

我武生物 (300357.SZ)

深度分析

医药 | 生物医药III

投资评级

买入-B(首次)

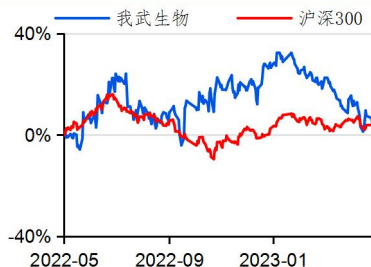
股价(2023-05-08)

44.28 元

交易数据

总市值(百万元)	23,184.30
流通市值(百万元)	20,795.89
总股本(百万股)	523.58
流通股本(百万股)	469.65
12个月价格区间	56.70/41.64

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.27	-16.62	-3.49
绝对收益	-9.74	-17.39	0.45

分析师

周平

 SAC 执业证书编号: S0910523020001
 zhouping@huajinsec.cn

相关报告

脱敏治疗行业龙头，双轮驱动业绩快速增长

投资要点

- ◆ **我国过敏性疾病用药渗透率低，潜在市场增长空间广阔：**脱敏治疗作为国际上认可的唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法，长期治疗效果明显优于药物治疗。我国脱敏治疗市场规模从 2015 年 3.6 亿元增长至 2019 年 7.9 亿元，呈现快速上涨趋势，2021 年脱敏治疗市场规模约为 12.6 亿元，当前渗透率不到 1%，未来随着市场认知度提升，市场有望持续高速增长。
- ◆ **粉尘螨滴剂有望恢复 20% 以上快速增长，还有数倍成长空间。**粉尘螨滴剂年化费用预计 2210 元/年，脱敏治疗持续时间长预计 3 年以上，患者需持续用药，复购率高，具有发展成重磅品种的市场潜力。相比竞品，粉尘螨滴剂使用简单，价格优势明显，不良反应率低，市场份额排名第一。新冠疫情影响导致粉尘螨滴剂复合增速从 2017-2019 年期间的 27% 降到 2020-2022 年期间的 12%，销售人均创收从 2019 年的 60 万元降到 2022 年的 56 万元。随着新冠疫情结束，预计粉尘螨滴剂有望恢复快速增长。2022 年粉尘螨滴剂销售额 8.79 亿元，我们预计市场空间峰值有望达到 44 亿元，未来还有数倍成长空间。
- ◆ **黄花蒿滴剂市场逐步上量，未来销售额有望超过粉尘螨滴剂。**与粉尘螨滴剂相比，新产品黄花蒿滴剂竞争格局良好，是国内唯一批准上市的黄花蒿脱敏治疗产品；黄花蒿滴剂年化治疗费用更高，约为 12000 元/年，是粉尘螨滴剂的 6 倍；公司已有推广经验，预计未来销售爬坡速度更快。我们测算黄花蒿滴剂峰值预期销售额有望达到 52 亿元，超过粉尘螨滴剂的销售峰值。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.47/5.44/6.71 亿元，增速分别为 28%/22%/23%，对应 PE 分别为 52/43/35 倍。考虑到粉尘螨滴剂恢复快速增长，黄花蒿滴剂有望成为另一个重磅品种，我们首次覆盖，给予“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**粉尘螨滴剂或黄花蒿滴剂销售不及预期；产品招标降价；研发不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	808	896	1,127	1,378	1,701
YoY(%)	27.0	10.9	25.8	22.3	23.4
净利润(百万元)	338	349	447	544	671
YoY(%)	21.4	3.2	28.2	21.7	23.3
毛利率(%)	95.7	95.4	95.9	95.8	95.8
EPS(摊薄/元)	0.65	0.67	0.85	1.04	1.28
ROE(%)	18.2	16.6	18.4	18.9	19.4
P/E(倍)	68.6	66.5	51.9	42.6	34.5
P/B(倍)	13.4	11.7	10.0	8.4	6.9
净利率(%)	41.8	38.9	39.7	39.5	39.5

数据来源: 聚源、华金证券研究所



内容目录

一、脱敏治疗行业龙头	4
二、脱敏治疗市场前景广阔，我武为行业龙头	7
三、粉尘螨滴剂有望保持 20% 以上稳定增长	10
四、黄花蒿滴剂销售额有望超过粉尘螨滴剂	15
五、盈利预测与投资建议	18
1、盈利预测和假设	18
2、估值与投资评级	19
六、风险提示	19

图表目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：2018-2022 收入与增长率	5
图 3：2018-2022 归母净利润与增长率	5
图 4：2018-2022 公司收入结构	5
图 5：2018-2022 公司毛利结构	5
图 6：2018-2022 期间费用率	6
图 7：2018-2022 季报毛利率与净利率	6
图 8：2018-2022 研发支出及增长率	6
图 9：2018-2022 研发人员变动趋势	6
图 10：过敏发生机制	7
图 11：中国抗过敏性药物市场空间预测	8
图 12：2014-2019 国内脱敏市场规模	9
图 13：2016-2021 年中国脱敏治疗各公司样本医院销售额	9
图 14：粉尘螨滴剂产品展示	10
图 15：粉尘螨滴剂产品展示	10
图 16：两组鼻部症状评分比较($\bar{x} \pm s$, 分)	11
图 17：两组患儿治疗前后的临床症状积分变化情况比较	12
图 18：2016-2021 年我国脱敏市场粉尘螨滴剂各公司市场占比	13
图 19：2018-2022 公司产品销量趋势	14
图 20：2018-2022 公司销售人员人数及人均创收	14
图 21：中国主要城市气传花粉植物种类与分布	16
图 22：公司各地区销售占比图	16
表 1：公司主要产品	4
表 2：公司在研项目进展	6
表 3：脱敏治疗与药物治疗对比	8
表 4：国内上市粉尘螨脱敏药物	9
表 5：粉尘螨滴剂使用方法	12
表 6：粉尘螨滴剂竞品价格比较图	13

表 7: 粉尘螨滴剂市场空间测算	14
表 8: 黄花蒿滴剂使用方法	15
表 9: 两组不同时间鼻部症状总评分 (TNSS) 比较	17
表 10: 黄花蒿滴剂市场空间测算	17
表 11: 公司主要产品销售峰值预期对比	18
表 12: 收入拆分和盈利预测 (单位: 百万元)	18
表 13: 可比公司情况	19

一、脱敏治疗行业龙头

常年深耕专注脱敏治疗市场，市场占有率稳居龙头。公司是一家专业经营过敏性疾病诊断及治疗产品的研发、生产和销售的高科技生物制药企业。公司于2002年成立，2006年核心产品粉尘螨滴剂上市，填补国内脱敏药物国产药品市场的空白，2008年“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”上市，2014年深交所创业板上市，2019年“屋尘螨皮肤点刺试剂盒”上市，2021年重磅产品“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”上市。

公司目前主要有4款上市产品，核心产品“粉尘螨滴剂”被批准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。2021年新产品“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”上市，用于治疗花粉过敏引起的变应性鼻炎等。配套的点刺诊断试剂盒及相关产品包括：粉尘和屋尘皮肤点刺诊断试剂盒两种，用于点刺试验，辅助诊断因粉尘螨致敏引起的I型变态反应性疾病。

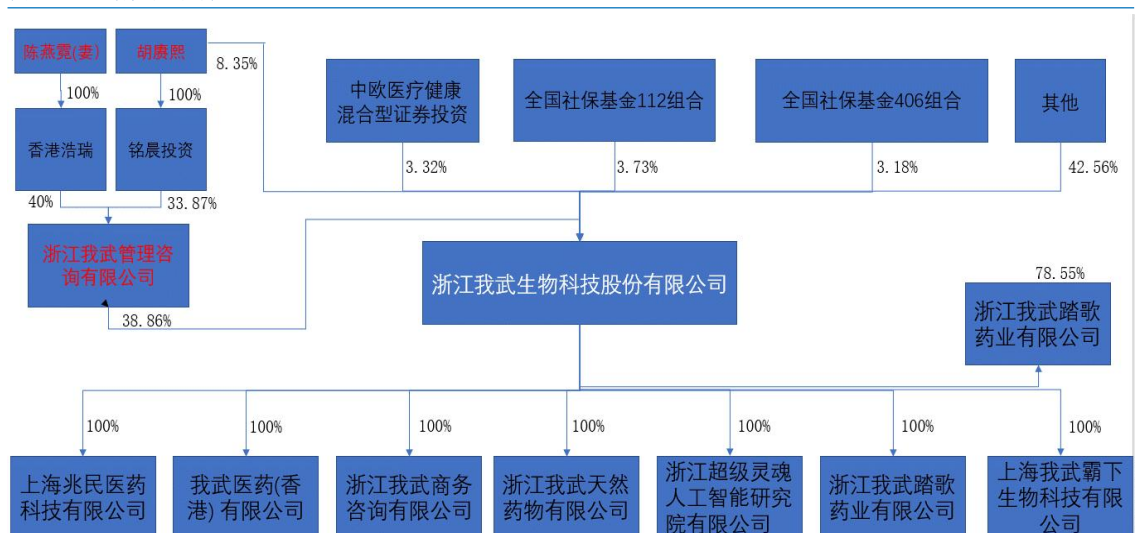
表 1：公司主要产品

剂型	通用名	商品名	适应症
滴剂	粉尘螨滴剂	畅迪	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
	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	畅皓	用于黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎（或伴有结膜炎）
皮肤点刺诊断试剂盒	粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	畅点	用于点刺试验，辅助诊断因粉尘螨致敏引起的I型变态反应性疾病
	屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	畅点II	用于点刺试验，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：米内网，华金证券研究所

