

## 医药生物

2020 年 09 月 16 日

报告原因：首次覆盖

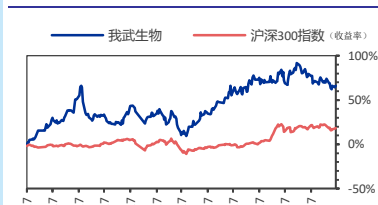
**买入**（首次评级）

<b>市场数据：</b> 2020 年 09 月 15 日	
收盘价（元）	58.4
一年内最高/最低（元）	68/36.31
市净率	23.8
息率（分红/股价）	0.31
流通 A 股市值（百万元）	27401
上证指数/深证成指	3295.68/13143.46

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

<b>基础数据：</b> 2020 年 06 月 30 日	
每股净资产（元）	2.45
资产负债率%	4.46
总股本/流通 A 股（百万）	524/469
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com

## 研究支持

张静含 A0230120070005  
zhangjh@swsresearch.com

## 联系人

张静含  
(8621)23297818×转  
zhangjh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

**我武生物 (300357)**

——小市值，大空间，独享国内百亿舌下脱敏市场

## 投资要点：

- **脱敏治疗是唯一可以根治过敏性鼻炎的疗法，面对终端 2.4 亿的过敏性鼻炎患者，空间巨大。**国内过敏性鼻炎发病率呈上升趋势，目前已达到 17.6%，终端患者人数在 2.4 亿左右；脱敏治疗跟症状控制用药的作用机制完全不同，是目前唯一可以根治过敏性鼻炎的疗法，可以给患者带来长期疗效，且能够逆转过敏性鼻炎不断加重的自然进程，目前已被国内外指南推荐为过敏性鼻炎一线治疗药物；脱敏治疗由于属于新兴的治疗方式，在国内处于发展初期，尽管行业近 5 年的复合增长率高达 23%，但在目前 100 亿的过敏性鼻炎用药市场中，占比不到 10%。良好的效果和庞大的终端需求，我们认为脱敏治疗在国内有巨大的发展空间。
- **我武生物是国内舌下脱敏治疗独角兽，独享 60 亿粉尘螨舌下脱敏市场。**目前国内市场仅有针对螨虫过敏的脱敏治疗药物，螨虫是过敏性鼻炎第一大过敏原，终端患者达到 1 亿人左右，市场参与者仅 3 家企业，我武是唯一的一家内资企业，其余 2 家为欧洲企业。与 2 家外资企业不同，我武脱敏制剂为舌下给药，其余 2 家均为注射给药，口服给药安全性高，使用方便，因此舌下的脱敏产品市占率最高，达到 80%以上。公司在粉尘螨滴剂上设置了多层专利壁垒保证了公司绝对的竞争优势，未来随着脱敏治疗渗透率的不断提升，粉尘螨滴剂销售峰值预计可达 60 亿元左右。
- **新产品即将上市，有望迎来业绩加速拐点。**公司另一款针对北方花粉过敏性鼻炎的药物黄花蒿舌下滴剂已申报上市，目前处于审评审批阶段，预计 2021 年可正式上市销售，北方花粉过敏患者人数预计在 4000 万左右，花粉过敏患者的脱敏治疗在国内属于一片空白市场，预计随着新品上市的推广，我武将迎来业绩加速拐点，销售峰值预计在 37 亿元左右。
- **盈利预测与估值：**预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.98 亿元、4.31 亿元、5.90 亿元，对应 PE 分别为 102 倍、70 倍、51 倍。对公司采用绝对估值（复杂 FCFF）法进行估值，关键指标中β值参考 Wind 历史数据，假设为 0.8，无风险利率选择 10 年国债现利率 3.2%，股票市场溢价参考历史经验值 5.44%，计算得到公司股权成本为 7.55%，预计债务成本和资产负债率分别为 5%和 6%，最终得到公司 WACC 值为 7.37%，根据上述假设测算出公司的价值为 374.5 亿，相对于 2020 年 9 月 15 日市值 306 亿元，存在 22% 的上升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发进展和结果的不确定性风险、干细胞子公司研发投入过多导致利润增速不及预期、药品招标降价的风险

## 财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	639	259	678	961	1,312
同比增长率（%）	27.7	-5.4	6.0	41.7	36.6
归母净利润（百万元）	298	107	298	431	590
同比增长率（%）	28.1	-18.0	-0.1	44.7	36.8
每股收益（元/股）	0.57	0.20	0.57	0.82	1.13
毛利率（%）	96.4	94.5	95.5	96.5	96.6
ROE（%）	23.5	8.3	19.0	21.6	22.8
市盈率	101.5		101.7	70.3	51.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司所处过敏性鼻炎脱敏治疗赛道在国内处于发展初期，未来随着指南的推广、人们对自身生活质量的需求提升，脱敏治疗渗透率将不断提升。2021 年公司即将有新产品黄花蒿滴剂上市，公司业绩进入加速期；原有核心品种粉尘螨滴剂受益于脱敏治疗渗透率的不断提升，有望继续保持快速增长。

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 6.78、9.61 和 13.12 亿元，同比增长分别为 6%、42%和 37%；归母净利润分别为 2.98、4.31、5.90 亿元，分别增长 0%，45%和 37%，EPS 分别为 0.57、0.82 和 1.13 元。首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

**粉尘螨滴剂**：预计公司 2020 年-2022 年老产品粉尘螨滴剂收入同比增长 6.3%、30%、30%，板块整体毛利率分别为 95.9%、96.8%、97%。2020 年增速较低以及毛利率降低主要是因为新冠疫情引起的医院终端患者大幅减少所致。

**黄花蒿滴剂**：预计 2021 年获批上市，预计 2021 年和 2022 年黄花蒿滴剂收入分别为 8000 万和 16000 万，2022 年毛利率假设为 97.5%。

### 有别于大众的认识

**市场认为**：我武粉尘螨滴剂 2006 年上市，经过 10 多年的销售，未形成较大体量规模，认为产品终端需求不强。

**我们认为**：呼吸科医生在医学教育阶段并未学习过相关药物，因此整个领域的发展极大依赖药厂的推广。该领域的进入者仅 3 家企业，且 2 家外企并未将中国作为重点市场培育。未来随着指南的推广、过敏原点刺诊断方法的推广、市场教育工作的加强，叠加中国人在消费升级大背景下对于高质量生活的追求，我们认为终端市场对于脱敏治疗的需求会越来越强。

### 股价表现的催化劑

下半年终端收入增速超预期；新产品黄花蒿滴剂获批进度超预期；8 种点刺产品临床进度超预期。

### 核心假设风险

**1、干细胞子公司研发投入过多导致利润增速不及预期**：干细胞研发若后续进入临床阶段，因此存在因研发投入过大导致利润增速不及预期的风险。

**2、研发进展和结果的不确定性风险**：目前公司黄花蒿滴剂还未上市，处于审评审批阶段，任何新药研发在上市前均有一定失败风险需要投资者警惕。

**3、药品招标降价的风险**：尽管公司的产品不在医保范围内，但进入终端销售均需经过药品招标流程，因此存在一定的药品招标降价风险。

# 目录

<b>1、过敏性鼻炎脱敏治疗现状：终端需求大，处于发展初期阶段</b>	<b>5</b>
1.1 国内过敏性鼻炎发病人数众多，发病率呈上升趋势	5
1.2 脱敏治疗是唯一可以根治过敏性鼻炎的疗法	5
1.2.1 症状控制用药治标不治本	5
1.2.2 脱敏治疗是目前唯一可以根治过敏疾病的疗法	6
1.2.3 脱敏治疗适应症拓展：用于过敏性鼻炎的治疗	7
1.3 脱敏治疗市场处于发展初期，未来有较大增长空间	8
1.4 舌下脱敏较皮下脱敏更安全便捷，是行业发展方向	9
<b>2、我武生物：舌下脱敏独角兽，独享百亿脱敏市场</b>	<b>10</b>
2.1 我武生物成立于国内脱敏市场发展的初期阶段	10
2.2 粉尘螨滴剂市场持续拓展，预计销售峰值可达 60 亿左右	11
2.2.1 螨虫是过敏性鼻炎第一大过敏原，终端潜在需求巨大	11
2.2.2 国内螨虫脱敏治疗目前渗透率较低	12
2.2.3 预计粉尘螨滴剂销售峰值有望达到 60 亿元左右	12
2.3 多重专利技术为公司核心产品构建强大护城河	13
<b>3、新产品即将上市，有望迎来业绩增长加速拐点</b>	<b>13</b>
3.1 黄花蒿滴剂即将上市，预计销售峰值在 37 亿左右	14
3.1.1 黄花蒿是北方花粉过敏患者的主要过敏原	14
3.1.2 黄花蒿舌下滴剂即将上市，未来 7-8 年国内无竞品	15
3.1.3 黄花蒿终端市场主要在北方，预计峰值在 37 亿左右	15
3.2 布局过敏原诊断点刺试剂，提升过敏原筛查渗透率	16
3.2.1 过敏原皮肤点刺检测是快速、安全、准确的过敏原检测方式	16
3.2.2 开发适合临床需求的过敏原点刺产品有助于推广脱敏疗法	17
3.2.3 预计我武点刺系列产品可为公司带来 11 亿的销售收入	17
<b>4、对外投资+自研，拓展新的治疗领域</b>	<b>18</b>
4.1 参股上海凯屹，布局过敏性疾病症状控制用药	18
4.2 成立干细胞子公司，介入干细胞治疗领域	19
<b>5、盈利预测与估值</b>	<b>19</b>
5.1 盈利预测	19
5.2 估值	20

