剂涵盖五种常见的呼吸道过敏原

产品名称	上市地区	适应症	进展	
花粉过敏	GRAZAX®	欧洲	成人和儿童——过敏性鼻炎（草）	2007 年上市
	GRASTEK®	北美	成人和儿童——过敏性鼻炎（草）	2014 年上市
	GRAZAX®	国际市场*	成人和儿童——过敏性鼻炎（草）	2017 年上市
花粉过敏	RAGWITEK®	北美	成人和儿童——过敏性鼻炎（豚草）	2014/2021 年上市
	RAGWIZAX®	欧洲和国际市场	成人和儿童——过敏性鼻炎（豚草）	2020 年上市
屋尘螨过敏	ACARIZAX®	欧洲	成人——过敏性鼻炎和过敏性哮喘（屋尘螨）；青少年——过敏性鼻炎（屋尘螨）	2016/2017 年上市
	ACARIZAX®/ODACTRA®	北美	成人——过敏性鼻炎（屋尘螨）	2017/2018 年上市
	MITICURE™	日本**	成人和儿童——过敏性鼻炎（屋尘螨）	2015/2018 年上市
	ACARIZAX®	国际市场*	成人——过敏性鼻炎和过敏性哮喘（屋尘螨）	已完成归档***
	ACARIZAX®	中国	成人——过敏性鼻炎（屋尘螨）	临床二期
	ACARIZAX®/ODACTRA®	欧洲和北美	儿童——过敏性哮喘（屋尘螨）	临床二期
	ACARIZAX®/ODACTRA®	欧洲和北美	儿童——过敏性哮喘（屋尘螨）	临床二期
	ODACTRA®	北美	青少年——过敏性鼻炎（屋尘螨）	临床二期完成
花粉过敏	CEDARCURE™	日本**	成人和儿童——过敏性鼻炎（日本柳杉）	2018 年上市
花粉过敏	ITULAZAX®/ITULATEK™	欧洲和加拿大	成人——过敏性鼻炎（桦树科）	2019/2020 年上市
	ITULAZAX®/ITULATEK™	欧洲和加拿大	儿童——过敏性鼻炎（桦树科）	临床三期

*获得 Abbott 东南亚许可和 Seqirus 澳大利亚/新西兰许可； **授权给日本鸟居； ***已在选定市场上

资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.公司粉尘螨滴剂优势突出，独家新品黄花蒿滴剂持续放量

目前国内上市的尘螨脱敏治疗药物仅有 3 种。尘螨是诱发哮喘、过敏性鼻炎和湿疹等过敏性疾病的重要变应原之一，分为屋尘螨与粉尘螨两类，其中：屋尘螨主要滋生于卧室内的枕头、褥被、软垫和家具，粉尘螨主要来源于各种谷物、米、面等的粮尘中。尘螨具有分布广泛、致敏性强、患者过敏数量多三大特点。目前已经在中国上市的螨变应原制品分别是公司的粉尘螨滴剂、ALK 的屋尘螨变应原制剂和 Allergo pharma 的螨变应原注射液，后两者的给药方式均为皮下注射，公司是国内唯一一家生产销售舌下脱敏制剂的企业。

舌下含服优势显著。脱敏治疗疗程一般为 2-3 年，是一个长期的治疗过程，频繁的皮肤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。

