

# 我武生物 技术领先的国内脱敏药物行业龙头

——我武生物(300357)投资价值分析报告

## 投资要点

### 1、公司简介:国内唯一销售舌下含服脱敏药物的厂商

浙江我武生物科技股份有限公司（以下简称“我武生物”或“公司”）是一家专业从事过敏性疾病诊断及治疗产品的研发、生产和销售的生物制药国家级高新技术企业。公司的主导产品“粉尘螨滴剂”是目前国内市场销售的唯一一款舌下脱敏治疗药物，处于垄断地位。公司自2002年成立以来，就一直致力于创新药物的研制，开发的脱敏药物系列不仅给过敏患者带来安全有效的舌下脱敏治疗方式，更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。凭借显著的疗效和良好的性价比，我武生物的脱敏药物产品目前在国内尘螨脱敏治疗药物市场占有率超过60%，市场排名第一，处于行业绝对领先地位。

公司目前已获得新药证书并上市销售的产品包括“粉尘螨滴剂（商品名:畅迪）”和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒（商品名:畅点）”两种。其中，“粉尘螨滴剂”是一种舌下含服脱敏药物，用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏治疗，目前该产品用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎和过敏性结膜炎脱敏治疗的临床试验也在进行中，未来有望进一步开拓新的市场领域；“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”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，属于体内诊断用生物制品。

除上述两款药物外，我武生物还有“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”、“黄花蒿粉滴剂”、“皮炎诊断贴剂”等多个诊断和治疗过敏性疾病的新药物处于研制或推广阶段。其中“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”已完成临床研究；“尘螨合剂”和“黄花蒿粉滴剂”处于临床试验阶段；“皮炎诊断贴剂”已申请药物临床试验批件。新药物的推出，可进一步丰富我武生物的产品线，在增加公司业绩来源的同时，增强公司抗风险能力。

在继续巩固国内市场地位的同时，我武生物还计划将其产品打入海外市场，实现“走出去”战略。目前公司已启动了向多个国家与地区出口药品的注册程序。2011年，公司的“粉尘螨滴剂”获得韩国食品药品监督管理局的药品市场准入。

我武生物此次IPO发行新股1100万股，发行后公司的总股本将达到10,100万股。自然人胡康熙、陈燕霓夫妇通过我武咨询间接控制公司51.81%的股份，为公司实际控制人。

表1:我武生物发行前后股本结构：

股东名称	发行前		发行后	
	所持股份数	股份比例	所持股份数	股份比例
我武咨询	63,500,040	70.5556%	52,328,737	51.81%
东方富海	8,748,000	9.72%	7,209,000	7.14%
利合投资	6,249,960	6.9444%	5,150,430	5.10%
德东和投资	2,502,000	2.78%	2,061,833	2.04%
其他原始股东	9,000,000	10%	9,000,000	8.91%
本次发行股份			25,250,000	25.00%
合计	90,000,000	100%	101,000,000	100.00%

资料来源：招股说明书

### 2、行业分析:看好脱敏治疗药物行业的发展前景

#### 2.1 脱敏治疗药物市场空间巨大

过敏性疾病是发病范围非常广泛的一种疾病，发病率约占全部人口的20%，从新生儿到老人都有可能发病，过敏性鼻炎、过敏性哮喘、过敏性鼻炎等是临床上的常见病和多发病。由于过敏性疾病危害范围较广，WHO 将该疾病列为21世纪重点防治的三大疾病之一，是当前世界性的重大卫生学问题。

针对过敏性疾病的药物治疗可分为对症治疗和对因治疗，对症治疗药物可有效控制部分临床症状，但无法降低过敏性疾病发生，即无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性，停药后无长期持续疗效；药物对因治疗虽然起效较慢，但有可能改变过敏性疾病自然进程，使患者对过敏原敏感程度显著降低，属于消除病因的治疗方法。一般来说，对因治疗比对症治疗更重要。

脱敏治疗是目前唯一一种能够有效治疗过敏性疾病的对因治疗方法。过敏原得到确认后，既无法避免接触，正规的治疗方法又无法取得理想的效果，就有必要进行标准化的对因脱敏治疗。脱敏治疗就是把过敏原配成药剂，患者使用后能够逐渐适应过敏原，直至产生抗体。当患者再次接触该物质时，就不会诱发机体的变态反应，过敏引起的症状也会随之消失或者显著减轻。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。”