## 图表目录

图 1：2005 年和 2011 年国内各城市过敏性鼻炎患病率 .....	5
图 2：长期服用对症药物的不足 .....	6
图 3：舌下免疫疗法分别持续 3、4、5 年的疗效（纵坐标：鼻炎症状评分） .....	6
图 4：3-13 岁过敏性鼻炎儿童使用舌下免疫治疗后过敏原变化情况 .....	7
图 5：过敏性鼻炎自然进程：不断加重 .....	7
图 6：过敏性哮喘患者使用脱敏治疗症状显著改善 .....	8
图 7：过敏性鼻炎药物历年销售额情况 .....	8
图 8：脱敏治疗药物市场历年销售额情况 .....	9
图 9：国内三家脱敏治疗公司近 5 年市占率情况 .....	10
图 10：我武生物发展历史 .....	10
图 11：我武生物近 5 年收入和利润情况 .....	11
图 12：中国过敏性鼻炎和支气管哮喘门诊成人和儿童患者过敏原阳性率 .....	11
图 13：临床过敏原检测的几种方式 .....	17
图 14：美国过敏诊断市场格局（体内检测法）（2014-2026） .....	17
表 1：我武舌下脱敏和 ALK 皮下脱敏治疗产品比较（均为螨虫脱敏产品） .....	9
表 2：粉尘螨滴剂销售峰值测算 .....	12
表 3：我武进入临床阶段的品种 .....	14
表 4：中国不同地区过敏原阳性率情况 .....	14
表 5：北京地区蒿属花粉浓度分级标准 .....	14
表 6：我武黄花蒿滴剂研发历程 .....	15
表 7：黄花蒿空间测算 .....	16
表 8：我武点刺系列产品空间测算 .....	18
表 9：收入成本拆分（单位：百万元） .....	20
表 10：复杂 FCFF 模型基本假设 .....	21
表 11：复杂 FCFF 模型计算结果 .....	21
表 12：复杂 FCFF 模型计算结果 .....	22

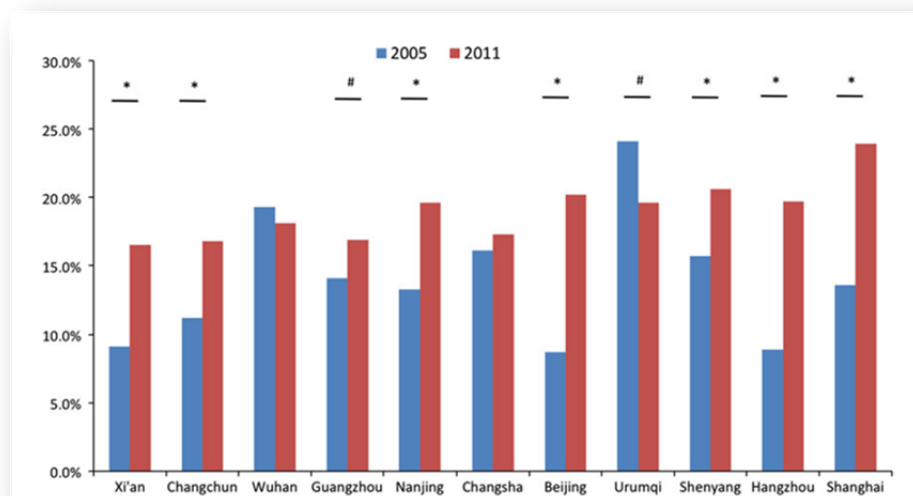
# 1、过敏性鼻炎脱敏治疗现状：终端需求大，处于发展初期阶段

## 1.1 国内过敏性鼻炎发病人数众多，发病率呈上升趋势

变应性鼻炎（AR），即过敏性鼻炎，是机体暴露于变应原后主要由 IgE 介导的鼻粘膜非感染性疾病。AR 的典型症状为阵发性喷嚏、清水样涕、鼻痒和鼻塞。可伴有眼部症状包括眼痒、流泪、眼红和灼热感等，多见于花粉过敏者。按照症状的严重程度，可分为轻微 AR 和中-重度 AR，轻微 AR 的症状轻微，对生活质量（包括睡眠、日常生活、工作学习）未产生明显影响；而中-重度 AR 的症状较重，对生活质量产生明显的影响。

变应性鼻炎患病率高，且呈上升趋势。据统计全球有超过 5 亿人患有过敏性鼻炎，欧洲约有 1 亿人患有过敏性鼻炎。在我国，过敏性鼻炎的发病率呈明显的上升趋势，2005 年的流行病学数据显示成人过敏性鼻炎患病率为 11.1%，而 2011 年的流行病学数据则显示患病率上升至 17.6%，以此计算预计终端有 2.4 亿患者。

图 1：2005 年和 2011 年国内各城市过敏性鼻炎患病率



资料来源：Allergy 2016，申万宏源研究

## 1.2 脱敏治疗是唯一可以根治过敏性鼻炎的疗法

### 1.2.1 症状控制用药治标不治本

过敏性鼻炎的治疗一般采取“防治结合，四位一体”的综合治疗方案。包括避免接触过敏原、规范化的药物治疗、特异性免疫治疗和医生及患者教育。规范化的药物治疗指使用激素、抗组胺药物等症状控制用药快速控制各种鼻炎症状，尽管起效很快，但疗效短暂，无法根治疾病；长期使用易产生耐药性；不同的药物具有不同的不良反应，患者需要注意长期使用的不良反应问题；从终身使用的角度来看，给患者带来较大的经济负担。



图 2：长期服用对症药物的不足

疗效短暂	• 传统抗过敏药物虽然起效迅速，但缺乏长期疗效，患者症状容易复发
耐药性	• 长期服用抗过敏药物，患者容易产生耐药性，导致治疗效果显著下降
不良反应	• 不分激素类药物具有一定副作用，尤其儿童患者长期服用对生长发育不利
经济负担	• 常年服用抗过敏药物，患者和经济负担大

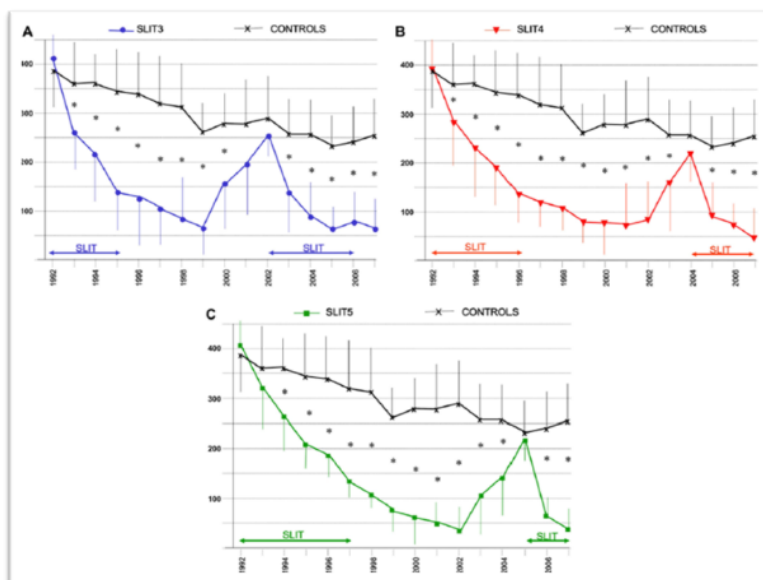
资料来源：申万宏源研究

### 1.2.2 脱敏治疗是目前唯一可以根治过敏疾病的疗法

脱敏治疗指通过让患者从低剂量开始接触变应原，然后逐渐增加剂量，达到维持量后持续足够疗程，以刺激机体免疫系统产生免疫耐受，当患者再次接触变应原时，过敏症状明显减轻或不再产生过敏症状。相较症状控制用药，脱敏治疗具有以下三大优势：

1、可以让患者达到长期缓解状态。2015 年意大利进行了一项 SLIT（舌下特异性免疫治疗）长期疗效的研究，分别给予患者进行 3 年、4 年、5 年的脱敏治疗，停药之后发现，进行 3 年脱敏治疗的患者在之后的 7 年都能很好的控制过敏症状，4 年和 5 年 SLIT 能够给予患者 8 年的长期疗效，即使之后有反弹，重新开展脱敏也可让患者快速获得临床疗效。

图 3：舌下免疫疗法分别持续 3、4、5 年的疗效（纵坐标：鼻炎症状评分）

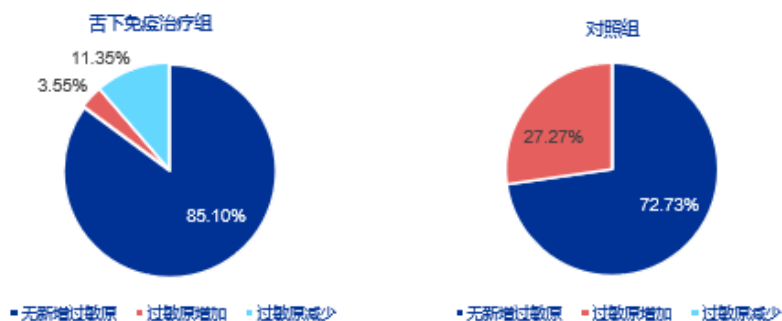


资料来源：Journal of Allergy and Clinical Immunology, 2010，申万宏源研究

2、可以预防新的过敏原产生。正常情况下，过敏性鼻炎患者的过敏原种类会随着年龄的增长而变多，但使用脱敏治疗不断锻炼人的免疫系统，可以减少新的过敏原的出现。2014 年在《American journal of rhinology & allergy》上发表的一篇临床研究显示，分别给予 200 多名 3-13 岁儿童使用舌下免疫治疗和标准症状控制用药治疗，一年之后脱敏治疗