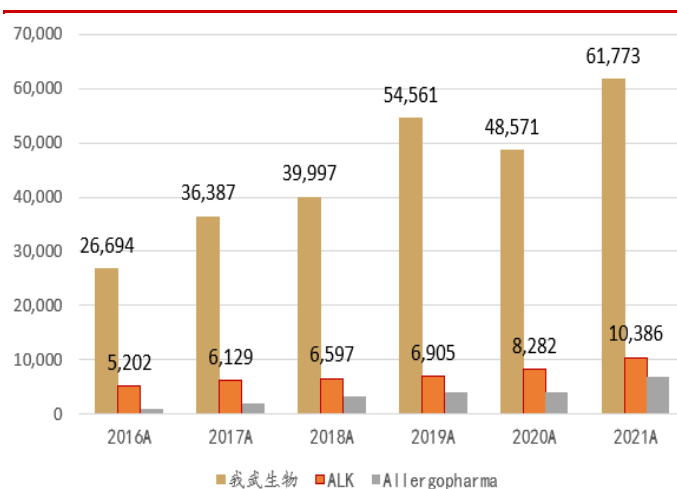
表 11 中国已上市尘螨类脱敏药物仅 3 种

序号	药品名称	厂家	给药方式	获批时间	使用要求	贮存要求
1	粉尘螨滴剂	我武生物	舌下含服	2006 年	首次用药需在医院进行，且留观 30 分钟，如无不适，后续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
2	屋尘螨变应原制剂	ALK（丹麦）	皮下注射	2004 年	必须避免血管内注射，由医生注射，注射后留观 30 分钟	2-8℃
3	螨变应原注射液	Allergo（德国）	皮下注射	1999 年	必须避免血管内注射，由医生注射，注射后留观 30 分钟	2-8℃

资料来源：药智，华西证券研究所

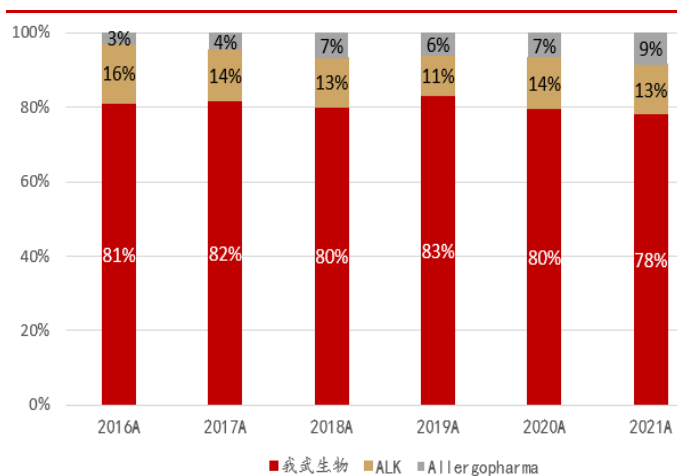
粉尘螨滴剂基本实现国产替代，公司市占率保持第一。从竞争格局来看，我武生物的产品虽然上市时间相对较晚，但从 2012 年开始，我武生物一直是市场龙头，粉尘螨滴剂市场份额保持在 70%+，市占率占据第一位。米内网数据显示，2016-2021 年间，公司销售额年复合增速达 18.3%。

图 21 我国脱敏治疗各公司样本医院销售额（万元）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

图 22 我国脱敏治疗行业各公司市占率



资料来源：米内数据，华西证券研究所

公司粉尘螨滴剂治疗费用低于竞品，性价比高。国内三种上市药品的推荐治疗疗程均为 3 年，公司“粉尘螨滴剂”第一年费用为 2500 元/年，疗程总花费为 6000-7000 元；“屋尘螨变应原制剂”第一年费用约 5000 元/年，疗程总花费为 9000 元；“螨变应原注射液”第一年费用约 5000 元/年，疗程总花费为 10000 元。公司“粉尘螨滴剂”治疗费用显著低于竞品，性价比较高。

表 12 公司粉尘螨/黄花蒿滴剂价格梳理

粉尘螨滴剂	蛋白浓度	规格	单价/瓶	黄花蒿滴剂	蛋白浓度	规格	单价/瓶
1 号	1 μg/mL	2mL	31.7	1 号	25 BU/mL	2mL	108
1 号	10 μg/mL	2mL	40	2 号	128 BU/mL	2mL	128
2 号	100 μg/mL	2mL	48	3 号	640 BU/mL	2mL	148
3 号	333 μg/mL	2mL	98	4 号	3200 BU/mL	2mL	168
4 号	1000 μg/mL	2mL	123	5 号	16000 BU/mL	2mL	498