由于脱敏治疗优势明显，近年来，我国尘螨脱敏治疗药物市场规模增长迅速，2008年~2012年的年复合增长率达到40.78%，明显高于整个过敏性疾病用药和医药行业整体增长速度。尽管增速较快，但从绝对值来看，尘螨脱敏治疗药物2012年的整体市场规模仅为3.34亿元，占整个过敏性疾病用药市场份额的只有2.65%，可以说，国内脱敏治疗市场还处于起步阶段。未来，随着市场推广步伐的加快和患者对脱敏治疗认知的加深，脱敏治疗药物的市场前景将非常广阔。有机构预测，尘螨脱敏治疗药物市场未来3年的增速将超过35%，到2016年尘螨脱敏市场规模可超过10亿元。

#### 2.2 舌下含服脱敏药物更具市场潜力

脱敏治疗又可分为“皮下注射”和“舌下含服”两种给药方式。皮下注射是最早的脱敏治疗方式，距今已有100余年的历史，但由于皮下注射脱敏治疗可能引起全身副作用、过敏性休克，甚至死亡等安全性问题，严重影响了该治疗方式的推广使用。相比皮下注射，舌下含服脱敏治疗虽然出现较晚，但凭借其安全性高、无创用药、操作简便、易于贮藏和携带等优点，迅速获得医学界认可，《WHO 变应原免疫治疗意见书》认为舌下含服脱敏疗法可以作为皮下注射脱敏疗法的一种替代性治疗方案。

二十多年来，舌下含服脱敏治疗已经被医学界证实为一种有效性与皮下注射相当、安全性和使用方便性具有明显优势的脱敏疗法。此外，由于脱敏治疗是一个长期过程，频繁的

■我武生物是一家专业从事过敏性疾病诊断及治疗产品研发、生产和销售的生物制药高新技术企业。公司的主导产品“粉尘螨滴剂”是目前国内市场销售的唯一一款舌下脱敏治疗药物，处于垄断地位。目前，公司在尘螨脱敏治疗药物（包括舌下含服型脱敏药物和皮下注射型脱敏药物）市场的占有率超过60%，行业排名第一。

■目前市场上大部分过敏治疗药物都属于对症治疗产品，虽然能够有效控制部分临床症状，但无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性，即无法根治；而公司专注的脱敏治疗是目前唯一一种能够有效治疗过敏性疾病的对因治疗方法，该方法能够改变过敏性疾病自然进程，使患者对过敏原敏感程度显著降低，最终有可能消除病因，因此市场前景更加广阔。

■公司主导产品“粉尘螨滴剂”目前仅被批准用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏治疗。目前，公司已计划将该产品的适应症范围延伸到粉尘螨过敏引起的特应性皮炎和过敏性结膜炎的脱敏治疗，该项目已进入二期临床试验阶段。一旦成功，“粉尘螨滴剂”便可开拓新的市场领域，大幅增强该产品的盈利能力。

■除“粉尘螨滴剂”和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”两款在销产品外，公司还有“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”、“黄花蒿粉滴剂”、“皮炎诊断贴剂”等多个诊断和治疗过敏性疾病的新药物处于研制或推广阶段。一旦这些新药物实现市场销售，将大幅增加公司业绩来源，有望实现公司业绩的超预期增长。

■考察近期A股市场创业板生物制药公司的平均市盈率在49倍左右，考虑到我武生物的产品在国内舌下含服脱敏治疗药物市场具有垄断性，且舌下含服脱敏治疗药物行业前景长期看好，基于谨慎性原则，我们给予公司2013年35~40倍市盈率，每股合理价值区间为24.15元~27.6元。公司公告的本次IPO发行价格为20.5元/股，大幅低于合理价值区间，具有较好的投资价值。