组新增过敏原情况显著优于症状控制用药组，且脱敏治疗组还有部分患者过敏原出现减少的情况。

图 4：3-13 岁过敏性鼻炎儿童使用舌下免疫治疗后过敏原变化情况



资料来源：American journal of rhinology & allergy, 2014，申万宏源研究

**3、改变疾病进程，避免过敏性鼻炎发展为哮喘等更严重的疾病。**1998 年，世界卫生组织在《WHO 变应原免疫治疗意见书》中明确指出：“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”。过敏性鼻炎在临床中约有 20% 的患者病情会加重，从而转变为过敏性哮喘，过敏性哮喘若控制不佳，则会转变成慢性阻塞性肺炎。国内第三次流行病学调查显示，0-14 岁儿童哮喘的发病率呈逐年上升趋势，最近 10 年的平均发病率为 3.02%，相比上一个 10 年增长了一倍左右。因此为了阻止病情加重，应尽早推荐患者使用脱敏治疗。

图 5：过敏性鼻炎自然进程：不断加重



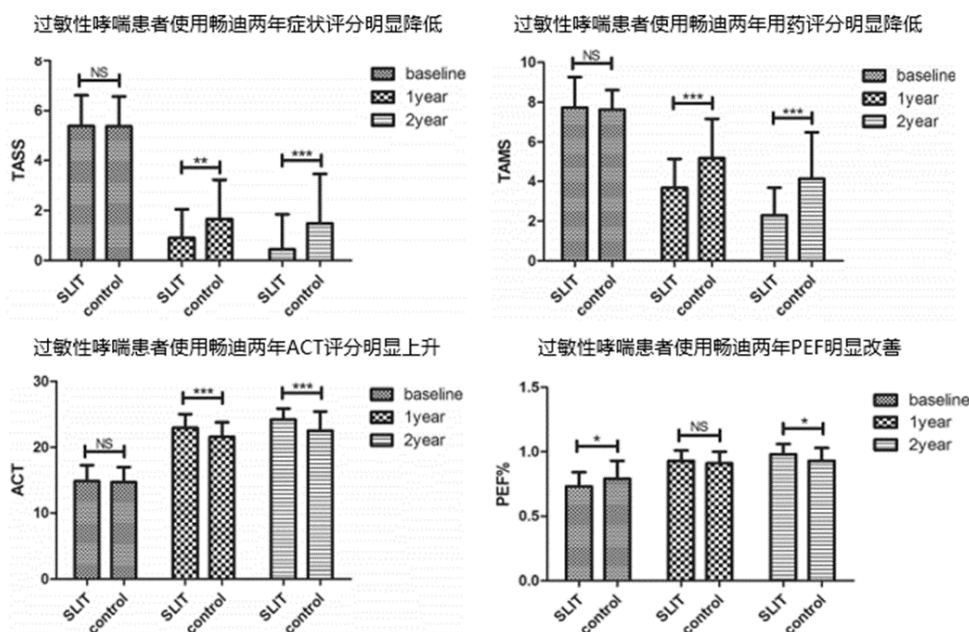
资料来源：申万宏源研究

**脱敏治疗已被国内外学术指南推荐为过敏性鼻炎一线用药。**2015 年发布的《免疫治疗国际共识》中，开始将脱敏治疗推荐为过敏性鼻炎的一线疗法，并明确提出在有条件的情况下尽早使用，无需以药物治疗失败为前提。同样在 2015 年，国内出版的《变应性鼻炎诊断和治疗指南》中，也将脱敏治疗推荐为过敏性鼻炎一线疗法。我们认为随着国内外专业指南中对脱敏治疗一线疗法的确立，脱敏疗法的推广不断扩大，市场前景广阔。

### 1.2.3 脱敏治疗适应症拓展：用于过敏性哮喘的治疗

过敏性哮喘是一种由过敏原引起的哮喘，属于外源性哮喘，发病率高于非过敏性哮喘，预计国内哮喘发病人数在 5000 万左右，全球发病人数在 4 亿左右，美国过敏性哮喘占比达到 62.1%~78.8%，我国哮喘中有 72.1% 的人至少发现有 1 种过敏原。2017 年，国际上已开始推荐哮喘轻微（早期）患者使用脱敏治疗，有助于哮喘症状和肺功能的改善。我国专家在 2019 年发布了全球第一部《过敏性哮喘诊治指南》，指南中指出，对于无法避免过敏原的过敏性哮喘患者可推荐使用脱敏治疗。脱敏治疗为过敏性哮喘患者提供了新的治疗选择。

图 6：过敏性鼻炎患者使用脱敏治疗症状显著改善



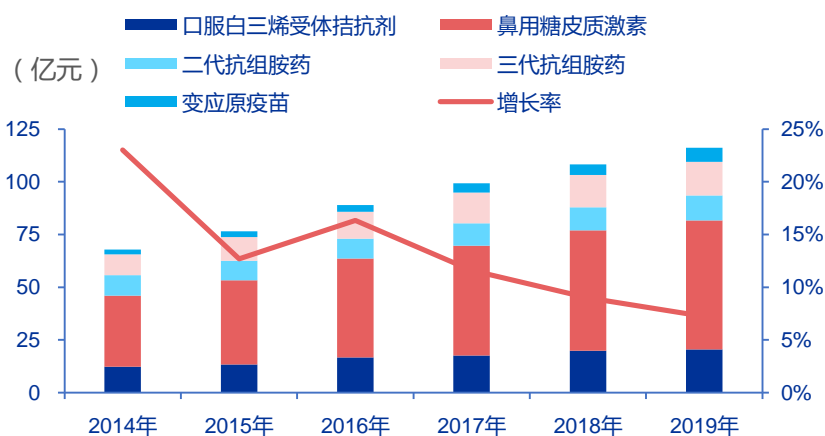
资料来源：Irish Journal of Medical Science，申万宏源研究

备注：TASS：total asthma symptom score，过敏性鼻炎症状评分；TAMS：total asthma medicine score，过敏性鼻炎用药评分；ACT：asthma control test，哮喘控制测试评分；PEF%：peak expiratory flow rate，最大呼气流量。

### 1.3 脱敏治疗市场处于发展初期，未来有较大增长空间

国内过敏性鼻炎市场已达百亿规模，但脱敏治疗占比不足 10%。根据南方所公立医院放大数据显示，国内过敏性鼻炎药物市场规模从 2014 年的 68 亿快速增长至 2019 年的 116 亿，5 年复合增速 11.3%。细分板块占比最大的是鼻用糖皮质激素，占比超过 50%，是目前过敏性鼻炎药物治疗市场的一线推荐用药。

图 7：过敏性鼻炎药物历年销售额情况



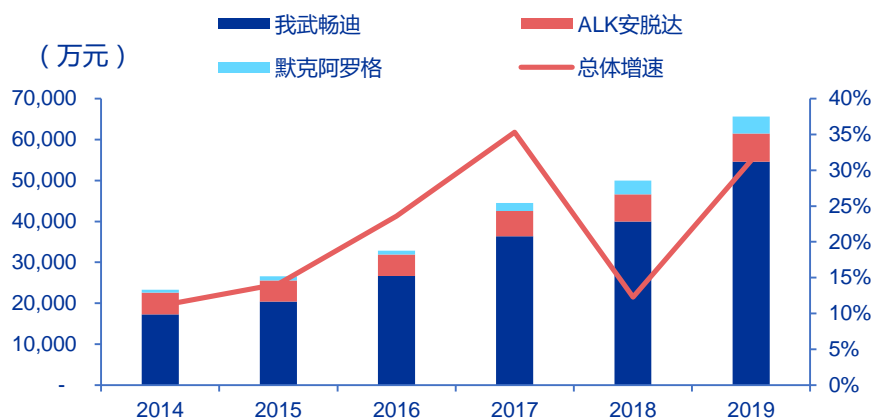
资料来源：米内网，申万宏源研究

脱敏治疗市场尚处于发展初期阶段，未来仍有较大发展空间。2019 年国内脱敏治疗药物市场规模在 7 个亿左右，在过敏性鼻炎药物总体市场占比不足 10%，从体量和占比来



看尚处于发展初期阶段，但近几年行业增速较快，5 年复合增长率在 23%左右。面对国内上亿的过敏性鼻炎患者市场，仍有较大增长空间。

图 8：脱敏治疗药物市场历年销售额情况



资料来源：米内网，申万宏源研究

## 1.4 舌下脱敏较皮下脱敏更安全便捷，是行业发展方向

**舌下脱敏较皮下脱敏有诸多优势。**脱敏治疗按照给药方式，可分为舌下给药和皮下注射给药，国际上最早开展的是皮下脱敏治疗，距今已有近百年的治疗历史；舌下脱敏治疗则直到 80 年代左右才开始有相关的临床研究开展。舌下脱敏主要是通过口腔黏膜给药，使得患者逐渐实现免疫耐受。舌下脱敏安全性高，给药方便，患者可自行带回家中使用，而皮下脱敏存在一定的安全隐患，在历史上曾出现过因严重过敏反应导致的死亡案例，使用上也不便利，需要患者定期前往有皮下脱敏治疗资质的医院进行治疗。另外由于脱敏治疗目前并未进入国家医保，费用也成为患者选择的一个考虑，皮下脱敏治疗费用是舌下脱敏的 3 倍左右；从国内外的市场趋势来看，舌下给药是未来主要的发展方向。