资料来源：药智数据，华西证券研究所

表 13 粉尘螨滴剂竞品价格梳理

药品名称	厂家	规格/费用	费用	第一年	第二年	第三年
粉尘螨滴剂	我武生物	2mL*5 瓶		第四周起至第一年末：每日 1 次，每次 3 滴	每日 1 次，每次 2 滴	每日 1 次，每次 2 滴
			年费用/元	2450	1760（儿童） 2200（成人）	1760（儿童） 2200（成人）
屋尘螨变应原制剂	ALK	5mL*4 瓶	2800 元	起始治疗阶段一般每周注射一次，需 15 周。达到维持剂量后，每隔 2 周，注射一针	每隔 4-8 周，注射 1 针，每次 1mL	在 3-5 年中每 4-8 周注射一次维持剂量
			年费用/元	4760	1820	1820
螨变应原注射液	Allergopharma	4.5mL/500 0TU/瓶	2800,3 瓶	起始阶段：每周注射一次达到最大耐受剂量，约 10-15 周。隔 4-6 周注射 1 次。至第一年末	隔 4-6 周注射 1 次，每次 1mL	在 3-5 年中每 4-8 周注射一次维持剂量
			年费用/元	5012	2687	2687

资料来源：药智数据，华西证券研究所

在研竞品较少，竞争格局有望长期保持。从申报情况来看，北京欧亚康桥商贸的屋尘螨/粉尘螨舌下喷剂 2007 年 7 月至今一直处于临床阶段，并未获批；ALK 公司的尘螨变应原舌下片处于临床 3 期；杭州泰格医药 2014 年屋尘螨变应原舌下滴剂获批但未见上市。短期没有临床申请获批的竞品，大都临床进展中止或者失败。因此，在未来的 5 年内，出现强有力的竞品的可能性很小，竞争格局良好。公司通过过往经验所积累起来的技术优势和渠道优势将不断增强公司的核心竞争力，加深公司的护城河。

表 14 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	补充申请审批中，20220725
2	屋粉尘螨变应原舌下滴剂	杭州泰格医药	2014 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	2007 年申请临床，未见进展

资料来源：药智数据，华西证券研究所

3.1.“粉尘螨滴剂”&“黄花蒿滴剂”的潜在市场分析

1) “粉尘螨滴剂”

尘螨过敏人群分布：中南部发病率最高，东西次之。在中国，有超过 50%的居民对尘螨过敏，但过敏率存在明显的区域性，大致表现为：华南地区>华中地区>华东地区>西南地区>西北地区>东北地区>西藏地区。根据 stallergenes 公司年报显示，过敏性鼻炎影响大约 10%-30% 成人和 40% 的儿童，大约只有 12% 的人患有过敏性鼻炎用过敏原免疫疗法治疗。

1) 根据欧洲变态反应学杂志《Allergy》数据，我国过敏性鼻炎的患病率从 2005 年的 11.1% 上升到 2011 年的 17.6%，患病率上升显著。

2) 根据流行病学调查结果显示，我国过敏性鼻炎患者中，中重度患病率约为 35%，其中 59% 为粉尘螨过敏，假设 15% 患者愿意接受脱敏治疗，即共 737 万人潜在治疗人口；

3) 按照脱敏治疗每年 2500 元/人的费用进行测算，我国脱敏治疗药物的市场空间高达 184 亿元。

2) “黄花蒿滴剂”

公司针对中国北方市场开发的黄花蒿花粉滴剂于 2021 年 1 月获批，3 月公司完成 GMP 现场检查工作；5 月公司开始向医药商业公司发货该药品。目前医院端挂网进展顺利，已完成超 20 个省份（含直辖市）的挂网工作。随着北方市场销售队伍的完善，以及诊断试剂盒的获批，预计黄花蒿花粉滴剂 2023 年后将形成可观销售规模。

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原。花粉引起的过敏性疾病具有很强的地域性，例如欧洲和北美地区的豚草、葎草和北艾以及日本的柳杉等。在我国，蒿属植物的花粉产量大，空气中浓度高，致敏性强，是危害人体的主要夏、秋季变应原。在中国，花粉过敏的发病率为 0.5%~1%，高发病区达 5%，且近年来随着城市化的发展，钢筋混凝土覆盖率越来越高，导致花粉无法被土壤吸收，花粉症发病率呈持续上升的趋势。

我国北方最流行过敏原为蒿属花粉，是国内分布最广的夏秋季花粉过敏原，其引起的过敏常发生于 6-10 月，其中 7-9 月为高峰期。参考国外用药经验，黄花蒿花粉滴剂需在花粉季节（空气中花粉颗粒数达到特定数量的浓度）前进行治疗，可有效减轻因花粉过敏带来的相关症状。黄花蒿花粉滴剂市场规模测算的核心假设如下：