公司股权结构维持稳定。胡庚熙与陈燕霓夫妇为公司实控人，截止2023年一季报，董事长胡庚熙先生直接持有上市公司8.35%股权，并与妻子陈燕霓女士通过我武管理咨询有限公司间接持有上市公司38.86%股权，合计共持有公司47.21%股份。

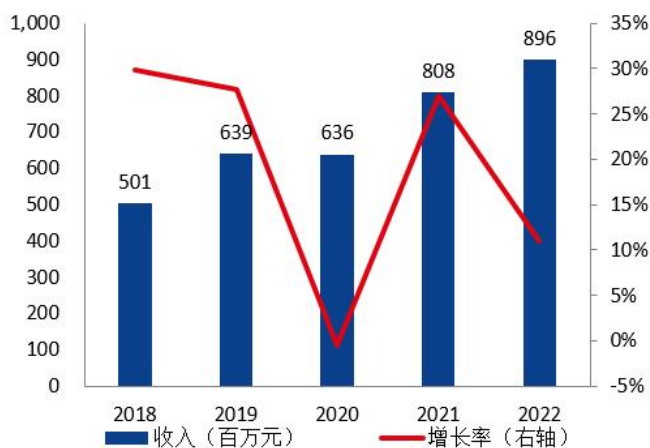
图 1：公司股权结构



资料来源: wind, 公司公告, 华金证券研究所

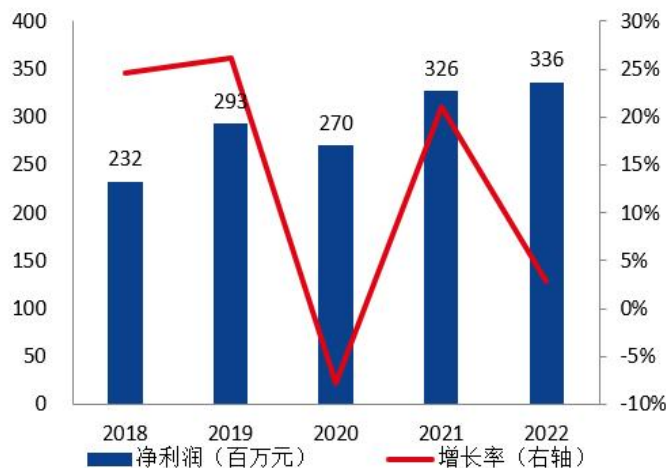
公司业绩持续稳定增长。营业收入从 2018 年 5.01 亿元增至 2022 年的 8.96 亿元，复合增速 18%。归母净利润由 2018 年 2.32 亿元增至 2022 年 3.36 亿元，复合增速 13%。受到疫情影响，2023 一季度公司收入和归母净利润增速分别为-7%和-23%。随着疫情全面放开，预计公司业绩有望恢复快速增长。

图 2: 2018-2022 收入与增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

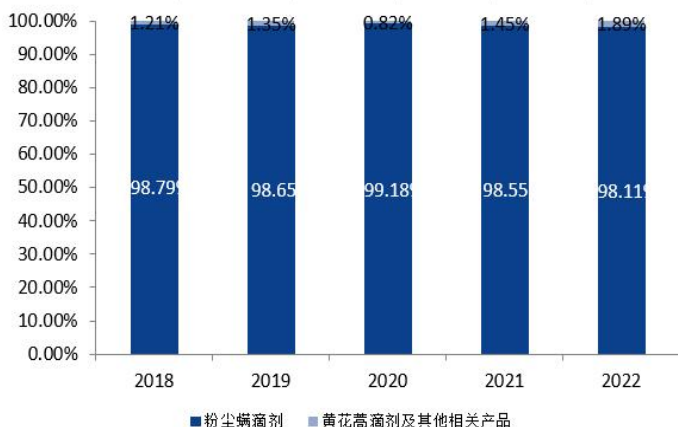
图 3: 2018-2022 归母净利润与增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

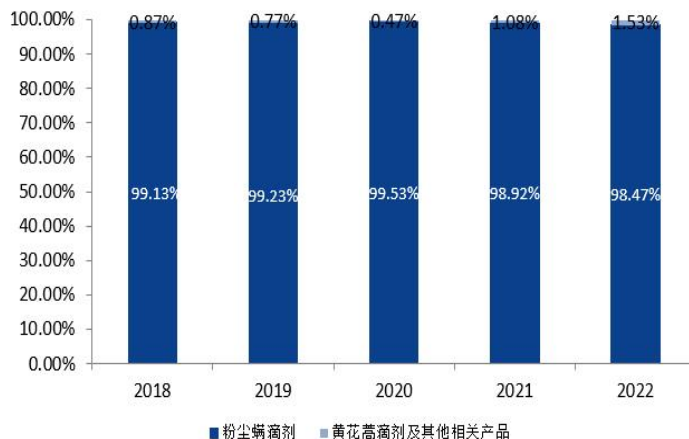
粉尘螨滴剂占据主要收入毛利来源。产品收入结构来看粉尘螨滴剂依然占据公司收入主导地位，2022 年粉尘螨滴剂收入占比为 98.11%，点刺诊断试剂盒收入占比为 0.51%，黄花蒿新产品处于产品销售初期，收入占比 0.93%。2022 年粉尘螨滴剂毛利占比 98.47%，仍作为公司毛利主要来源。

图 4: 2018-2022 公司收入结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 2018-2022 公司毛利结构

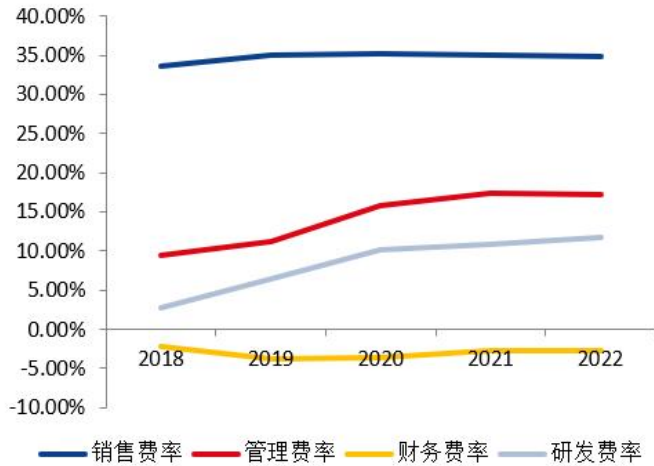


资料来源: Wind, 华金证券研究所

期间费用率逐步提升。2018-2022 年公司期间费用率有所上升，由 40% 增长至 49%，主要是研发费率和管理费率明显上升，销售费率基本稳定，财务费用率逐年下降。

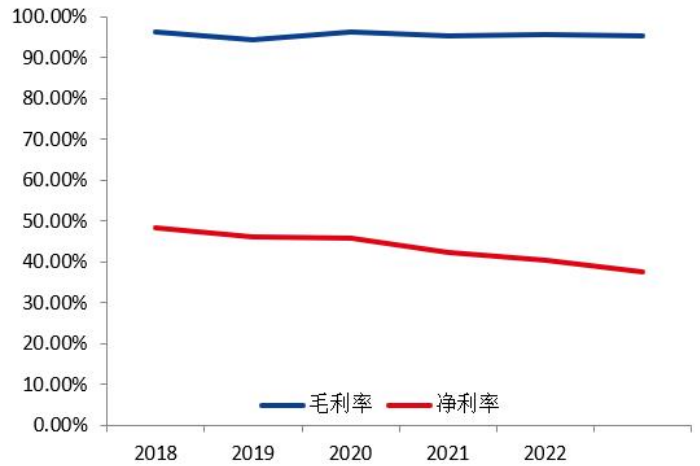
高水平毛利率与净利率展现产品优势。由于脱敏制剂研发历程时间较长，竞争格局良好，盈利能力极强。公司毛利率长期处于 94% 以上，2018-2022 年归母净利润率长期维持在 37% 以上，期间费率升高导致净利率略有下降。