表 1：我武舌下脱敏和 ALK 皮下脱敏治疗产品比较（均为螨虫脱敏产品）

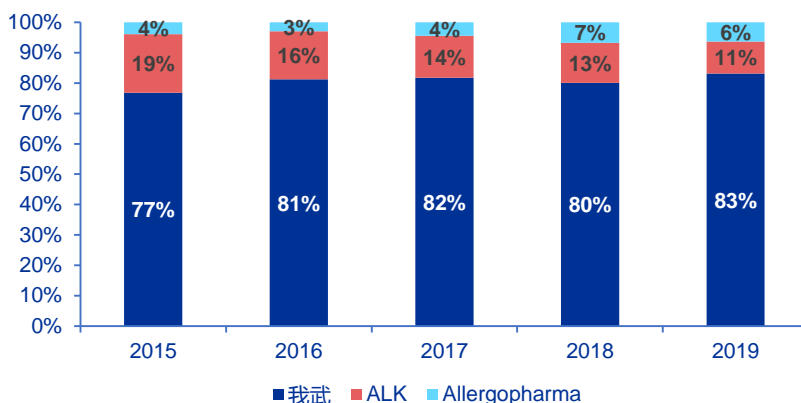
	皮下脱敏		舌下脱敏
	常规免疫治疗	集群免疫治疗	
用法	前 3~6 个月，1 针/次，1 次/周，此后注射频率递减	前 6 周，2-3 针/周，此后注射频率递减	每日舌下滴注一次
起效时间	3~6 个月	第 6 周	3~6 个月
疗程	推荐 3-5 年		
年治疗费用	6000-7000 元左右		2000 元左右
适用年龄	5 岁以上		4 岁以上
安全性	曾出现注射死亡案例，要在医护人员监控下使用		可在家自行服用，无使用死亡案例

资料来源：米内网，药品说明书，申万宏源研究

**我武生物是国内舌下脱敏治疗独角兽，占据国内脱敏治疗市场主要份额。**目前国内脱敏治疗市场竞争格局良好，仅有三家企业，分别是国内的我武生物、丹麦的 ALK 公司以及德国的 Allergopharma，三家的产品均为针对螨虫引起的过敏性鼻炎的脱敏治疗，ALK 和

Allergopharma 均为皮下脱敏制剂，我武生物是国内唯一一家生产销售舌下脱敏制剂的企业，目前市场份额最大，占据国内脱敏治疗市场 80%以上市场份额。

图 9：国内三家脱敏治疗公司近 5 年市占率情况



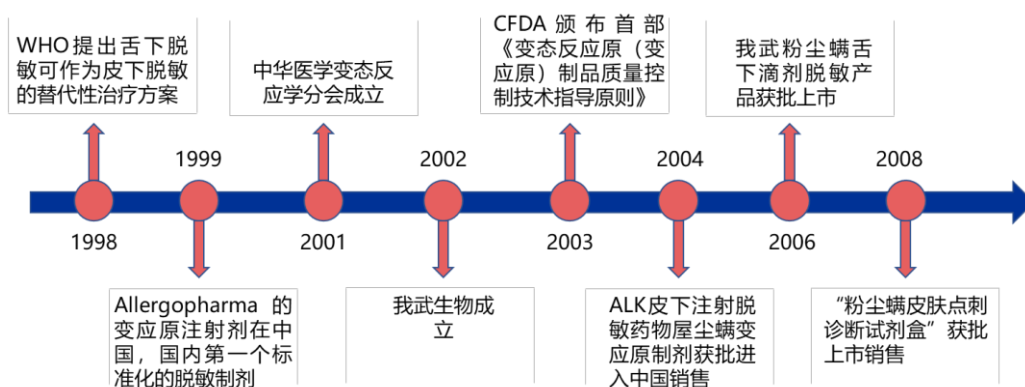
资料来源：米内网，申万宏源研究

## 2、我武生物：舌下脱敏独角兽，独享百亿脱敏市场

### 2.1 我武生物成立于国内脱敏市场发展的初期阶段

我武生物成立于 2002 年，在 2002 年前后的这段期间，国内脱敏治疗市场正经历一段无序到有序的特殊历史转变时期，在 1999 年国内第一个标准化的皮下脱敏制剂获批之前，脱敏治疗前 50 年仅限以医院制剂的形式在院内使用，并未得到广泛推广。自 1999 年之后，国内脱敏治疗市场逐步规范化，包括 2001 年中国医学变态反应学会的成立，2003 年 CFDA 颁布的首部脱敏制剂质量控制技术指导原则。2004 年国内又批准了第二个标准脱敏制剂的进口。我武自主研发的粉尘螨舌下滴剂也在 2006 年获得国家药监局的正式批准。可以说在 1999 年到 2006 年这 7 年中，国内脱敏治疗市场实现了从空白到初步发展的转变。经过近 10 多年的发展，我武凭借舌下脱敏治疗的诸多优势，成为国内脱敏领域的主要市场占有者。

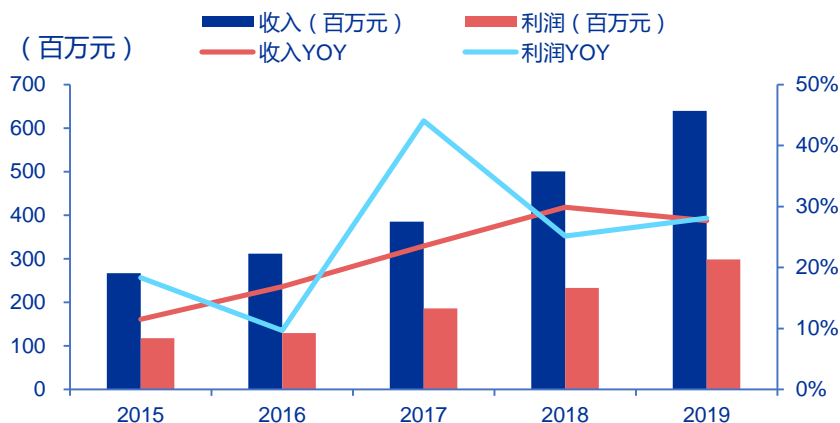
图 10：我武生物发展历史



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

独享国内舌下脱敏治疗市场，我武生物近 5 年呈现加速发展趋势。我武主要收入来自粉尘螨舌下滴剂，也是国内市场唯一一个舌下脱敏产品，5 年复合增长率 22%。2019 年粉尘螨销售收入 6.3 亿，面对国内上亿过敏性鼻炎患者，仍有较大发展空间。

图 11：我武生物近 5 年收入和利润情况



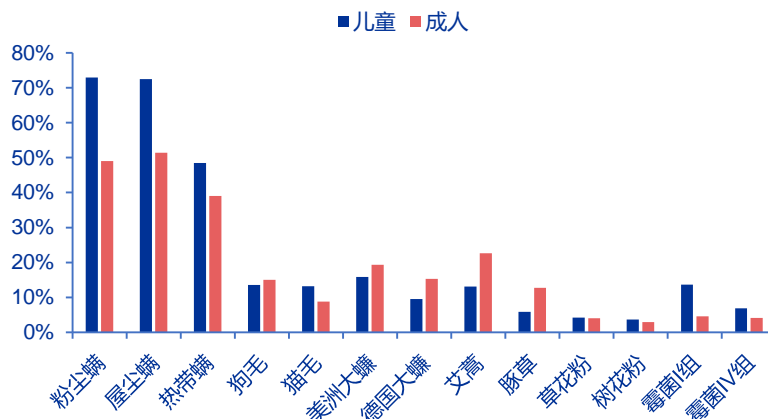
资料来源：WIND，申万宏源研究

## 2.2 粉尘螨滴剂市场持续拓展，预计销售峰值可达 60 亿左右

### 2.2.1 螨虫是过敏性鼻炎第一大过敏原，终端潜在需求巨大

粉尘螨是过敏性鼻炎第一大过敏原。根据《中国过敏性鼻炎和支气管哮喘门诊患者变应原的多中心临床调查》显示，螨虫过敏性鼻炎的第一大过敏原，儿童中的占比更高，达到近 70% 的比例，成人大概在 40% 左右，因此国内目前获批的 3 款脱敏治疗产品均是针对螨虫过敏的患者，按照过敏性鼻炎近 17.6% 的发病率测算，螨虫脱敏治疗的终端患者人数可达 1 亿多人。

图 12：中国过敏性鼻炎和支气管哮喘门诊成人和儿童患者过敏原阳性率



资料来源：Allergy，申万宏源研究

## 2.2.2 国内螨虫脱敏治疗目前渗透率较低

目前国内螨虫脱敏治疗渗透率较低。根据 2019 年米内网样本医院放大版数据显示，2019 年脱敏治疗终端 7 亿元的市场规模，由此测算，预计 2019 年使用脱敏治疗的人数不足 50 万人，因此螨虫脱敏治疗渗透率不足 0.5%。我们认为主要的原因有以下几点：