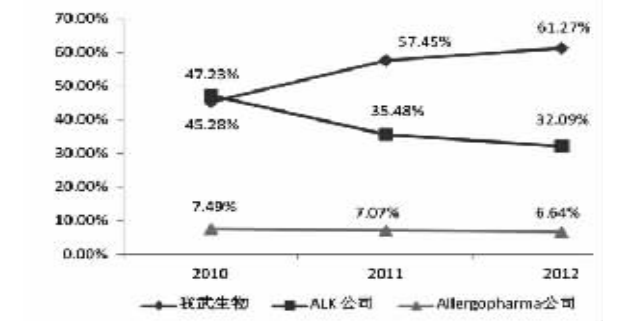
皮下注射不仅给患者带来不便，且可能使患儿和部分成人产生恐惧和抵触心理，而舌下含服可以免去皮下注射给患者带来的痛楚和不便，对于儿童患者尤为适用。鉴于舌下含服脱敏治疗优势明显，预计未来舌下含服脱敏药物市场空间将更为广阔。

从CFDA网站检索到的信息来看，目前国内市场销售的舌下含服脱敏药物仅有我武生物生产的“粉尘螨滴剂（商品名：畅迪）”一款产品，而另外两家变应原制品厂商丹麦ALK-Abello公司和德国Allergopharma公司生产的“屋尘螨变应原制剂”和“螨变应原注射液”均属于皮下注射脱敏药物。可以说，目前国内舌下含服脱敏市场基本被我武生物一家垄断。另外，ALK公司和北京欧亚康桥商贸有限公司申报的舌下含服脱敏药物还处于药品注册临床试验阶段，距市场销售和推广还需要较长时间。

### 3、行业地位:市场份额国内居首

目前国内变应原制品行业处于寡头垄断市场，市场基本被我武生物、丹麦的ALK和德国的Allergopharma三家公司垄断。从2012年的市场占有率情况看，我武生物的尘螨脱敏治疗药物市场占有率为61.27%，行业排名第一，ALK公司市场占有率为32.09%，排名第二，Allergopharma公司市场份额为6.64%，排名第三。值得注意的是，我武生物近几年国内市场份额呈现较快增长趋势，2010年~2012年，公司“粉尘螨滴剂”在同类产品中的市场占有率分别为45.28%、57.45%和61.27%。同比之下，ALK和Allergopharma两家公司的市场份额则呈快速下滑状态，ALK公司2010年~2012年的市场占有率分别为47.23%、35.48%和32.09%；Allergopharma公司2010年~2012年的市场占有率分别为7.49%、7.07%和6.64%。

图1:我武生物市场份额快速扩大



资料来源：公司招股意向书

### 4、竞争优势分析:竞争优势突出，未来前景看好

上述市场数据表明，我武生物在尘螨脱敏治疗药物市场中的竞争优势非常明显，在充分享受行业市场整体增长的同时，还能逐步蚕食竞争对手的市场份额。我们认为，相对现有及潜在竞争对手，我武生物的竞争优势主要体现在产品及市场定位优势、技术研发优势和营销渠道优势三个方面。

#### 4.1 产品国内唯一，市场发展潜力巨大

我武生物的市场定位非常清晰，公司所有产品销售和药品研发均面向过敏疾病的对因治疗和诊断，主要是因为公司看到了过敏疾病对因治疗药物未来巨大的市场潜力。公司目前的主导产品“粉尘螨滴剂（畅迪）”就属于典型的对因治疗药物，相比市面上对症治疗药物，该产品能够改变过敏性疾病自然进程，使患者对过敏原敏感程度显著降低，最终可能消除病因。此外，由于“粉尘螨滴剂”是国

内市场唯一销售的舌下含服脱敏治疗药物，相比注射型脱敏治疗药物，该产品也有安全性高、无创用药、操作简便、易于贮藏和携带等优势，因此，“粉尘螨滴剂”未来的市场开拓潜力极其巨大。

不仅如此，我武生物还计划延伸“粉尘螨滴剂”的治疗范围。“粉尘螨滴剂”目前已批准的适应症为用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘的脱敏治疗，未来公司还打算将该产品的适应症范围延伸到粉尘螨过敏引起的特应性皮炎和过敏性结膜炎的脱敏治疗，目前该项目已进入二期临床试验阶段，一旦成功，“粉尘螨滴剂”便可以开拓新的市场领域，有望带动公司未来业绩超预期增长。