图 6: 2018-2022 期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

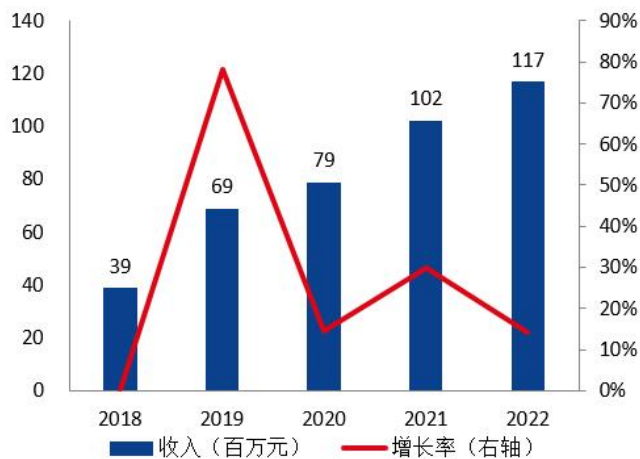
图 7: 2018-2022 三季度报毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

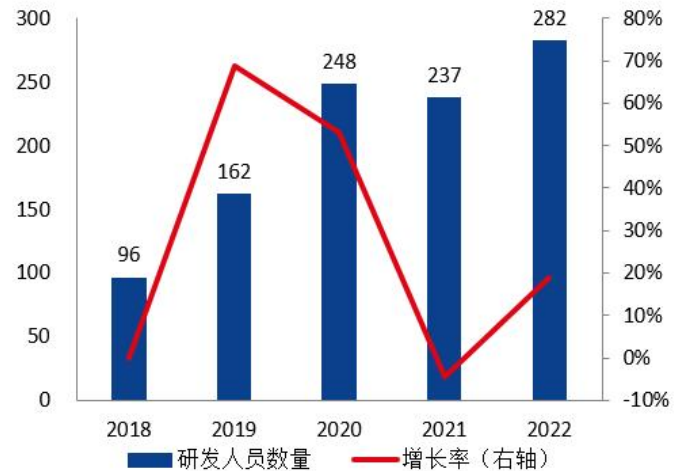
公司重视研发创新, 逐年加大对研发项目投资力度。公司高度重视产品研发, 研发支出占收入的比例从 2018 年的 7.71% 提升至 2022 年的 13.02%, 研发人员数量从 2018 年的 96 人增长到 2022 年的 282 人。重点研发项目包括黄花蒿儿童适应症、尘螨合剂等。

图 8: 2018-2022 研发支出及增长率



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 9: 2018-2022 研发人员变动趋势



资料来源: wind, 华金证券研究所

表 2: 公司在研项目进展

序号	在研产品名称	项目目的	项目进展	项目时间
1	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	本品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) 的儿童患者	CDE 技术审评阶段	2023-04
2	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	II 期临床阶段	2018-03
3	粉尘螨滴剂	用于粉尘螨过敏引起的特性皮炎的脱敏治疗	项目终止已进行计提	2022-12
4	黄花蒿花粉点刺液	用于点刺试验, 辅助诊断因黄花蒿/艾蒿花粉致敏引起的 I 型变态反应性疾病	CDE 技术审评阶段	2023-04
5	白桦花粉点刺液	用于点刺试验, 辅助诊断因白桦花粉致敏引起的 I 型变态反应性疾病	CDE 技术审评阶段	2023-04

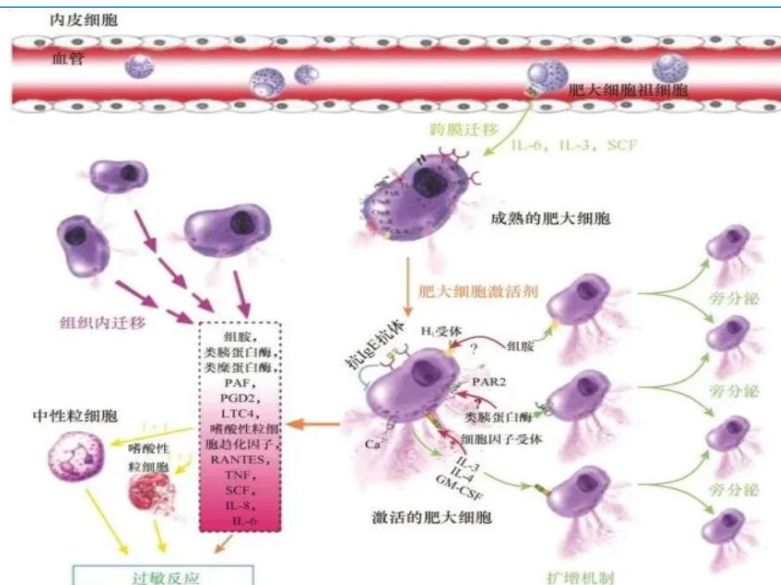
序号	在研产品名称	项目目的	项目进展	项目时间
6	葎草花粉点刺液	用于点刺试验, 辅助诊断因葎草花粉致敏引起的 I 型变态反应性疾病	CDE 技术审评阶段	2023-04
7	悬铃木花粉点刺液等点刺产品	用于点刺试验, 辅助诊断 I 型变态反应性疾病	III 期临床试验阶段	2023-04
8	皮炎诊断贴剂 01 贴	通过斑贴试验, 诊断由镍、铬、钴 3 种金属过敏原引起的变应性接触性皮炎	开展 I 期临床试验阶段	2023-04
9	吸入用苦丁皂苷 A 溶液 (联营公司凯屹医药的研发项目)	支气管扩张	I 期临床试验阶段 (在健康志愿者中单次给药)	2023-04

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

二、脱敏治疗市场前景广阔, 我武为行业龙头

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。发病过程可分成如下三个阶段:(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 IE 类抗体应答。此类抗体可在不结合抗原的情况下, 与肥大细胞或嗜碱性粒细胞表面特异性结合, 从而使机体处于对该变应原的致敏状态。(2) 激发阶段。处于对某变应原致敏状态的机体再次接触相同变应原时, 变应原与致敏的肥大细胞或嗜碱性粒细胞表面的两个或两个以上相邻 IE 抗体特异性结合, 使这类细胞活化, 导致细胞脱颗粒和新介质的合成。(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。

图 10: 过敏发生机制

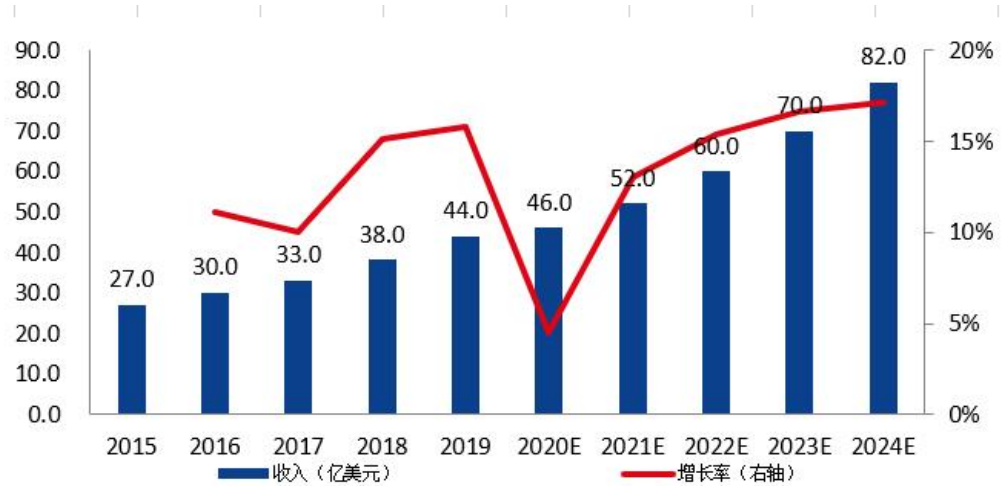


资料来源: 《临床过敏疾病学》何韶衡团队, 华金证券研究所

抗过敏性药物市场保持快速增长。常见过敏性疾病包括过敏性哮喘、过敏性鼻炎、特应性皮炎、过敏性结膜炎、过敏性胃肠炎等, 是临床上的常见病、多发病。据弗若斯特沙利统计, 目前全球总患病率高达 22%, 2019 年全球过敏性药物市场达到 455 亿美元, 预计未来五年复合增速

6.8%，预计 2024 年将达到 630 亿美元。我国过敏性疾病药物市场 2019 年达到 44 亿美元，预计 2024 年增长至 82 亿美元，5 年复合增速 13.2%。

图 11：中国抗过敏性药物市场空间预测



资料来源：康诺亚公告，弗若斯特沙利文，华金证券研究所

对症治疗见效快但不能断根。对症控制治疗治标不治本，目前主流一线用药为糖皮质激素、抗组胺药、抗白三烯药，通过药物控制，缓解病人症状，其特点为见效快，但一旦停药，立即复发，未来接触到相同抗原时会再次复发。