- 1) **脱敏治疗在国内推广时间较晚，尚处于发展初期阶段。**2000 年以前，脱敏治疗仅限于院内制剂，无法广泛推广，2001 年，中华医学会变态反应学会分会成立后，才逐步开始在国内推广标准的脱敏治疗产品，直到 2015 年脱敏治疗才被推荐为过敏性鼻炎的一线疗法；
- 2) **患者对过敏性疾病和脱敏治疗的认识不够。**患者一般对过敏性鼻炎的长期危害性认识不足，通常不予以重视，导致在就医时未优先选择脱敏疗法；
- 3) **临床缺乏准确便捷的过敏性鼻炎诊断产品。**目前临床上检测过敏原的方法主要是检测血液中 IgE，然而血液检测的费用较高，检测周期长，因而较大的限制了螨虫过敏患者的筛查率。

根据以上因素，我们认为未来可通过加强学术推广和患者管理以及研发新的便捷的过敏原诊断试剂，来提升脱敏治疗的渗透率。

## 2.2.3 预计粉尘螨滴剂销售峰值有望达到 60 亿元左右

随着国内脱敏疗法的持续推广，我们认为国内脱敏治疗行业仍将保持快速增长趋势。我们详细测算了我武粉尘螨滴剂的市场空间，当渗透率达成中性预测时，即成人中的渗透率达到 2%，儿童中达到 4%的渗透率，粉尘螨滴剂的销售峰值有望达到 60 亿元左右。

上述测算的关键假设如下：

**关键假设一：**粉尘螨滴剂在儿童中的渗透率比成人中的渗透率高。我们认为社会对于儿童群体的过敏性鼻炎的重视程度更高，包括就诊率、治疗率均较成人更高，因此在模型中假设最终儿童中的渗透率是成人的一倍；

**关键假设二：**粉尘螨的终端价格不会有较大的波动。我们认为粉尘螨滴剂属于自费独家产品，因为无集采降价风险，且竞争格局良好，长期价格可保持稳定。

表 2：粉尘螨滴剂销售峰值测算

人口 (万人)	139,008		
成年人 (18 岁以上)	$139,008 \times 80\%$ (成人占比) = 111,206		
儿童及青少年 (4-17 岁)	$139,008 \times 15\%$ (儿童及青少年占比) = 20,851		
过敏性鼻炎发病率	17.60%		
成人过敏性鼻炎粉尘螨阳性率	45%		
儿童及青少年过敏性鼻炎粉尘螨阳性率	70%		
粉尘螨过敏的鼻炎患者 (万人)	11,376, 其中成人 8807 万, 儿童及青少年 2568 万		
成人患者市场	悲观	中性	乐观
患者 (万人)	8808	8808	8808

渗透率	1%	2%	3%
人均年用药金额（万元）	0.21	0.21	0.21
<b>成人患者市场空间（亿元）</b>	<b>18.50</b>	<b>36.99</b>	<b>55.49</b>
儿童患者市场	悲观	中性	乐观
患者（万人）	2569	2569	2569
渗透率	2%	4%	5%
人均年用药金额（万元）	0.24	0.24	0.24
<b>儿童患者市场空间（亿元）</b>	<b>12.33</b>	<b>24.66</b>	<b>30.83</b>
<b>总计（亿元）</b>	<b>30.83</b>	<b>61.65</b>	<b>86.31</b>

资料来源：国家统计局、Allergy，中国过敏性鼻炎和支气管哮喘门诊患者变应原的多中心临床调查、申万宏源研究

## 2.3 多重专利技术为公司核心产品构建强大护城河

公司为核心产品“粉尘螨滴剂”构建了多重专利技术来保证产品的独角兽地位。

**变应原活性检测方法**及**检测用标准血清混合物构建技术**保证了脱敏制剂全生产过程的质量稳定性。免疫治疗的关键在于使用标准化、可持续生产的高质量变应原，提高安全性、有效性、可靠性和精确性。脱敏治疗在国内属于新兴技术，在我武进入该领域之前，国家药典并无成熟稳定的变应原活性检测方法，考虑到用蛋白含量定义活性浓度、皮肤点刺试验确定蛋白活性等早期变应原活性检测方法，尽管在操作上较为简单，但在客观性和准确性方面存在一定的缺陷。我武构建的标准血清混合物构建技术可定量检测变应原蛋白与 sIgE 的结合程度，可在生产过程中对变应原制品的生产原料、原液、成品等各阶段进行生物学活性的监控。

**变应原制品“常温”保存技术**增加了患者携带和使用的便捷性。大多数液体蛋白质药物在常温下不稳定，容易失去生物活性，需要在低温或者冻干的条件下保存。由于脱敏治疗需长期、持续进行，因此变应原制品可常温保存、便于患者随身携带显得尤为重要。公司在研发过程中发现螨虫培养基中的植物蛋白对变应原蛋白具有稳定作用，并以此发现提交申请了专利。公司的“粉尘螨滴剂”可以在阴凉处（不超过 20℃）保存 2 年以上。

## 3、新产品即将上市，有望迎来业绩增长加速拐点

公司在过敏性鼻炎脱敏领域深度布局，所选择的第二个脱敏产品黄花蒿滴剂是在考虑国内过敏原的分布特征、临床急需性以及研发的商业价值后所确定，目前成人适应症已于 2019 年 4 月申报上市，儿童适应症也已在 2019 年 3 月进入 III 期临床阶段。在如何提高脱敏治疗渗透率方面，公司布局了辅助诊断过敏性鼻炎的 8 种点刺液系列产品，也已经进入 III 期临床阶段。



表 3：我武进入临床阶段的品种

产品	适应症	阶段	试验进度	状态开始时间
黄花蒿粉滴剂	成人（18-60 岁）变应性鼻炎	NDA	审评审批中	2019/04/25
黄花蒿粉滴剂	儿童变应性鼻炎	III 期	进行中 招募中	2019/03/15
黄花蒿花粉等 8 项点刺液	8 种过敏原点刺液辅助诊断 I 型变态反应性疾病	III 期	III 期临床	2020/05/15
粉尘螨滴剂	特应性皮炎	III 期	进行中 招募中	2016/08/01
尘螨合剂 1 号	儿童（4-17 岁）过敏性哮喘	II 期	进行中 招募完成	2016/11/07
尘螨合剂 1 号	变应性鼻炎	II 期	进行中 招募完成	2016/02/04

资料来源：临床试验登记网，公司公告，申万宏源研究

### 3.1 黄花蒿滴剂即将上市，预计销售峰值在 37 亿左右

#### 3.1.1 黄花蒿是北方花粉过敏患者的主要过敏原

花粉过敏是指患者对植物花粉过敏引起的一类疾病，主要累及眼及上呼吸道，导致过敏性鼻炎和过敏性结膜炎，表现为眼部发痒、流泪、眼睑红肿、鼻部发痒、喷嚏连续发作等，这些症状往往在发作时终日不止，对患者的生活和健康产生极大影响。

大气中的致敏花粉的种类繁多，不同国家、不同地区、不同的海拔高度和不同季节可有不同的致敏花粉，如豚草是欧洲和北美最主要的过敏原，蒿属花粉中的黄花蒿则是我国危害最强、分布广的夏秋季过敏原。过敏患者的数量和症状严重程度与当地花粉计数有很大的相关性，越是干燥、雨水少的地方，空气中漂浮的花粉数就越多。在北方地区，蒿属花粉的平均阳性率为 28.6%，在内蒙古地区，蒿草过敏的阳性率可高达 80%。在南方地区由于雨水较多，花粉不易漂浮在空气中，因此南方花粉过敏的发病率较低。

表 4：中国不同地区过敏原阳性率情况

地区	过敏原及其阳性率（高一低）（%）				
	1	2	3	4	5
东北	粉尘螨 43.1	户尘螨 38.8	蒿草 33.6	豚草 29.0	蒲公英 28.3
西北	蒿草 58.2	豚草 47.1	蒲公英 45.3	藜草 38.3	蝗虫 29.3
中部	粉尘螨 47.3	户尘螨 41.7	小蠊 34.0	蒿草 27.1	蒲公英 24.1
南部	粉尘螨 69.2	户尘螨 61.4	小蠊 39.4	蒿草 14.9	蒲公英 11.7

资料来源：Zhang L, et al. Scientific Reports, 2017, 7(1):928，申万宏源研究

表 5：北京地区蒿属花粉浓度分级标准

北京地区蒿属花粉浓度分级			
分级	花粉浓度（g/m <sup>3</sup> ）	患者症状	建议
0	0-14	无或轻微	无或可进行防护
I	15-40	有症状，不影响正常生活	可进行防护
II	41-116	有症状，影响正常生活	需用药及防护
III	大于 117	症状重，且影响生活及睡眠	需加强防护及用药

资料来源：《北京市气传蒿属花粉浓度调查》，申万宏源研究

### 3.1.2 黄花蒿舌下滴剂即将上市，未来 7-8 年国内无竞品

公司从 10 年前便开始布局黄花蒿滴剂的研发工作，经过近 10 年的时间，公司于 2019 年 4 月将黄花蒿滴剂用于成人过敏性鼻炎患者的脱敏治疗的适应症申报上市，并于 2020 年上半年完成了儿童患者的 III 期临床试验入组，预计成人适应症将于 2021 年年初获批，该产品的上市可极大解决北方花粉过敏患者的需求，也是公司继粉尘螨滴剂之后的第二款大产品。目前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。鉴于过敏性鼻炎的临床试验较为复杂，历时较长，我们预计我武黄花蒿滴剂在未来 7-8 年内不会出现同类竞争者，可独享花粉脱敏市场。