除此之外，我武生物还有“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”等药物，“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”、“黄花蒿粉滴剂”、“皮炎诊断贴剂”等多个诊断和治疗过敏性疾病的新药物处于研制或推广阶段，这些新药物全部面向过敏疾病的对因治疗和诊断。我们认为，一旦这些新药物研发成功并上市销售，必然极大地丰富我武生物的产品线，在增加公司业绩来源的同时，增强公司抗风险能力。

#### 4.2 掌握核心技术，技术研发能力突出

我武生物十分重视研发团队和平台建设，公司目前拥有专业研发人员57人，占全部员工的12.5%，核心技术研发人员均拥有相关生物医药技术领域的多年研发经验。我武生物还非常重视与外部研究机构的交流与合作，目前公司已经与包括首都医科大学附属北京儿童医院、复旦大学附属眼耳鼻喉科医院、中日友好医院等高校、医院或研究机构建立了长期的合作关系。与此同时，公司的研发投入也在不断加大，近几年的研发经费逐年增长，2010年~2012年的研发支出分别为471万元、535万元和751万元，增长势头明显。

一流的研发平台加上巨额的研发投入，使我武生物获得了丰富的研发成果，在变应原制品领域取得了包括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和变应原制品标准化技术平台等在内的一系列核心技术。此外，公司还获授国内发明专利10项、国内实用新型专利1项、欧洲专利1项、美国专利1项和日本专利1项，正在申请国内发明专利4项。

#### 4.3 营销网络遍布全国，逐步向海外扩张

我武生物销售网络遍布全国。产品已在全国26个省、自治区、直辖市和3个军区医疗机构药品集中采购中标，投标中标率高。目前，公司主导产品“粉尘螨滴剂”已在全国约660家医院销售，被复旦大学附属中山医院、华山医院和儿科医院、上海交通大学附属瑞金医院和仁济医院、上海肺科医院等6所医院列入医保支付药品范围，医保支付的比例参照甲类药品执行，为公司的学术推广和后续产品营销提供了良好的基础。

不仅如此，我武生物还计划将产品推向海外市场，实现“走出去”战略。目前，公司已启动向多个国家与地区出口药品的注册程序。2011年2月，“粉尘螨滴剂”获得韩国食品药品监督管理局的药品市场准入。预计未来海外市场有望成为公司重要业绩来源。

### 5.经营情况分析:公司已进入快速增长期

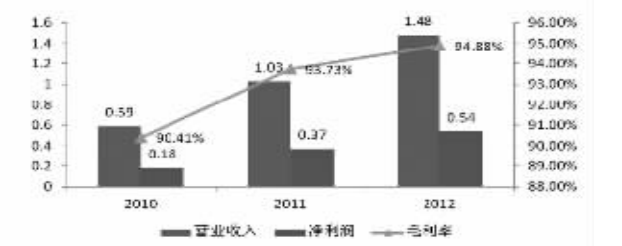
#### 5.1 收入、利润高速增长

财务数据显示，我武生物2010年~2012年的营业收入分别为0.59亿元、1.03亿元和1.48亿元，年复合增长率达到58.38%，远远超过行业平均增长速度。我们认为，我武生物销

售规模的高速增长主要来自两个方面：一是国内尘螨脱敏治疗药物市场规模增长迅速，2008年~2012年的年复合增长率达到40.78%，行业本身的快速增长是推动我武生物近三年业绩高速增长的主要驱动因素之一；另一方面，我武生物市场占有率的大幅提升是推动公司近三年业绩高增长的又一主要驱动因素。招股意向书中的数据显示，2010年~2012年公司“粉尘螨滴剂”在同类产品中的市场占有率分别为45.28%、57.45%和61.27%，呈快速增长趋势。

销售规模快速增长的同时，我武生物的毛利率水平也在稳步提升，2010年~2012年及2013年上半年的毛利率分别为90.41%、93.73%、94.88%和96%。销售额的增长加上毛利率水平的提升，必然导致公司净利润以更快的速度增长。财务数据显示，我武生物近三年归属于母公司股东的净利润分别为1,841万元、3,726万元和5,377万元，年复合增长率为71%，大幅高于营业收入58.36%的增长水平。

图2：公司近三年收入和利润快速增长(单位:亿元)