脱敏治疗成为国际上认可的唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法。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。”2001 年，《全球哮喘防治倡议》肯定了高剂量变应原的舌下脱敏治疗对儿童及成人治疗的安全性。2006 年，欧洲变态反应与临床免疫学学会(EAACI)指出，脱敏治疗是唯一可能改变疾病自然进程的对因疗法，应该尽早使用，以防止受累器官的黏膜发生不可逆损伤。

舌下含服脱敏治疗优于皮下注射脱敏治疗。皮下注射是最早的脱敏治疗方式，1911 年 Noon & Freeman 开始试用脱敏疗法来治疗花粉症，至今已有 100 余年的历史，此后逐渐改进治疗方法，并用于治疗其它变应原引起的各种过敏性疾病。舌下含服脱敏治疗引起不良反应发生率要低于皮下注射治疗，通常不良反应症状较轻，可通过减少用药量等方式缓解，一般治疗过程中自行缓解即可。

表 3：脱敏治疗与药物治疗对比

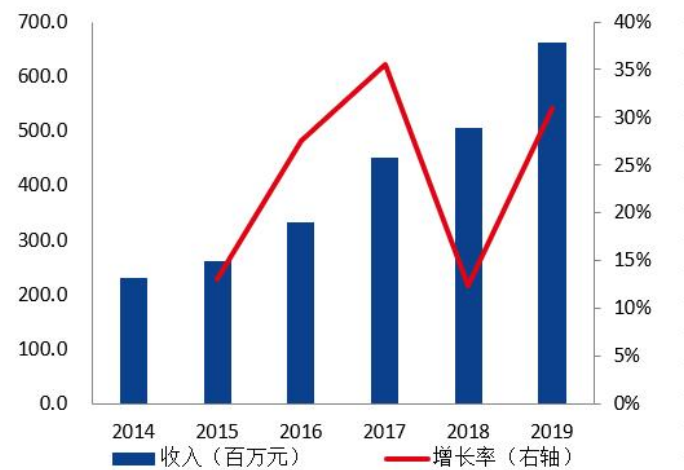
治疗方式	脱敏治疗		药物治疗
作用机理	通过致敏原与患者的反复接触，从而提高患者对该致敏原的耐受性，达到治愈/减少复发的目的； 属对因治疗		一定程度上控制机体对过敏原的免疫应答；属对症治疗
治疗方式	舌下含服	皮下注射	喷剂、片剂
代表药物	粉尘螨滴剂	屋尘螨变应原制剂、螨变应原注射液	抗组胺药、糖皮质激素、白三烯抑制剂、B 受体激动剂等
治疗周期	分治疗/脱敏阶段和维持阶段，一个完整的疗程约需 2-3 年		不提倡长期连续使用，6-8 周为一个治疗周期
费用	完整一个疗程 5000-6700 元	完整一个疗程 5000-8000 元	严重患者需要终身使用，费用较高

治疗方式	脱敏治疗	药物治疗	
治疗效果	安全性高，无创伤药，操作方便，更适用于儿童患者	相较舌下含服安全性较低	治疗效果因人而异，服用期间具有暂时抗过敏效果，停药后如继续接触过敏原会复发。
安全性	不良反应发生率低，多为轻微局部反应，尚未有过致死	不良反应发生率偏高，包括轻度鼻炎或荨麻疹症状，严重会危及生命	较安全，部分产品含有激素成分，不宜长期使用。
便利性	较好，可在任意地点服用治疗，不用低温储存便于携带使用	限制性较强，需要专业医护人员给患者进行治疗，药品需要低温储存，不方便携带	较好，方便携带，部分药品需避光储存
适宜人群	一定程度上能够控制过敏疾病的复发，需要患者坚持连续脱敏，最终能够产期保持抗过敏，甚至达到治愈。		能够较快控制临床症状，但无法改变疾病的自然进程、长期用药后存在明显的副反应

资料来源：中国耳鼻喉咽喉底外科杂志、中国临床医生杂志、华金证券研究所

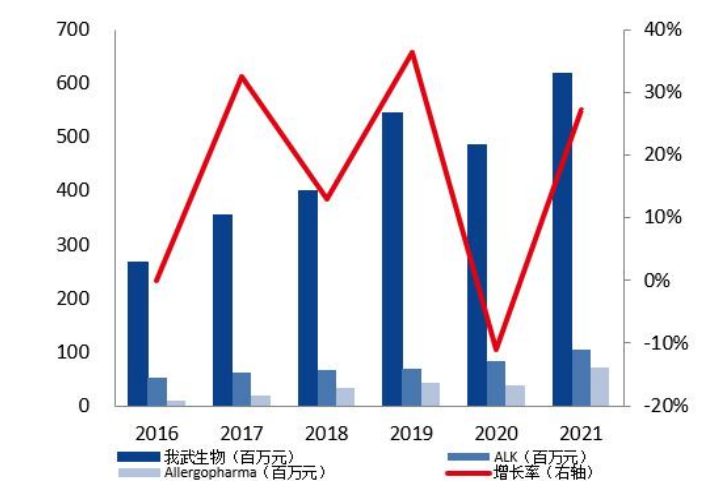
国内脱敏市场规模持续扩大，行业保持快速增长。受益于近年来过敏性疾病高发，作为抗过敏疾病治疗方法之一的脱敏治疗，社会认可度不断提高，中国脱敏治疗市场规模从2016年3.3亿元增长至2019年6.6亿元，呈现快速增长趋势，2021年脱敏治疗市场规模为12.6亿元，随着渗透率持续提升和新的变应原制品上市，中国脱敏治疗行业市场规模仍将持续快速增长。

图 12：2014-2019 国内脱敏市场规模



资料来源：米内数据，华金证券研究所

图 13：2016-2021 年中国脱敏治疗各公司样本医院销售额



资料来源：米内数据，华金证券研究所

国内脱敏市场竞争格局良好，我武生物为行业龙头。目前国内脱敏市场目前主要以我武生物为代表相关公司共有3家。我武生物粉尘螨滴剂在价格，舌下滴服等优势下，国内销售保持领先水平近5年持续市场占比稳定在80%左右，市场竞争格局暂时不会发生大变化。

表 4：国内上市粉尘螨脱敏药物

厂家	药品名称	药品获批日期	使用方式	适应症
我武生物	粉尘螨滴剂	2006	舌下含服	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。
ALK	屋尘螨变	2004年	皮下注射	适应症为用于有屋尘螨致敏史的轻中度过敏性哮喘及/

厂家	药品名称	药品获批日期	使用方式	适应症
	应原制剂			或过敏性鼻炎患者的脱敏治疗。
Allergopharma	螨变应原注射液	1999年	皮下注射	由吸入性变应原诱发、IgE介导的变态反应性疾病：如过敏性鼻炎、过敏性结膜炎、支气管哮喘。

资料来源：米内网，华金证券研究所

国内脱敏市场渗透率较低，市场前景广阔。全球过敏性疾病覆盖 22% 的世界人口，WHO 列为 21 世纪重点防治的三大疾病之一，其中过敏性鼻炎发病率极高。宁夏新闻网报道，欧洲成人变应性鼻炎的患病率达到 17%-29%，美国为 14%。全球过敏性鼻炎的患病人数保守估计已超过 5 亿人。我国拥有庞大的过敏性鼻炎患者群。我国过敏性鼻炎整体患病率为 10%-24%。由于市场认知度低，据 ALK 年报显示脱敏治疗渗透率估计不到 1%，还有巨大的成长空间。

三、粉尘螨滴剂有望保持 20% 以上稳定增长

粉尘螨滴剂疗效显著。公司核心产品“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，是一种改变过敏性疾病自然进程的对因治疗药物。“粉尘螨滴剂”与患者舌下粘膜中的抗原递呈细胞相接触，调节免疫系统中 Th1/Th2 淋巴细胞之间的免疫平衡，并诱导 B 细胞产生阻断性 sIgG 抗体，进而发挥免疫调节的作用。患者再次接触该变应原时，过敏症状明显减轻甚至完全消失，达到治疗的目的，是一种针对过敏性疾病的病因治疗。

图 14：粉尘螨滴剂产品展示



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 15：粉尘螨滴剂产品展示



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

粉尘螨滴剂不良反应率低，过敏性鼻炎改善效果明显。临床研究数据显示，粉尘螨滴剂舌下脱敏疗法对过敏性鼻炎患者临床症状改善效果明显，抗过敏药物用量更少，对过敏性鼻炎及过敏性鼻炎可明显改善临床症状且远期疗效，在治疗疾病和预防疾病起到双重作用。