1) 我国过敏性鼻炎患病率为 17%，其中约 30% 为花粉过敏；

2) 假设 10% 患者愿意接受脱敏治疗，即共 272 万人潜在治疗人口；

3) 按照脱敏治疗每年 12000 元/人的费用进行测算，我国脱敏治疗药物的市场空间高达 327 亿元。

表 15 粉尘螨&黄花蒿滴剂市场空间测算

粉尘螨滴剂		黄花蒿滴剂	
指标	数值	指标	数值
总人口数 (亿人)	14	总人口数 (亿人)	14
过敏性鼻炎患病率	17.6%	过敏性鼻炎患病率	17.6%
患过敏性鼻炎人数 (亿人)	2.4	患过敏性鼻炎人数 (亿人)	2.4
中重度患病率	35%	中重度患病率	35%

中重度患者数 (亿人)	0.83	中重度患者数 (亿人)	0.83
尘螨过敏比例	59.0%	花粉过敏比例	30%
尘螨过敏性鼻炎数量 (亿人)	0.5	花粉过敏性鼻炎数量 (万人)	0.2
年人均治疗费 (元)	2500	年人均治疗费 (元)	12000
使用脱敏治疗人数比例	15%	使用脱敏治疗人数比例	10%
脱敏治疗人数 (万人)	737	脱敏治疗人数 (万人)	250
潜在市场空间 (亿元)	184	潜在市场空间 (亿元)	300

资料来源：公司招股书、中国知网，华西证券研究所

新惠人数测算：我们采用样本医院放大倍数作为估算公司各规格粉尘螨滴剂实际销量，2021 年样本医院 1-5 号粉尘螨滴剂销量合计 195 万支，对应公司实际销量 916 万支，计算得到放大倍数为 4.7 倍，将样本医院各规格销量放大即可对各规格实际销量进行估测。从 2013-2021 年数据趋势来看，1) 放大倍数逐年提升，系公司业务在样本以外的医院拓展较好，以及部分区域院外市场有所发展；2) 维持剂量的 4、5 号占比持续提升，表明患者用药时长提升，脱落率下降。

根据用药流程，无论成人还是儿童，用药初期前三周需要使用 1 瓶 1、2、3 号规格的剂量爬坡，结合目前医生处方长度，大体可以认为粉尘螨滴剂每年新增患者数与等于 1 号或 2 号或 3 号销量。结合上表数据可以得出：公司每年新开发患者数处于逐步增长状态，2021 年粉尘螨滴剂新惠约 56 万人。2013-2021 年累计治疗患者 256 万人，按照 0.5 亿人的尘螨过敏性鼻炎数量测算，产品累计渗透率达 6.0%。