资料来源：公司财务报告

#### 5.2 产品结构单一，未来有望改善

我武生物目前在上市销售的产品包括“粉尘螨滴剂”和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”两款，其中“粉尘螨滴剂”为公司的主打产品，该产品2012年为公司贡献营业收入1.32亿元，占全部营收的94.52%；“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”用于点刺试验，该产品2012年贡献营收809万元，占整体营收的5.48%。由于该产品还处于市场开发初期，虽然目前收入贡献较小，但增速较快。

上述数据不难看出，我武生物目前的业绩增长主要依赖“粉尘螨滴剂”产品的销售贡献，产品结构较为单一。未来随着“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”产品的市场销售增长，以及“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”等药物、“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”、“黄花蒿粉滴剂”、“皮炎诊断贴剂”等新药物上市销售，我武生物产品结构单一的格局有望很快得到改变，在增加公司业绩来源的同时，进一步增强公司的抗风险能力。

## 6、募投项目与估值

#### 6.1 募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过3,000万股，占发行后总股本的比例不低于25%，募集资金将主要用于年产300万支粉尘螨滴剂技术改造、变应原研发中心技术改造、营销网络扩建及信息化等募投项目的建设。

表2:我武生物募投项目(单位:万元)

募投项目	总投资	使用募投资金
年产300万支粉尘螨滴剂技术改造项目	11427.52	11427.52
变应原研发中心技术改造项目	4429.32	4429.32
营销网络扩建及信息化建设项目	3095.61	3095.61

资料来源：公司招股意向书

近年来，我武生物的“粉尘螨滴剂”产品市场销售增长迅速，2012年全年销量已达到180万支左右，远远大于公司120万支/年的设计产能，已处于严重超负荷生产状态。预计未来公司“粉尘螨滴剂”产品市场销售还将保持高速增长，若不扩大产能，我武生物将面临严重的产能瓶颈，从而制约公司的进一步发展。此次年产300万支粉尘螨滴剂技术改造项目投产后可使公司生产线的设计产能由原来的120万支/年增长到420万支/年，将大幅缓解产品销量快速增长带来的产能压力。

为长期保持公司在同行业中的技术研发优势，我武生物有必要升级现有的研发平台，提高装备水平和引进更多的专业人才。此次变应原研发中心技术改造项目完成后，将大幅增强公司在治疗药物和诊断产品的研发实力，使得公司能够保持产品和技术的持续领先；营销网络扩建及信息化建设项目则能够增强公司的营销能力，尤其是终端控制能力，有利于制定符合市场实际情况的营销政策，及时根据市场的变化调整营销策略，抓住市场机遇，进一步提升公司市场竞争能力。

#### 6.2 盈利预测与估值

综上所述，我们非常看好脱敏治疗药物行业和公司募投项目的发展前景。未来随着患者对脱敏治疗认知的加深，脱敏治疗药物市场今后仍将继续保持快速增长。随着本次IPO募投项目的逐步投产，公司的生产、技术研发和市场营销能力都将大幅提升，我武生物未来在变应原脱敏治疗药物行业的市场份额有望继续扩大。基于以上考虑，我们预计公司2013年~2015年的营业收入分别为1.97亿元、2.55亿元和3.21亿元，同比增长33.11%、29.44%和25.88%；预计2013年~2015年的净利润分别为0.7亿元、0.93亿元和1.2亿元，同比增长29.63%、32.86%和29.03%；对应的归属于母公司股东的每股收益（摊薄）分别为0.69元、0.92元和1.19元。

表3:公司业绩预测

名称	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	148	197	255	321
毛利率	42.98%	33.11%	29.44%	25.88%
归属于母公司股东净利润(百万元)	54	70	93	120
毛利率		29.63%	32.86%	29.03%
总股本(万股)	10100	10100	10100	10100
摊薄每股收益(元)	0.53	0.69	0.92	1.19

考察近期A股市场创业板生物制药公司的平均市盈率在49倍左右，考虑到我武生物的产品在国内舌下含服脱敏治疗药物市场具有垄断性，且舌下含服脱敏治疗药物行业前景长期看好，基于谨慎性原则，我们给予公司2013年35~40倍市盈率，每股合理价值区间为24.15元~27.6元。公司公告的本次IPO发行价格为20.5元/股，大幅低于合理价值区间，具有较好的投资价值。

（深圳怀新企业投资顾问有限公司）（CIS）