全年龄段覆盖使用，粉尘螨滴剂治疗效果好。江苏省中西医结合医院耳鼻喉科团队开展了舌下含服粉尘螨滴剂治疗不同年龄组变应性鼻炎患者的分阶段效果观察的临床试验，共纳入 142 人，分为 <14 岁组和 ≥14 岁年龄组，均使用粉尘螨滴剂进行治疗，实验数据表明，<14 岁年龄组与 ≥14 岁年龄组治疗 6 个月、1 年、2 年后这三个时间点的鼻部症状总评分 (TNSS)、鼻部体征评分及鼻部症状的 VAS 评分，均较治疗前降低，较治疗前的差异均有统计学意义 (P<0.05)。实验说明舌下含服免疫治疗 (SLIT) 不仅能够预防哮喘的发生，同时还能有效地治

疗哮喘和防止变应性鼻炎向过敏性哮喘转变。舌下含服免疫治疗（SLIT）能够显著改善变应性过敏患者的鼻塞、鼻痒、喷嚏、流涕等症状，减少抗过敏药物的使用，较大程度地改善患者的主观感受在治疗周期内随着时间的延长，这种改善程度也会表现得越来越显著。实验中并未发现严重不良反应。

图 16：两组鼻部症状评分比较(x±s, 分)

组别	治疗前 ($\bar{x} \pm s$)	治疗 6 个月 ($\bar{x} \pm s$)	治疗 1 年 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]	治疗 2 年 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]
<14 岁年龄组 (n=52)	7.69 ± 1.55	3.79 ± 1.04*	2 (2, 3)*	1 (1, 1)*
≥14 岁年龄组 (n=90)	8.06 ± 1.57	3.82 ± 1.06*	2 (2, 3)*	1 (1, 1)*
t/Z 值	-1.331	-0.185	0.678	1.272
P 值	0.185	0.854	0.498	0.225

*与本组治疗前比较, P<0.05。

组别	治疗前 ($\bar{x} \pm s$)	治疗 6 个月 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]	治疗 1 年 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]	治疗 2 年 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]
<14 岁年龄组 (n=52)	2.19 ± 0.63	1 (1, 2)*	1 (0, 1)*	0 (0, 0.5)*
≥14 岁年龄组 (n=90)	2.34 ± 0.60	1 (1, 2)*	1 (0, 1)*	0 (0, 1)*
t/Z 值	-1.428	-0.808	-0.866	-0.771
P 值	0.156	0.432	0.460	0.564

*与本组治疗前比较, P<0.05。

组别	治疗前 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]	治疗 6 个月 ($\bar{x} \pm s$)	治疗 1 年 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]	治疗 2 年 [M (P ₂₅ , P ₇₅)]
<14 岁年龄组 (n=52)	7 (6, 8)	3.23 ± 0.92*	2 (1, 2)*	1 (1, 1)*
≥14 岁年龄组 (n=90)	8 (7, 9)	3.81 ± 1.18*	2 (1, 3)*	1 (1, 1)*
Z/t 值	-2.176	-3.050	-1.131	-1.103
P 值	0.024	0.003	0.258	0.249

*与本组治疗前比较, P<0.05。

资料来源：中国医学创新期刊，华金证券研究所

舌下含服免疫治疗（SLIT）对儿童脱敏治疗效果优异。湖南省儿童医院耳鼻咽喉科团队开展了舌下含服粉尘螨滴剂治疗儿童过敏性鼻炎的临床试验，共纳入 600 人，常规基础抗过敏治疗组（300 例）和舌下含服粉尘螨滴剂组（300 例）进行临床效果比较。实验数据表明，两组患儿治疗后鼻痒、鼻塞、喷嚏、流涕评分及临床症状总分均显著低于治疗前（P < 0.05）且舌下含服粉尘螨滴剂组患儿治疗的总有效率 96.7%（290/300）显著高于常规基础抗过敏治疗组 80.0%（240/300）（P < 0.05）。舌下含服粉尘螨滴剂组患儿的不良反应发生率为 0，显著低于常规基础抗过敏治疗组 10.0%（30/300）（P < 0.05）。生活质量两组患儿治疗后的鼻部症状、眼部症状、睡眠、相关行为均有所减缓，差异较小。

图 17：两组患儿治疗前后的临床症状积分变化情况比较

组别	n	鼻痒	鼻塞	喷嚏	流涕	总分
舌下含服粉尘螨滴剂组	300	7.9±1.3	8.5±1.2	6.5±1.9	7.1±1.9	8.1±1.6
		3.3±1.0**	3.6±1.2**	3.3±1.1**	3.4±1.1**	4.7±1.5**
常规基础抗过敏治疗组	300	7.9±1.3	8.5±1.1	6.4±1.8	7.1±1.9	8.0±1.5
		5.3±1.4#	6.0±1.2#	5.6±1.4#	5.3±1.4#	6.2±1.4#

注：#与同组治疗前比较， $P<0.05$ ；*与常规基础抗过敏治疗组比较， $P<0.05$

组别	n	显效	有效	无效	总有效
舌下含服粉尘螨滴剂组	300	170 (56.7)	120 (40.0)	10 (3.3)	290 (96.7)
常规基础抗过敏治疗组	300	130 (43.3)	110 (36.7)	60 (20.0)	240 (80.0)

注：两组总有效率比较， $\chi^2=12.83$ ， $P<0.05$

组别	n	口腔局部麻木瘙痒	头晕	其他	总发生
舌下含服粉尘螨滴剂组	300	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
常规基础抗过敏治疗组	300	10 (3.3)	20 (6.7)	0 (0)	30 (10.0)

注：两组总不良反应发生率比较， $\chi^2=11.14$ ， $P<0.05$

组别	n	鼻部症状	眼部症状	睡眠	相关行为	日常活动	总分
舌下含服粉尘螨滴剂组	300	3.16±1.01	2.25±0.60	2.84±0.91	2.22±0.71	2.42±0.80	12.52±2.03
		2.35±0.48**	1.33±0.26**	1.96±0.53**	1.48±0.26**	1.71±0.55**	8.51±1.82**
常规基础抗过敏治疗组	300	3.14±1.03	2.24±0.61	2.83±0.90	2.21±0.70	2.43±0.81	12.51±2.02
		2.75±0.52#	1.79±0.33#	2.40±0.51#	1.85±0.31#	2.07±0.56#	10.32±1.52#

资料来源：中国耳鼻咽喉头颈外科期刊，华金证券研究所

粉尘螨滴剂需长期使用，具备重磅产品市场潜力。用药分为递增阶段和维持阶段：（1）递增阶段使用 1-3 号滴剂，患者从 1 号低浓度产品开始，逐步替换到 2 号和 3 号高浓度产品，每个产品使用一周共计三周；（2）维持阶段分为儿童和成人，儿童从第四周起使用 4 号滴剂并持续至疗程结束。成人从第四周使用 4 号滴剂，两周后替换为 5 号滴剂并持续至疗程结束。整体用药疗程预计 3-5 年。脱敏治疗持续时间长，患者需持续用药，复购率高，具有发展成重磅品种的市场潜力。

表 5：粉尘螨滴剂使用方法

适应症	使用方法：产品规格为 2ml，共 40 滴来计算使用天数				
	粉尘螨滴剂 1 号	粉尘螨滴剂 2 号	粉尘螨滴剂 3 号	粉尘螨滴剂 4 号 (维持量-儿童)	粉尘螨滴剂 5 号 (维持量-成人)
时间	第一周	第二周	第三周	第四周	第六周
第一天	1 滴	1 滴	1 滴	3 滴	2 滴
第二天	2 滴	2 滴	2 滴	3 滴	2 滴
第三天	3 滴	3 滴	3 滴	3 滴	2 滴
第四天	4 滴	4 滴	4 滴	3 滴	2 滴
第五天	6 滴	6 滴	6 滴	3 滴	2 滴
第六天	8 滴	8 滴	8 滴	3 滴	2 滴
第七天	10 滴	10 滴	10 滴	3 滴	3 滴
费用	31 元 1 支	40 元 1 支	48 元 1 支	98 元 1 支	123 元 1 支

资料来源：公司公告，华金证券研究所

粉尘螨滴剂使用更方便且价格更低。目前我武生物的粉尘螨滴剂（舌下滴剂）是国内唯一上市的口服脱敏治疗药物。ALK 和 Allergopharma 的脱敏药物均为注射剂型，临床应用不如粉尘螨滴剂方便。从治疗费用来看，粉尘螨滴剂 3 年应用费用约为 6638 元，竞品需要 8400-10360 元，由于治疗费用全部自费，粉尘螨滴剂的价格优势也非常明显。