表 16 粉尘螨滴剂使用人数测算

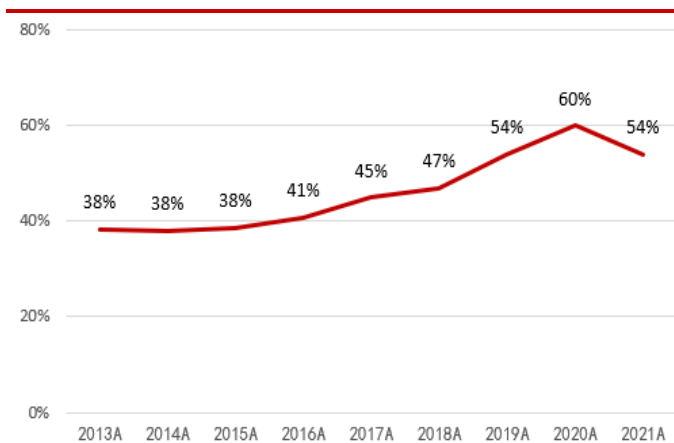
实际销售	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
销售额/亿元	1.88	2.36	2.63	3.08	3.78	4.95	6.31	6.31	7.96
yoy		26%	11%	17%	23%	31%	27%	0%	26%
总支数/万	224.6	268.2	296.4	346.8	429.8	566.6	714.0	719.7	916.0
样本医院销售数/万支									
1 号	6.4	6.9	7.9	9.0	10.0	11.0	11.1	9.1	11.8
2 号	6.1	6.8	7.6	8.6	10.0	10.9	11.0	9.0	11.7
3 号	5.9	6.5	7.5	8.6	9.9	10.7	11.0	8.8	11.7
4 号	36.3	39.8	46.1	55.2	68.6	79.3	95.2	89.6	109.3
5 号	24.7	25.8	30.1	36.4	43.7	49.9	54.5	46.5	50.2
合计量	79.5	85.8	99.3	117.9	142.2	161.9	182.8	163.0	194.7
放大倍数	2.8	3.1	3.0	2.9	3.0	3.5	3.9	4.4	4.7
实际销售量-万支									
1 号	18.0	21.6	23.6	26.5	30.3	38.6	43.4	40.2	55.7
2 号	17.4	21.2	22.8	25.4	30.1	38.0	43.1	39.8	55.0
3 号	16.8	20.2	22.4	25.3	29.9	37.6	42.9	38.9	55.2
4 号	102.5	124.5	137.6	162.5	207.4	277.7	371.6	395.5	514.0
5 号	69.9	80.7	89.9	107.1	132.2	174.7	213.0	205.3	236.1
依从率	38%	38%	38%	41%	45%	47%	54%	60%	54%
儿童人数	10.7	13.1	14.3	16.0	18.5	23.7	27.6	26.4	38.2
成人人数	7.3	8.5	9.3	10.5	11.8	14.9	15.8	13.7	17.5

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

合计	18.0	21.6	23.6	26.5	30.3	38.6	43.4	40.2	55.7
儿童-yoy		22.7%	8.9%	11.8%	15.7%	28.1%	16.5%	-4.2%	44.5%
成人-yoy		16.6%	9.8%	12.7%	12.0%	26.4%	6.2%	-13.3%	27.8%
儿童-占比	59%	61%	60%	60%	61%	61%	64%	66%	69%
成人-占比	41%	39%	40%	40%	39%	39%	36%	34%	31%

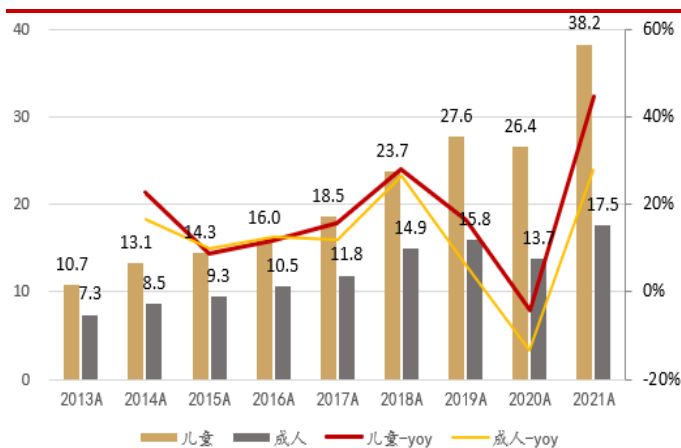
资料来源：米内数据，华西证券研究所

图 23 公司产品整体依从率逐年提升



资料来源：米内数据，华西证券研究所

图 24 公司新患人数逐年提高（万人）



资料来源：米内数据，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测与估值

核心假设：

- (1) 粉尘螨滴剂：产品优势显著，竞争格局好，市场空间广阔，有望长期保持较快增长。预计 2022-2024 年收入增速分别为 25%、25%和 24%，预计毛利率将维持在 96%的较高水平；
- (2) 黄花蒿滴剂：于 2021 年实现上市，市场空间较大，同时公司已经有较完善的销售网络，我们预计有望随着诊断试剂盒在 2023 年上市后快速放量，2024 年收入有望实现 0.26 亿元，毛利率为 96%。
- (3) 点刺诊断试剂盒：用于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 2022-2024 年增速保持稳定在 30-40%左右，毛利率保持在 92%的较高水平；
- (4) 期间费用率：公司控费能力良好，我们预计费用率维持稳定态势。
- (5) 预计公司 2022-2024 实现营业收入分别为 10.1、12.7、15.8 亿元，同比增长 25%、25%、25%；实现归母净利润 4.2、5.2、6.6 亿元，同比增长 25%、24%、26%，EPS 分别为 0.81 元、1.00 元和 1.26 元，对应 2022 年 8 月 26 日收盘价 45.85 元/股，PE 为 PE 57/46/36X。