表 6：我武黄花蒿滴剂研发历程

时间	事件
2012 年	获得 I 期临床证书
2014 年	收到“黄花蒿花粉滴剂”I 期临床试验总结报告，完成整个 I 期临床试验
2015 年	黄花蒿 II 期临床试验启动
2017 年	黄花蒿粉滴剂”完成了用于治疗变应性鼻炎 II 期临床试验，取得积极的阳性结果
2017 年	黄花蒿 III 期临床试验启动
2018 年	启动黄花蒿在儿童中的 I 期临床试验
2019 年	完成黄花蒿成人适应症 III 期临床试验，并报产
2019 年	完成黄花蒿儿童适应症 I 期临床试验，开展 III 期临床试验

资料来源：临床试验登记网，公司公告，申万宏源研究

### 3.1.3 黄花蒿终端市场主要在北方，预计峰值在 37 亿左右

根据我们的测算，当渗透率达到中性估计值时，即黄花蒿滴剂在成人患者和儿童患者中的渗透率分别达到 1% 和 2% 时，预计黄花蒿的销售峰值可达 37 亿。主要的关键假设如下：

- 1) **黄花蒿滴剂的市场主要在北方。**南方空气湿度大，花粉季空气中的花粉含量并不高，因此在秋季不易引起花粉过敏，因此人群测算基数以北方人口为主；
- 2) **假设黄花蒿年治疗费用为 8000 元每年。**目前黄花蒿还未有正式定价出来，但考虑到产品的稀缺性和创新性，我们认为黄花蒿的价格较粉尘螨应的价格应享有溢价。目前市场上粉尘螨脱敏产品的年治疗费用最高可达到 6000 元每年，此处我们假设黄花蒿的年治疗费用为 8000 元/年；
- 3) **黄花蒿渗透率峰值较粉尘螨渗透率峰值要小。**黄花蒿的年治疗费用若为 8000 元/年，则显著高于我武粉尘螨滴剂舌下片剂的年治疗费用（2400 元/年），因此假设认为黄花蒿渗透率峰值比粉尘螨渗透率峰值小，此处假设是粉尘螨的一半；
- 4) **儿童渗透率是成人的 2 倍。**此处假设和粉尘螨的假设类似，一般大众对于儿童过敏症状更加关注，就诊率治疗率也将高于成人患者，因此给予黄花蒿滴剂在儿童患者中更高的渗透率。

表 7：黄花蒿空间测算

全国总人数（万人）	139,008		
北方人口占比（%）	43%		
北方人口（万人）	59,773		
过敏性鼻炎发病率	17.60%		
蒿属花粉过敏比例（平均）	39.6%（以东北、西北、中部地区的平均值计算）		
因花粉过敏的鼻炎患者（万人）	4166		
成年人（18 岁以上）（万人）	4166*80%（成人占比）=3333		
儿童（4-17 岁）（万人）	4166*15%（儿童占比）=625		
成人患者市场渗透率假设	悲观	中性	乐观
渗透率	0.5%	1.0%	1.5%
成年患者（万人）	3333	3333	3333
用药人数（万人）	17	33	50
人均年用药金额（万元）	0.8	0.8	0.8
成人适应症市场空间（亿元）	13	27	40
成人患者市场渗透率假设	悲观	中性	乐观
渗透率	1%	2%	3%
儿童患者（万人）	625	625	625
用药人数（万人）	6.25	12.5	18.75
人均年用药金额（万元）	0.8	0.8	0.8
儿童适应症市场空间（亿元）	5	10	15
总计（亿元）	18	37	55

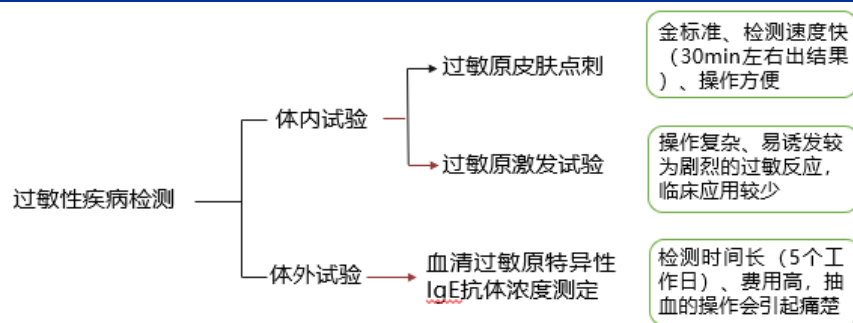
资料来源：国家统计局，公司公告，Scientific Reports, 2017，申万宏源研究

## 3.2 布局过敏原诊断点刺试剂，提升过敏原筛查渗透率

### 3.2.1 过敏原皮肤点刺检测是快速、安全、准确的过敏原检测方式

开展脱敏治疗的前提是将患者筛选出来，因此过敏原检测渗透率对于脱敏治疗的推广也非常重要。常用的过敏原检测方式包括体内试验和体外试验，体内试验包括过敏原皮肤试验和过敏原激发试验，过敏原皮肤试验主要是皮肤点刺试验，通过点刺的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。该方法优点是检测速度较快，准确度高，被推荐为过敏原检测的金标准，但目前国内因为缺乏药监局批准的标准点刺产品，该市场还处于空白市场。体外试验是指通过测定血清中过敏原特异性 IgE 抗体浓度来诊断是否对某种物质过敏，该方法的优点是检测数量上限较高，可达数百种，但是对于稀有的过敏原的检测临床意义不大，另外检测结果出具时间较长，需要 5 个工作日，且检测费用较高。

图 13：临床过敏原检测的几种方式



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

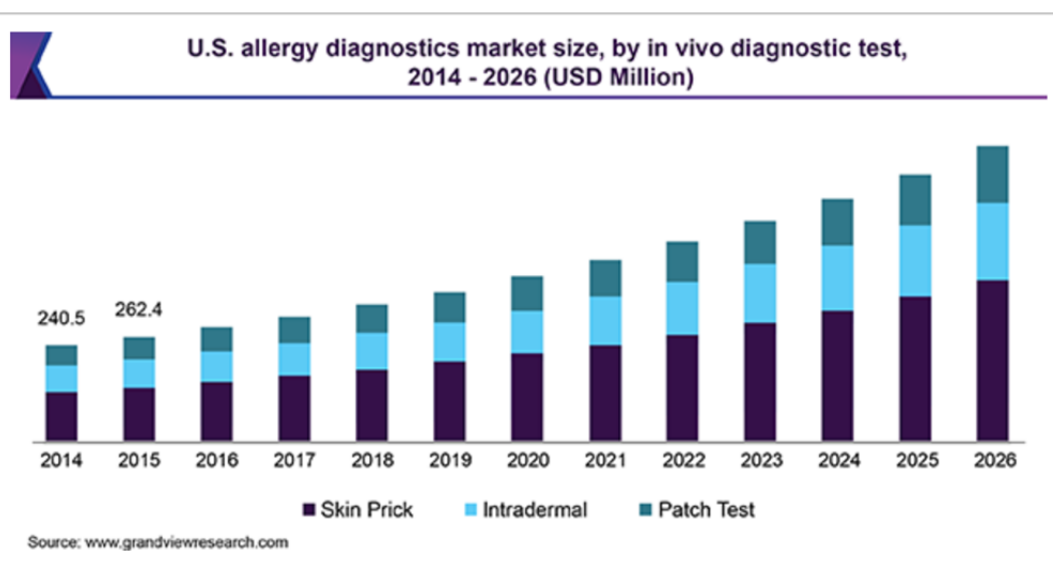
### 3.2.2 开发适合临床需求的过敏原点刺产品有助于推广脱敏疗法

针对国内过敏原检测产品缺乏的现状，公司在前期 2 款点刺液产品（粉尘螨+户尘螨皮肤点刺试剂盒）的基础上，又布局了 8 种常见的过敏原点刺产品，用于黄花蒿、葎草、白桦、豚草、悬铃木、德国小蠊、猫毛皮屑、狗毛皮屑 8 种常见过敏原的检测。目前这 8 种点刺产品均已进入 III 期临床试验，预计 2022 年有望获批上市。脱敏治疗产品使用的前提是筛选出对过敏患者，因此开发简便、快速、准确的标准皮肤点刺产品，有助于筛查出更多对粉尘螨和黄花蒿过敏的患者，从而提升公司脱敏产品的渗透率。

### 3.2.3 预计我武点刺系列产品可为公司带来 11 亿的销售收入

美国过敏原点刺市场占据过敏原检测市场一半的份额。目前国内过敏原检测市场产品较为单一，仅有体外检测血清 IgE 这一种方式，且由于检测时间长、费用高等原因不能满足各类人群的需求。参考美国市场，2018 年体内检测占过敏原检测市场一半的份额，皮肤点刺测试在 2018 年占了最大的收入份额。从 2019 年到 2025 年，该领域预计将以 11.0% 的高复合年增长率进一步扩张。