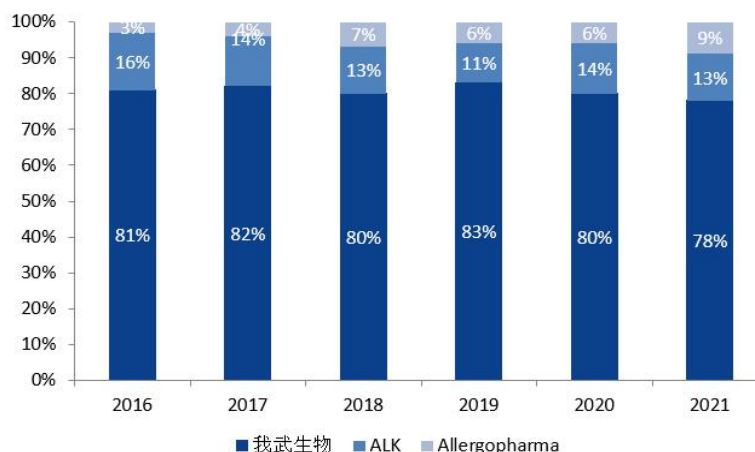
表 6：粉尘螨滴剂竞品价格比较图

名称	厂商	第一年使用费用	第二年使用费用	第三年使用费用	总计金额
粉尘螨滴剂	我武生物	前四周使用对应型号，第五周至 1 年内使用 5 号	每日 1 次，每次 2 滴	每日 1 次，每次 2 滴	6638
		2210	2214	2214	
屋尘螨变应原制剂	ALK	初期治疗每周注射一次，约 15 周，后续 2 周注射一次	4-8 周注射一次，平均 6 周注射一次，每次 1ml	4-8 周注射一次，平均 6 周注射一次，每次 1ml	8400
		4760	1820	1820	
螨变应原注射液	Allergopharma	初期治疗每周注射一次，约 15 周，后续 4-6 周注射一次	4-8 周注射一次，平均 6 周注射一次，每次 1ml	4-8 周注射一次，平均 6 周注射一次，每次 1ml	10360
		5000	2680	2680	

资料来源：公司公告，药智数据，华金证券研究所

粉尘螨滴剂在脱敏治疗领域市占率第一。由于粉尘螨使用方便且价格优势显著，占据了国内脱敏治疗行业龙头。米内网数据显示 2021 年粉尘螨滴剂在样本医院的市占率达到 78%，远超竞争对手 ALK 和 Allergopharma。

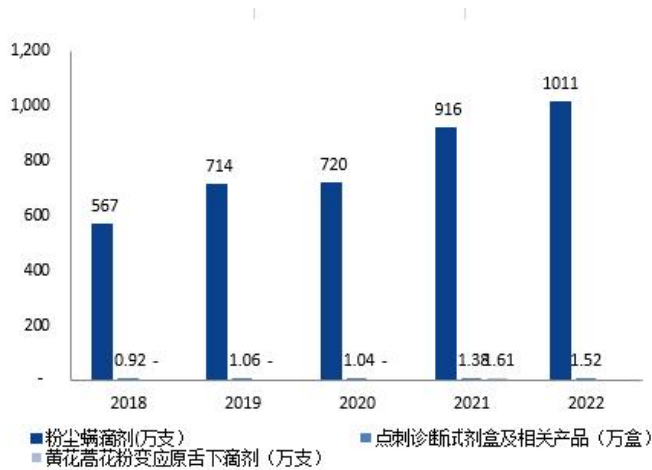
图 18：2016-2021 年我国脱敏市场粉尘螨滴剂各公司市场占比



资料来源：华经产业研究院，华金证券研究所

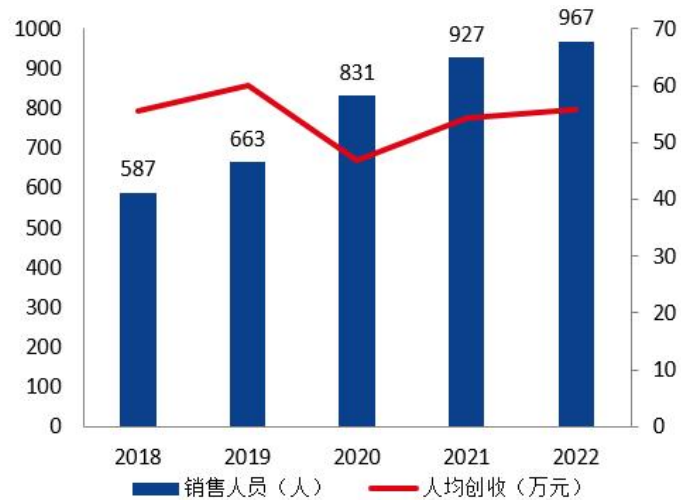
销售人均创收稳定，粉尘螨滴剂销量逐年攀升。公司持续开拓业务市场、增加销售人员人数，2018 至 2022 粉尘螨滴剂销量由 567 万支增长至 2022 年 1011 万支，复合增速 12.28%。近 5 年销售由 587 人提升至 967，人均创收稳定在 54 万元左右，疫情结束后公司有望进一步提升。

图 19: 2018-2022 公司产品销量趋势



资料来源: 华经产业研究院, 华金证券研究所

图 20: 2018-2022 公司销售人员人数及人均创收



资料来源: 米内数据, 华金证券研究所

粉尘螨滴剂市场有 5 倍以上成长空间。我国过敏性鼻炎患病率达到 17.8%，中重度患者比例约为 35.2%，这部分人群是粉尘螨脱敏治疗的目标人群。脱敏治疗的成功率约为 85%-95%，未治愈患者脱落率 10% 计算。

假设过敏性鼻炎患者里中重度才接受脱敏治疗，过敏性哮喘均可接受脱敏治疗。根据全球脱敏治疗渗透率 12% 预计中国渗透率到达 5%，公司市场占有率 79%，**预计粉尘螨滴剂市场空间约 44 亿元。**随着社会工业化程度提高，国内生活环境改善，饮食结构改变，生活压力增加，缺乏体育锻炼等因素，我国亚健康群体日益剧增，使得国内免疫力低下群体不断增加，过敏体质人群攀升，过敏性疾病技术日渐上升，粉尘螨滴剂会需求不断增长。

表 7: 粉尘螨滴剂市场空间测算

粉尘螨滴剂适应症	过敏性鼻炎	过敏性哮喘
中国人口(万人)	141175	-
患病率	17.8%	-
患病人数(万人)	24847	3047
并发患病率		79%哮喘患者并发鼻炎
中重度患病率	35%	-
中重度患病人数(万人)	8746	640
粉尘螨患病比率	59.0%	59.0%
可接受粉尘螨滴剂治疗总人数(万人)	5160	377
脱敏治疗渗透率	5.0%	5.0%
接受粉尘螨滴剂治疗人数(万人)	619	45
我武生物市场占有率	79%	79%
治愈率	85%-95%	85%-95%
未治愈患者脱落率	10.0%	10.0%
年化费用	2210	2210
市场空间(万元)	410019	29657
总计市场空间(万元)		439676

资料来源：国家统计局，中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 修订版），儿童变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 年修订版），华金证券研究所

四、黄花蒿滴剂销售额有望超过粉尘螨滴剂

黄花蒿花粉变应原舌下滴剂是用于黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎（或伴有结膜炎）的特异性免疫治疗。黄花蒿滴剂的瓶装容量及使用方法与粉尘螨滴剂类似，分为递增阶段 1-4 号，5 号作为维持阶段持续使用，全年费用约为 12000 元。药品于 2021 年 1 月获得国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》，2021 年 5 月，公司正式开始销售。

黄花蒿滴剂使用方式：用药分为递增阶段和维持阶段：（1）递增阶段使用 1-4 号滴剂，患者从 1 至低浓度产品开始使用，逐步替换到 4 号高浓度产品，每个产品使用一周共计四周；（2）维持阶段成人目前使用 5 号滴剂并持续至疗程结束。整体用药疗程预计 3-5 年。

表 8：黄花蒿滴剂使用方法

使用方法：产品规格为 2ml，共 40 滴来计算使用天数					
适应症	黄花蒿滴剂 1 号	黄花蒿滴剂 2 号	黄花蒿滴剂 3 号	黄花蒿滴剂 4 号	黄花蒿滴剂 5 号 (维持量)
时间	第一周	第二周	第三周	第四周	第五周-第六周
第一天	1 滴	1 滴	1 滴	1 滴	1-3 滴
第二天	2 滴	2 滴	2 滴	1 滴	1-3 滴
第三天	3 滴	3 滴	3 滴	3 滴	2-3 滴
第四天	4 滴	4 滴	4 滴	5 滴	2-3 滴
第五天	5 滴	5 滴	5 滴	5 滴	3 滴
第六天	5 滴	5 滴	5 滴	5 滴	3 滴
第七天	5 滴	5 滴	5 滴	5 滴	3 滴
费用	108 元 1 瓶	128 元 1 瓶	148 元 1 瓶	168 元 1 瓶	498 元 1 瓶(可用两周)