表 17 公司主营业务拆分及预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	639	636	808	1013	1266	1579
增速	27.5%	-0.5%	27.0%	25.4%	25.0%	24.7%
毛利率 (%)	96.4	95.5	95.7	95.9	96.0	96.2
粉尘螨滴剂						
收入	631	631	796	995	1,239	1,536
yoy	27.5%	0.0%	26.1%	25.0%	24.5%	24.0%
毛利率 (%)	97.0	95.9	96.1	96.2	96.3	96.5
黄花蒿滴剂						
收入			3.7	8.1	14.5	26.2
yoy				120%	80%	80%
毛利率 (%)			95.0	95.2	95.5	95.5
皮肤点刺诊断试剂盒						
收入	3.8	2.4	4.8	6.2	8.4	11.7
yoy	1.0%	-36.1%	98.2%	30.0%	35.0%	40.0%
毛利率 (%)	93.3	89.2	90	91	91.5	92
其他-研发服务						
收入	5	2.8	3.3	3.8	4.4	5.0
yoy		-44%	18%	15%	15%	15%
毛利率 (%)				30	30	30

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议

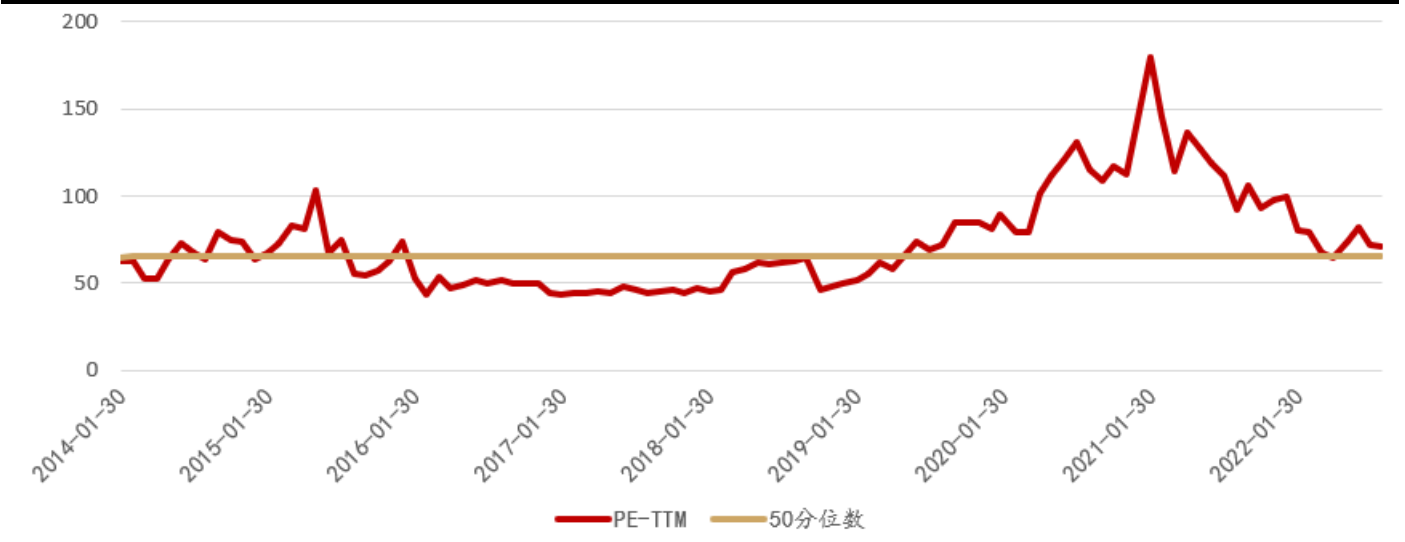
根据公司业务和发展定位，我们选取参考了行业里医药和消费医疗公司恒瑞医药、华熙生物和爱美容三家可比公司，2022年三家公司的平均PE为66倍。公司估值低于可比公司平均水平。结合公司是我国免疫脱敏治疗领域龙头，产品目前渗透率低，未来成长空间较大；公司产品竞争力强，销售能力突出，未来业绩成长动力充足，有望长期保持较快增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 18 可比公司估值情况（20220826）