图 14：美国过敏诊断市场格局（体内检测法）（2014-2026）



资料来源：Grand view research，申万宏源研究

**我武点刺系列产品有望为我武带来 11 亿的销售收入。**8 种点刺预计将于 2022 年获批上市,届时公司的点刺系列产品将可检测 10 种过敏原(叠加前期获批的粉尘螨和屋尘螨),终端按照 12 个点进行收费(包括阴性对照和阳性对照液)。点刺的潜在市场群体有近 2.4 亿人,终端患者群体巨大。根据我们的测算预计 12 种点刺液的终端点刺检测服务市场规模可达 37 亿元,假设点刺液的费用占点刺检测服务费的比例为 30%,最终对应到我武点刺产品的市场空间有望达到 11 亿元。主要关键假设如下:

- 1) 假设在消费升级的大趋势下,未来人们对生活质量的需求不断提升,假设未来有 25%的过敏性鼻炎患者会选择去医院就诊,寻求规范治疗;
- 2) 假设未来点刺成为过敏性鼻炎患者的常规检测手段,点刺检测渗透率有望得到显著提升,此处假设达到 50%较高渗透率;
- 3) 参考目前院内点刺产品一个点的收费,此处假设终端是 10 元一个点的收费;
- 4) 因为点刺检测在医院终端可以以一种检测服务的方式开展,终端费用 10 元包含服务费用等其他费用,假设我武出厂价占终端价格的 30%。

另外若未来公司继续研发新的点刺产品,扩大检测种类,人均检测费用也将提升,若数量翻倍,则公司点刺系列产品还具有翻倍增长的潜力。

**表 8：我武点刺系列产品空间测算**

人口(万人)	139,008
过敏性鼻炎发病率	17.60%
过敏性鼻炎患者人数(万人)	24,465
就诊率	25%
过敏性鼻炎就诊人数(万人)	6116
点刺渗透率	50%
使用点刺人数(万人)	3,058
点刺数量	12
一个点刺终端费用(元)	10
点刺终端市场(亿元)	37
假设点刺产品费用占终端点刺服务费用比例	30%
我武点刺对应收入(亿元)	11

资料来源：国家统计局，临床试验登记网，公司公告，中国过敏性鼻炎和支气管哮喘门诊患者变应原的多中心临床调查，申万宏源研究

## 4、对外投资+自研，拓展新的治疗领域

### 4.1 参股上海凯屹，布局过敏性疾病症状控制用药

2017 年 7 月，公司出资 1,300 万元投资上海凯屹，持有 19.96%股权，携手研发一种新型支气管扩张剂 KE(苦丁茶提取物)，用于治疗哮喘和 COPD。KE 是全新的化学分子，作用机制完全不同于任何现有药物，有望与激素构成复合制剂，兼备长效与速效性能，且安全性高，可用于治疗最严重的哮喘患者。公司拟同时申报中国和国际市场的准入，有望



和国际同行共同开发国际市场。过敏性疾病的症状控制用药与公司脱敏产品在治疗领域内有望协同发展，做大做强过敏性鼻炎药物市场。2020 年 5 月投资设立了浙江我武踏歌药业有限公司，从公司受让取得上海凯屹医药科技有限公司 19.9%的股权，我武踏歌将主攻化疗领域药物研发，进一步拓宽公司产品线。

## 4.2 成立干细胞子公司，介入干细胞治疗领域

干细胞是一类具有自我复制能力和多向分化潜能的多能细胞，是人体的种子细胞，被医学界称为“万用细胞”，具有广阔的应用前景，在包括疾病治疗、组织修复和抗衰老美容等领域具有极大的发展潜力和临床应用价值。2018 年 4 月，设立上海我武干细胞科技有限公司，注册资本 15,000 万元，新设立的公司将集中资源通过自行研发以及与国内外最先进的干细胞技术及专家合作，在抗衰老和再生医学领域进行重点开拓。意味着公司在基本完善脱敏治疗领域产品后，开始发力干细胞治疗领域。子公司将集中资源在年龄相关的领域进行重点开拓，空间广阔。2020 年半年报披露了公司干细胞产品的阶段性成果，目前已经完成了干细胞重要生产用原材料的生产技术，并已于 GMP 车间内完成首个干细胞药品的中试生产。

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

公司所处过敏性鼻炎脱敏治疗赛道在国内尚处于发展初期，未来随着指南的推广、人们对生活质量的要求提升，脱敏治疗的渗透率将不断提升。我武生物从 2021 年开始，新产品黄花蒿滴剂将获批上市，公司业绩进入加速期，粉尘螨滴剂受益于脱敏治疗渗透率的不断提升，有望继续保持快速增长。

#### 关键假设点

**粉尘螨滴剂**：过敏性鼻炎脱敏治疗渗透率持续提升，带来粉尘螨滴剂的快速增长，我们预计，公司 2020 年-2022 年粉尘螨滴剂收入同比增长 6.3%、30%、30%，板块整体毛利率分别为 95.9%、96.8%、97%。2020 年增速较低主要是因为新冠疫情引起的医院终端患者大幅减少所致；

**黄花蒿滴剂**：2019 年正式报产，预计 2021 年获批上市，假设年治疗费用是 8000 元，第一年预计有 10000 万名患者使用，第二年患者数翻倍，预计 2021 年和 2022 年黄花蒿滴剂收入分别为 8000 万和 16000 万，由于价格高于粉尘螨，预计毛利率比粉尘螨高，假设 2021 年和 2022 年毛利率均为 97.5%；

**其他（包括点刺产品）**：其他项中的收入主要是公司的点刺产品，过去仅由尘螨点刺试剂盒贡献销售收入，布局的 8 种点刺液产品预计在 2022 年下半年有望获批上市，上市后考虑前期的进院推广工作，预计 2022 年上市首年不会立马形成较大的收入体量，根据尘

螨点刺试剂盒的收入体量，预计 8 种点刺首年的收入在 1000 万左右。毛利在生产规模的扩大下应有所提升，预计 2020 年-2022 年毛利率分别为 61%、61%和 67%。

表 9：收入成本拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	386	501	639	678	961	1,312
(+/-%)	23.6%	29.9%	27.7%	6.0%	41.7%	36.6%
营业成本	14	29	23	30	33	44
毛利率	96.4%	94.3%	96.4%	95.5%	96.5%	96.6%
<b>粉尘螨滴剂</b>						
营业收入	378	495	631	670	872	1,133
(+/-%)	22.8%	30.9%	27.5%	6.3%	30.0%	30.0%
占销售收入比重	98.0%	98.8%	98.7%	98.9%	90.7%	86.4%
营业成本	11	27	19	27	28	34
毛利率	97.1%	94.6%	97.0%	95.9%	96.8%	97.0%
<b>黄花蒿</b>						
营业收入	0	0	0	0	80	160
(+/-%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
占销售收入比重	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	12.2%
营业成本	0	0	0	0	2.0	4.0
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.5%	97.5%
<b>其他（主要是点刺）</b>						
营业收入	8	6	9	7	9	19
(+/-%)	0.0%	-20.5%	42.5%	-13.0%	20.2%	111.1%
占销售收入比重	2.0%	1.2%	1.3%	1.1%	0.9%	1.4%
营业成本	3	2	4	3	3	6
毛利率	61.5%	67.3%	55.4%	61.4%	61.4%	67.0%

资料来源：wind，申万宏源研究

根据以上关键假设，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 6.78 亿元、9.61 亿元 和 13.12 亿元，同比增长分别为 6%、42%和 37%；归母净利润分别为 2.98、4.31、5.90 亿元，分别增长 0%、45%和 37%，对应发行后总股本的 EPS 分别为 0.57、0.82 和 1.13 元。

## 5.2 估值

由于市场上目前未有与我武生物类似的标的公司，因此采用绝对估值法中的 FCFF 估值法对公司进行估值。

我们首先计算了公司的 WACC 值：公司股权成本方面，β 值参考 Wind 100 周的数据（Wind 数据为 0.74），此处我们假设为 0.8，无风险利率选择 10 年国债现有利率 3.2%，股票市场溢价使用历史经验值 5.44%，计算得到公司股权成本为 7.55% 将股权成本 7.55%

以及公司约 5%的债务成本、6%的资产负债率、15%的有效税率代入公式，可以得到公司的 WACC 值为 7.37%，我们以此值作为公司现金流折现的标准。

在使用公司整体的自由现金流进行复杂 FCFF 模型测算时，我们对该模型的各种参数做了如下假设：

表 10：复杂 FCFF 模型基本假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin
显性阶段	3	—	—	—
半显性阶段	5	30%	40%	50%
递减过渡阶段	10	递减	趋于稳态	趋于稳态
永续	After 18 年	2%	20%	30%

资料来源：Wind，申万宏源研究

由于我武生物所处行业为国内尚处于发展初期的过敏性鼻炎脱敏治疗赛道，公司所处细分赛道舌下脱敏治疗领域预计在未来 7-8 年无竞品上市，因此公司半显性阶段仍旧给予了 30%的高速增长，这一增速低于显性阶段最后一年 36.76%的增速；永续增速则使用海外大型药企的平均增速进行预测。半显性阶段和永续阶段 ROIC 和 EBIT Margin 参考海外大型制药企业进行预测。最终得到公司目标价 71.47 元，相比于 2020/9/15 收盘价 58.40 元有 22%的升值空间。

采用绝对估值方法，升值空间均在 20%以上，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：复杂 FCFF 模型计算结果

百万元，元，百万股	价值
显性半显性递减过渡价值	11,076
终值	23,753
核心企业价值	34,829
加：非核心长期投资	13
货币资金	751
交易性金融工具净值	41
企业总价值	35,634
减：付息债务	16
少数股东权益价值	81
少数股东权益	81
少数股权 PB	1.00
股权价值	35,537
总股本	524
最新每股价值	2020/9/15 71.47

资料来源：WIND，申万宏源研究

表 12：复杂 FCFF 模型计算结果

每股价值		永续增长率								
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	5.9%	80.65	85.73	91.83	99.32	108.72	120.88	137.26	160.51	196.15
	6.4%	70.72	74.63	79.25	84.81	91.63	100.18	111.26	126.16	147.32
	6.9%	62.48	65.53	69.09	73.30	78.36	84.56	92.34	102.42	115.98
	7.4%	55.57	57.98	60.75	63.99	67.82	72.42	78.06	85.14	94.30
	7.9%	49.72	51.63	53.82	56.35	59.29	62.77	66.95	72.08	78.52
	8.4%	44.72	46.26	48.00	49.99	52.28	54.96	58.12	61.93	66.59
	8.9%	40.42	41.66	43.06	44.65	46.46	48.54	50.97	53.84	57.30

资料来源：申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	501	639	678	961	1,312
营业收入	501	639	678	961	1,312
粉尘螨滴剂	495	631	670	872	1,133
其他	6	9	7	9	19
黄花蒿滴剂	0	0	0	80	160
营业总成本	237	297	336	462	628
营业成本	29	23	31	33	44
粉尘螨滴剂	27	19	27	28	34
其他	2	4	3	3	6
黄花蒿滴剂	0	0	0	2	4
税金及附加	3	3	4	5	7
销售费用	168	224	237	336	459
管理费用	34	30	36	51	70
研发费用	13	41	54	82	112
财务费用	-11	-24	-26	-46	-64
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-1	-1	-3	-5
资产减值损失	-1	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	271	343	343	498	682
营业外收支	2	2	2	2	2
利润总额	273	346	345	500	684
所得税	41	53	53	77	105
净利润	232	293	292	423	578
少数股东损益	-1	-6	-6	-8	-11
归母净利润	233	298	298	431	590

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

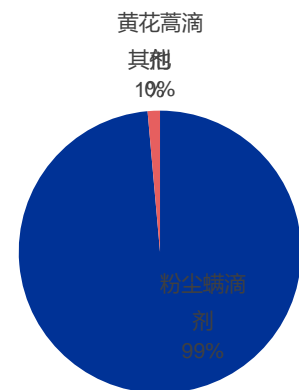
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	232	293	292	423	578
加：折旧摊销减值	9	12	33	34	37
财务费用	0	0	-26	-46	-64
非经营损失	-8	-4	-1	-2	-2
营运资本变动	-26	-68	-12	-61	-83
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	206	233	286	349	466
资本开支	58	100	45	49	35
其它投资现金流	190	-507	-39	-39	-39
投资活动现金流	132	-607	-85	-88	-74
吸收投资	0	137	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	65	73	-26	-46	-64
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-65	64	26	46	64
净现金流	274	-310	227	306	456

资料来源：wind，申万宏源研究

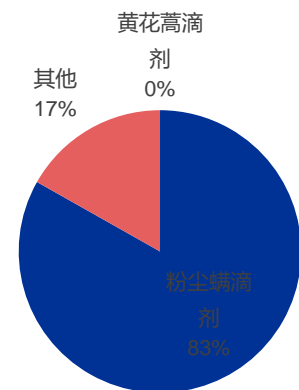
### 合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	782	1,050	1,330	1,734	2,310

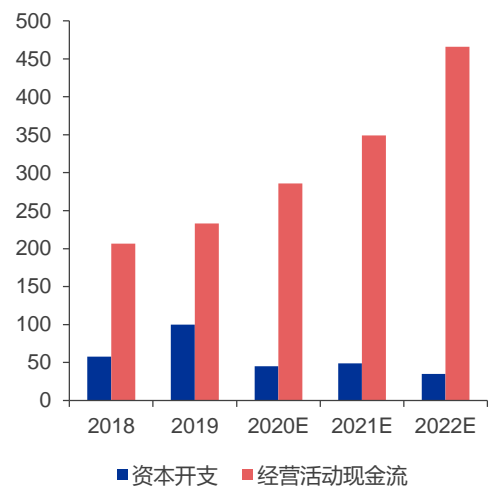
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流





现金及等价物	460	792	1,061	1,408	1,905
应收款项	179	211	232	287	364
存货净额	23	37	27	29	31
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	119	10	10	10	10
长期投资	13	13	13	13	13
固定资产	138	198	197	197	184
无形资产及其他资产	126	167	181	198	215
资产总计	1,058	1,428	1,720	2,143	2,722
流动负债	58	60	60	60	60
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	41	39	39	39	39
其它流动负债	16	21	21	21	21
非流动负债	5	16	16	16	16
负债合计	62	76	76	76	76
股本	291	524	524	524	524
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	52	128	128	128	128
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	94	125	156	201	262
未分配利润	533	494	761	1,147	1,675
少数股东权益	26	81	75	67	56
股东权益	995	1,352	1,644	2,067	2,645
负债和股东权益合计	1,058	1,428	1,720	2,143	2,722

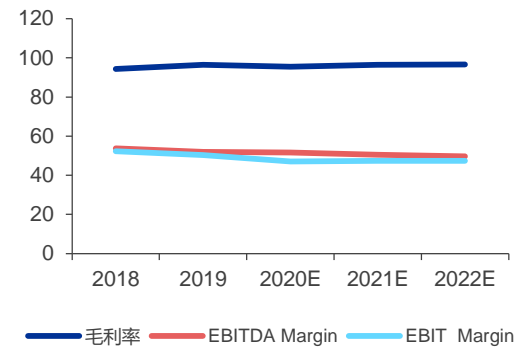
资料来源：wind，申万宏源研究

## 重要财务指标

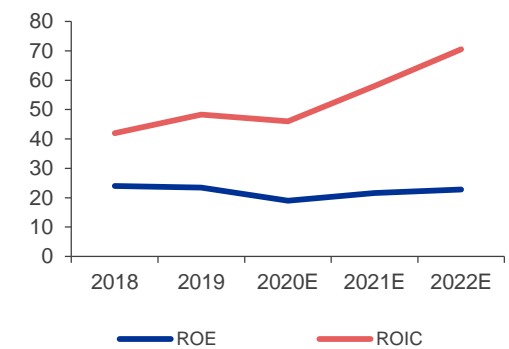
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.44	0.57	0.57	0.82	1.13
每股经营现金流	0.39	0.44	0.55	0.67	0.89
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	1.85	2.43	3.00	3.82	4.95
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	42.0	48.3	46.0	58.0	70.5
ROE	24.0	23.5	19.0	21.6	22.8
毛利率	94.3	96.4	95.5	96.5	96.6
EBITDA Margin	53.8	52.0	51.7	50.5	49.7
EBIT Margin	52.3	50.3	47.1	47.3	47.3
营业总收入同比增长	29.9	27.7	6.0	41.7	36.6
归母净利润同比增长	25.1	28.1	-0.1	44.7	36.8
资产负债率	5.9	5.3	4.4	3.6	2.8
净资产周转率	0.52	0.50	0.43	0.48	0.51
总资产周转率	0.47	0.45	0.39	0.45	0.48
有效税率	15.5	15.5	15.4	15.4	15.4
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	130.1	101.5	101.7	70.3	51.4
P/B	31.2	23.8	19.3	15.1	11.7
EV/Sale	59.6	46.3	43.2	30.1	21.7
EV/EBITDA	110.9	89.0	83.6	59.7	43.6
股本	291	524	524	524	524

资料来源：wind，申万宏源研究

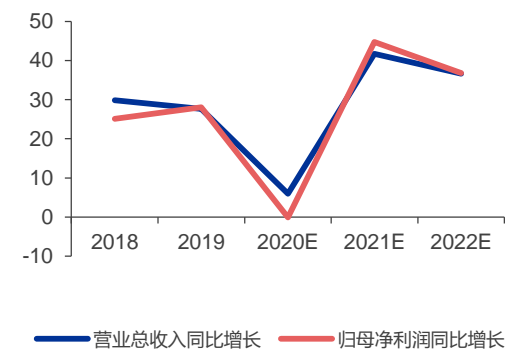
## 经营利润率(%)



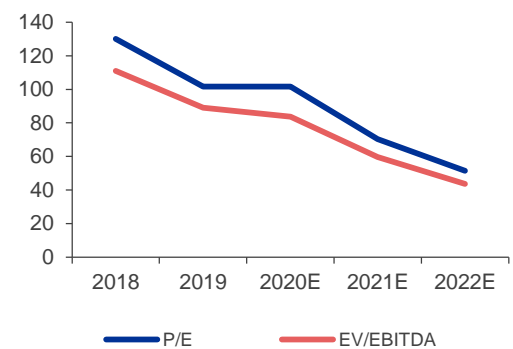
## 投资回报率趋势(%)



## 收入与利润增长趋势(%)



## 相对估值(倍)



## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swhyse.com">chentao1@swhyse.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhyse.com">lidan4@swhyse.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swhyse.com">chenzuoxi@swhyse.com</a>
海外	朱凡	021-23297573	<a href="mailto:zhufan@swhyse.com">zhufan@swhyse.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。