资料来源：Wind，华金证券研究所

尘螨和花粉是引起过敏性疾病最重要的过敏原。国内过敏原中尘螨和花粉过敏占据主导地位，粉尘螨过敏的患者数量略大于对屋尘螨过敏的患者人数。中国花粉症发病率为 0.5%~1%，高发地区可达到 5%，是我国北方最常见的呼吸道变态反应性疾病之一，例如北京地区花粉过敏发病率为 2.51%。我国蒿属植物的花粉产量大，空气中浓度高，致敏性强，原蒿属花粉致敏率达 28.6%。春季花粉过敏最佳特异性免疫治疗时期是 6 月至次年 2 月；秋季花粉过敏最佳特异性免疫治疗时期是 10 月至次年 7 月。

春秋季花粉症高发，北方地区人数居多。我国不同地区因气候条件不同，植物的物候特征各不相同，根据花粉的传播情况可分为 2 个高峰期。第 1 个高峰期出现在春季，以乔木开花为主，包括松科，柏科、杨属及桑科等。第 2 个高峰期出现在秋季，此时致敏性强的草本植物开花较多，包括蒿属、葎草属、豚草属、藜科及苋科等。由于此时气候逐渐干燥加之植物花粉致敏性强，有利于花粉传播，因此我国秋季花粉症发病人数最多，且在北方尤为突出。

图 21：中国主要城市气传花粉植物种类与分布

表 1 中国主要城市气传花粉植物的种类及构成(1986 年 1 月至 2013 年 12 月)

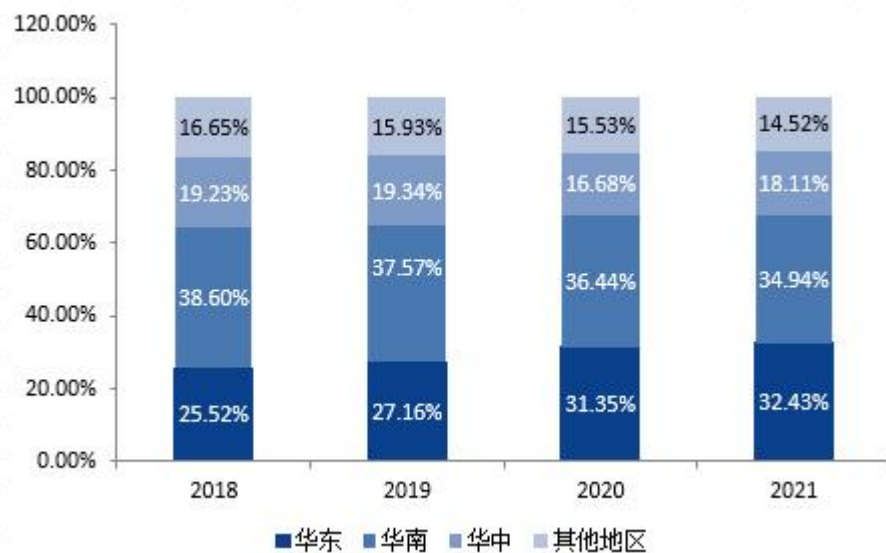
Table 1 Species and composition of airborne pollen plants in the major cities of China (January 1986 to December 2013)

气传花粉植物	北京	上海	深圳	天津	成都	武汉	南昌	福州	哈尔滨	长春	西安	太原	石家庄	济南	南京	昆明	重庆	银川	西宁	拉萨	呼和浩特	南宁	海口	丽江	中山
松属	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+
菊科	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
杨属	+	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	+	-	-	+	-
柳属	+	-	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	-	+	-	-	+	-	+	-	+	-	-	-	-
苋属	+	-	-	-	+	-	+	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	-	-	+	-	-	-	+
悬铃木属	+	+	-	-	-	+	-	-	-	-	+	-	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
葎草属	-	+	-	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-
禾本科	-	+	+	+	+	-	+	+	-	-	-	-	+	-	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+
杉属	-	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+
柏属	-	+	-	-	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-	+	+	+	-	+	+
蒿属	-	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+
藜属	+	-	-	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	-	-	-	-	+	-	+	+	+	-	-	-
榆属	-	-	-	-	+	-	-	-	+	+	-	+	-	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-
桑科	+	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	+
蔷薇科	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-
丁香属	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：中华临床免疫和变态反应杂志，华金证券研究所

黄花蒿粉滴剂产品积极拓展华北市场。2021 年公司上市的黄花蒿滴剂主要受众群体为华北市场的蒿草过敏患者，未来会加速带动公司北方市场增长。北方的绝大部分医院都有花粉过敏脱敏治疗的需求。根据 2022 年中报披露已经有 80 家医院进行销售，公司未来会进一步拓展医院数量。

图 22：公司各地区销售占比图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

黄花蒿滴剂脱敏治疗效果显著。国内医学团队针对 71 名花粉症患者进行随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床试验，设置实验对照组（安慰剂）24 人和舌下免疫疗法 47 人两组，实验通过第一次和第二次花粉峰期对舌下免疫疗法 SLIT 进行评估，开始和结束后分别采集血液和鼻腔分泌物，评估 T 细胞和炎症介质。实验表明：季节性的黄花蒿舌下免疫疗法治疗 16 周后，血液

中的 Th2 细胞显著降低，nTreg 和 Tr1 细胞增加；与预处理相比，治疗后第 16 周和 32 周的鼻分泌物中的半胱氨酸蛋白酶抑制剂 1 (CST1) 升高。总体来说，黄花蒿 SLIT 治疗后，17/47 名患者出现了轻度局部不良反应 (AEs)，2 名患者出现了轻度全身性不良反应 (AEs)，是治疗黄花蒿急性呼吸道感染安全有效的治疗方法。

表 9：两组不同时间鼻部症状总评分 (TNSS) 比较

	治疗前 (x±s)	治疗 32 周后 (x±s)
舌下免疫疗法 (SLIT)	9.45±1.68	6.16±2.27
对照组安慰剂	9.29±2.09	9.05±2.40
P 值	P < 0.001	P < 0.001

资料来源：© 2020 EAACI and John Wiley and Sons A/S. Published by John Wiley and Sons Ltd., 华金证券研究所

花粉症脱敏治疗研发时间交较长，早起布局竞争对手较少。黄花蒿花粉变应原舌下滴剂，适应症十变应性鼻炎(成人)，2013 年开始临床 1 期，到 2021 年 1 月才获批上市，历时超过 7 年。脱敏治疗临床试验难度较大，时间较长，公司进入行业多年，拥有核心技术及临床基础，具备经验优势，后续竞争企业还需要更长追赶时间。

市场预测：与粉尘螨滴剂类似，假设过敏性鼻炎患者中中重度才接受脱敏治疗；仅得过敏性哮喘均可接受脱敏治疗。因黄花蒿滴剂产品为 21 年新上市产品，市场培育期较短，药品渗透率极低，假设我们以粉尘螨滴剂渗透率一半进行预计（成人 3%，儿童 6%），脱敏治疗治愈率 85%-95%，未治愈患者自然脱落率 10% 计算，黄花蒿滴剂市场空间成人市场预计 67 亿元。

儿童适应症等待获批，开拓新市场空间。2022 年 1 月，本品完成了儿童鼻炎 III 期临床试验，获得了黄花蒿花粉变应原舌下滴剂儿童鼻炎 III 期临床试验总结报告；2022 年 2 月，黄花蒿花粉变应原舌下滴剂扩展儿童适应症人群的药品补充申请获得正式受理。根据《儿童过敏基因检测白皮书 2019》显示，我国花粉过敏症及轻度鼻过敏的发病率在调查地区高达 17.8%，夏秋季花粉过敏症一般多见于 15~40 岁，少年患者也不少。未来儿童市场能够带来 29 亿新市场空间，合计黄花蒿滴剂约 97 亿市场空间。今后随着经济的迅速发展，工业化程度越来越高，我国花粉过敏症的发病率也会不断升高，黄花蒿滴剂将会成为公司第二个核心大单品。

表 10：黄花蒿滴剂市场空间测算

黄花蒿滴剂适应症	成人过敏性鼻炎	儿童过敏性鼻炎（申请获批中）
中国人口（万人）	115837	25338
患病率	18%	18%
患病人数（万人）	20619	4510
中重度患病率	35%	35%
中重度患病人数（万人）	7258	1588
黄花蒿患病比率	29%	29%
可接受黄花蒿滴剂治疗总人数（万人）	2076	454
脱敏治疗渗透率	3%	6%
接受黄花蒿滴剂治疗人数（万人）	104	23
治愈率	85%-95%	85%-95%
未治愈自然脱落率	10%	10%
年化费用	12000	12000