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600276.SH	恒瑞医药	2,218	45.3	44.7	52.1	60.6	49	50	43	37
688363.SH	华熙生物	683	7.8	10.3	13.7	17.6	87	66	50	39
300896.SZ	爱美容	1,202	9.6	14.5	21.0	29.0	125	83	57	41
	平均值						87	66	50	39
300357.SZ	我武生物	240	3.4	4.2	5.2	6.6	71	57	46	36

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于 Wind 一致性预期）

图 25 公司历史估值



资料来源：Wind，华西证券研究所

5.风险提示

- (1) 主力品种增速放缓风险：公司主导产品粉尘螨滴剂为处方药且收入体量较大，达 8 亿元+，如果增速放缓或者下滑，可能导致整个公司增速放缓；
- (2) 产品招标降价风险：产品可能进入医保谈判目录，后续出现一定价格下降；
- (3) 新产品如黄花蒿滴剂市场推广不及预期风险；
- (4) 新产品研发进度不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	808	1,013	1,266	1,579	净利润	326	409	507	638
YoY(%)	27.0%	25.4%	25.0%	24.7%	折旧和摊销	27	13	14	15
营业成本	34	41	50	59	营运资金变动	12	-136	-9	-148
营业税金及附加	4	5	6	8	经营活动现金流	361	281	505	496
销售费用	282	339	434	539	资本开支	-122	1	1	1
管理费用	52	56	74	92	投资	-109	0	0	0
财务费用	-22	-10	-12	-18	投资活动现金流	-212	6	8	10
研发费用	88	117	140	177	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	6	5	7	9	筹资活动现金流	-90	-105	-132	-165
营业利润	393	489	608	765	现金净流量	59	181	381	341
营业外收支	0	1	1	1					
利润总额	393	490	609	765	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	67	81	101	127	成长能力				
净利润	326	409	507	638	营业收入增长率	27.0%	25.4%	25.0%	24.7%
归属于母公司净利润	338	422	524	659	净利润增长率	21.4%	25.0%	24.1%	25.7%
YoY(%)	21.4%	25.0%	24.1%	25.7%	盈利能力				
每股收益	0.65	0.81	1.00	1.26	毛利率	95.7%	95.9%	96.0%	96.2%
					净利率	41.8%	41.7%	41.4%	41.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	17.5%	18.8%	19.8%	20.9%
货币资金	650	831	1,213	1,554	净资产收益率 ROE	19.5%	20.6%	21.4%	22.4%
预付款项	7	8	10	12	偿债能力				
存货	54	67	81	94	流动比率	12.42	14.20	14.90	14.67
其他流动资产	631	762	777	948	速动比率	11.76	13.47	14.18	14.02
流动资产合计	1,342	1,668	2,081	2,607	现金比率	6.02	7.08	8.69	8.74
长期股权投资	83	83	83	83	资产负债率	7.0%	6.5%	6.3%	6.5%
固定资产	153	167	176	179	经营效率				
无形资产	94	94	94	94	总资产周转率	0.46	0.49	0.52	0.54
非流动资产合计	590	577	563	548	每股指标 (元)				
资产合计	1,932	2,246	2,643	3,155	每股收益	0.65	0.81	1.00	1.26
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.32	3.92	4.67	5.62
应付账款及票据	5	12	8	15	每股经营现金流	0.69	0.54	0.97	0.95
其他流动负债	103	106	132	163	每股股利	0.20	0.20	0.25	0.31
流动负债合计	108	118	140	178	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	71.03	56.84	45.79	36.42
其他长期负债	27	27	27	27	PB	17.28	11.69	9.82	8.16
非流动负债合计	27	27	27	27					
负债合计	135	145	167	205					
股本	524	524	524	524					
少数股东权益	61	47	31	9					
股东权益合计	1,797	2,101	2,476	2,950					
负债和股东权益合计	1,932	2,246	2,643	3,155					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。