黄花蒿滴剂适应症	成人过敏性鼻炎	儿童过敏性鼻炎（申请获批中）
市场空间（万元）	672544	294223
总计市场空间（万元）	966767	

资料来源：中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 修订版），儿童变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 年修订版），华金证券研究所

黄花蒿滴剂相较粉尘螨滴剂市场空间潜力更大：黄花蒿滴剂作为目前国内唯一批准上市的脱敏治疗花粉过敏性鼻炎滴剂，具备快速起步并占领市场的竞争优势；黄花蒿滴剂年化费用较高是粉尘螨滴剂的 6 倍，我们测算黄花蒿滴剂峰值预期销售额超过粉尘螨滴剂 52 亿元/年，伴随公司未来在华北地区大力拓展，市场逐步上量，未来销售额有望超过粉尘螨滴剂。

表 11：公司主要产品销售峰值预期对比

品种	目标人群数量 (万人)	地区分布	使用方法	人均年化费用 (元/年)	峰值预期销售额 (亿元/年)
粉尘螨滴剂	280	华南、华东地区	舌下含服	2210	43.97
屋尘螨变应原制剂	90	华北地区	舌下含服	12000	96.68

资料来源：中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022 修订版），华金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

1、盈利预测和假设

- 粉尘螨滴剂稳步增长：**国内竞争格局依然良好，方便携带、相较竞品价格优势，未来随着产品患者对脱敏治疗认知逐步提高，渗透率不断提高。我们预计 2023-2025 年的销售为 10.9/13.1/16 亿元，增速分别为 25%/20%/20%。
- 黄花蒿滴剂进入快速放量期：**花粉过敏作为过敏性鼻炎主要过敏原，国内目前唯一上市的脱敏产品为黄花蒿变应原脱敏药物（畅皓），没有竞争产品压力。儿童适应症获批后会加快扩大销售市场。我们预计，2023-2025 年的销售为 16.6/44.8/74 百万元，增速分别为 100%/170%/65%。
- 点刺诊断试剂盒及相关产品：**试剂盒主要与粉尘螨滴剂黄花蒿滴剂配套使用，我们预计，试剂盒与滴剂形成协同增长趋势，粉尘螨滴剂试剂盒及相关产品 2023-2025 增速为 25%/20%/22%。黄花蒿滴剂试剂盒及相关产品 2023-2025 增速为 100%/170%/65%
- 研发服务：**我们预计公司未来研发服务增速为 25%/20%/20%。

表 12：收入拆分和盈利预测（单位：百万元）

产品	2021	2022	2023E	2024E	2025E
粉尘螨滴剂	795.98	879.08	1098.86	1318.63	1608.73
Yoy		26.14%	10.44%	25.00%	20.00%
				20.00%	22.00%

产品	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	96.09%	95.74%	96.00%	96.00%	96.00%
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	-	8.31	16.61	44.85	74.00
Yoy	-	100.00%	100.00%	170.00%	65.00%
毛利率	-	100.00%	96.00%	95.50%	95.00%
粉尘螨皮点刺诊断试剂盒及相关产品	4.78	4.69	5.86	7.04	8.59
Yoy	98.48%	-1.79%	25.00%	20.00%	22.00%
毛利率	-	-	91.47%	88.63%	87.19%
黄花蒿滴剂(儿童)及相关点刺试剂盒	-	0.00	0.50	1.35	2.22
Yoy	-	-	100.00%	170.00%	65.00%
毛利率	-	-	95.00%	95.00%	95.00%
研发费用	3.26	3.93	4.92	5.90	7.20
Yoy	16.87%	20.67%	25.00%	20.00%	22.00%
总收入	807.69	896.02	1,126.75	1,377.76	1,700.73
Yoy	26.95%	10.94%	25.75%	22.28%	23.44%
毛利率	95.74%	95.39%	95.87%	95.84%	95.80%

资料来源：华金证券研究所

2、估值与投资评级

考虑公司业务核心产品集中，产品毛利率较高和公司未来发展定位，我们参考行业中爱博医疗、欧普康氏、时代天使、时代天使及明月镜片作为可比公司，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.47/5.44/6.71 亿元，增速分别为 28%/22%/23%，对应 PE 分别为 52/43/35 倍。考虑到粉尘螨滴剂恢复快速增长，黄花蒿滴剂有望成为另一个重磅品种，我们首次覆盖，给予“买入”建议。

表 13：可比公司情况

代码	公司	市值(亿元、港元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688050.SH	爱博医疗	228	3.17	4.38	5.94	69	50	37
300595.SZ	欧普康视	289	0.9	1.16	1.46	36	28	22
6699.HK	时代天使	160	1.56	1.96	2.47	53	42	34
300573.SZ	兴齐眼药	154	3.70	6.11	8.62	47	28	20
301101.SZ	明月镜片	88	1.25	1.56	1.96	53	42	34
平均值						52	38	29
300357.SZ	我武生物	232	4.47	5.44	6.71	52	43	35

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价。

六、风险提示

粉尘螨滴剂或黄花蒿滴剂销售不及预期。粉尘螨滴剂虽然市占率一直排名第一，但也可能由于竞品竞争出现销售不及预期的风险。黄花蒿滴剂仍处于市场导入阶段，进院和处方进度有可能会出现不及预期的风险。

产品招标降价。医保局持续推动药品集采降价，各省市招标挂网也会要求降价，粉尘螨滴剂和黄花蒿滴剂均为独家产品且均为自费产品，不排除极小概率的招标降价风险。

研发不及预期。新产品研发时间长、研发投入高、研发风险大，可能会出现研发不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1342	1477	1694	2089	2526	营业收入	808	896	1127	1378	1701
现金	650	841	949	1271	1563	营业成本	34	41	47	57	71
应收票据及应收账款	238	254	365	392	542	营业税金及附加	4	5	6	7	8
预付账款	7	11	4	12	8	营业费用	282	312	394	482	594
存货	54	48	62	91	99	管理费用	52	48	62	79	98
其他流动资产	393	323	314	322	314	研发费用	88	106	136	167	208
非流动资产	590	721	806	888	990	财务费用	-22	-24	-29	-37	-48
长期投资	83	78	72	66	59	资产减值损失	-2	-46	0	0	0
固定资产	153	202	293	379	477	公允价值变动收益	-0	-1	1	1	0
无形资产	176	189	212	225	234	投资净收益	6	4	3	4	4
其他非流动资产	178	251	229	218	221	营业利润	393	396	515	627	773
资产总计	1932	2198	2500	2977	3517	营业外收入	1	3	2	2	2
流动负债	108	103	76	124	113	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	393	399	517	629	775
应付票据及应付账款	5	8	4	8	4	所得税	67	63	83	103	126
其他流动负债	103	95	72	116	109	税后利润	326	336	433	526	648
非流动负债	27	68	68	68	68	少数股东损益	-12	-13	-14	-18	-23
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	338	349	447	544	671
其他非流动负债	27	68	68	68	68	EBITDA	396	396	510	621	765
负债合计	135	171	144	192	181						
少数股东权益	61	47	34	16	-7	主要财务比率					
股本	524	524	524	524	524	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	128	128	128	128	128	成长能力					
留存收益	1084	1328	1628	1994	2444	营业收入(%)	27.0	10.9	25.8	22.3	23.4
归属母公司股东权益	1736	1980	2322	2769	3343	营业利润(%)	22.2	0.8	30.1	21.8	23.3
负债和股东权益	1932	2198	2500	2977	3517	归属于母公司净利润(%)	21.4	3.2	28.2	21.7	23.3
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	95.7	95.4	95.9	95.8	95.8
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	41.8	38.9	39.7	39.5	39.5
经营活动现金流	361	360	289	486	471	ROE(%)	18.2	16.6	18.4	18.9	19.4
净利润	326	336	433	526	648	ROIC(%)	17.8	15.5	17.4	17.7	18.1
折旧摊销	22	22	20	26	32	偿债能力					
财务费用	-22	-24	-29	-37	-48	资产负债率(%)	7.0	7.8	5.8	6.4	5.1
投资损失	-6	-4	-3	-4	-4	流动比率	12.4	14.4	22.2	16.9	22.3
营运资金变动	12	-48	-131	-25	-157	速动比率	11.8	13.7	21.2	16.0	21.3
其他经营现金流	28	78	-1	-1	-0	营运能力					
投资活动现金流	-212	-118	-101	-103	-130	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-90	-111	-80	-60	-50	应收账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
						应付账款周转率	6.4	6.5	8.1	10.1	12.6
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.67	0.85	1.04	1.28	P/E	68.6	66.5	51.9	42.6	34.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.69	0.55	0.93	0.90	P/B	13.4	11.7	10.0	8.4	6.9
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.78	4.43	5.29	6.38	EV/EBITDA	56.2	55.9	43.2	34.9	27.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn