

**投资评级 优于大市 维持**

## 处于成长期的脱敏治疗细分领域龙头

### 股票数据

03月31日收盘价(元)	44.59
52周股价波动(元)	25.19-60.75
总股本/流通A股(百万股)	524/458
总市值/流通市值(百万元)	23347/20404

### 相关研究

《脱敏治疗龙头, 主业稳定增长, 新产品呼之欲出》2019.04.12

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.3	-7.8	2.8
相对涨幅 (%)	9.7	0.1	11.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@htsec.com

证书: S0850513080005

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

### 投资要点:

- 事件:** 2019年公司实现营业收入6.39亿元, 同比增长27.68%, 归母净利润2.98亿元, 同比增长28.09%, 扣非后净利润2.94亿元, 同比增长30.85%, 对应EPS0.57元。每10股派发现金红利1.80元(含税)。公司发布2020Q1业绩预告, 归母净利润3638-4960万元, 同比下降25%-45%。
- 粉尘螨滴剂继续发力, 业绩保持稳定增长。** 2019年粉尘螨滴剂营收6.31亿元, 同比增长27.50%, 毛利率为96.99%, 粉尘螨滴剂占总营收占比为98.65%。主营业务增长的主要原因是我国脱敏治疗市场规模不断扩大, 公司持续不断的销售团队建设, 产品在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标。公司2020年第一季度销售活动受新冠肺炎疫情影响, 营业收入同比下降15%-25%, 同时各项研发活动持续开展, 研发投入有所增加, 导致2020年第一季度业绩同比下降。我们预计脱敏治疗市场规模会进一步扩大, 疫情短期影响不改长期增长逻辑。
- 黄花蒿粉滴剂进入技术审评阶段, 有望成为新增长点。** 公司不断完善产品在过敏性疾病领域的覆盖能力。新产品黄花蒿粉滴剂用于蒿属花粉过敏引起的变应性鼻炎已完成III期临床试验, 并提出了药品注册申请, 目前处于技术审评阶段。粉尘螨过敏的患者大多集中在南方区域, 而蒿属花粉的过敏率则呈现北方高南方低的区域特征。黄花蒿粉滴剂上市后将与原有优势产品粉尘螨滴剂形成优势互补, 不断完善“对症+对因”的过敏性疾病诊疗解决方案, 有望提升公司经营业绩, 强化公司在国内脱敏诊疗领域的龙头地位。
- 增大干细胞治疗研发投入, 形成多产品协同发展格局。** 2019年研发总投入6874万元, 占营业收入的10.75%。黄花蒿粉滴剂用于儿童变应性鼻炎目前处于III期临床试验阶段, 粉尘螨滴剂用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗目前开展III期临床试, 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正在开展II期临床试验, 屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒已获得《药品注册批件》和《新药证书》, 黄花蒿花粉点刺液等9项点刺产品目前完成I期临床试验, 预计2020年开展III期临床试验。此外, 公司加大干细胞项目研发投入, 子公司集中资源在抗衰老和再生医学领域进行重点开拓, 将进行首个干细胞制剂第三方复合检验工作, 推进首项干细胞备案临床研究, 继续完善更多适应症的临床前研究工作, 并落实第二个特定方法培养的间充质干细胞的生产工艺研究。公司研发管线丰富, 形成协同发展格局, 大大提升市场竞争力。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	501	639	766	994	1310
(+/-)YoY(%)	29.9%	27.7%	19.8%	29.7%	31.8%
净利润(百万元)	233	298	362	465	603
(+/-)YoY(%)	25.1%	28.1%	21.3%	28.5%	29.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.44	0.57	0.69	0.89	1.15
毛利率(%)	94.3%	96.4%	96.5%	96.5%	96.6%
净资产收益率(%)	24.0%	23.5%	23.5%	24.6%	25.6%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **三项主要费用控制合理，销售费用大幅提升，费用率总和同比小幅下降。**2019 年公司研发费用 4117.11 万元，同比增加 205.46%；销售费用 2.24 亿元，同比增加 32.93%；管理费用 3016.53 万元，同比下降 11.69%；财务费用-2406.44 万元，同比下降 115.28%；主要系报告期银行存款余额增加，使银行利息收入增长较快所致。期间费用率为 35.94%，与 2018 年费用率总和 38.20%相比，同比减少 2.25 个百分点。
- **盈利预测。**预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.69 元、0.89 元、1.15 元。参考生物制品相关上市公司估值情况，考虑到公司市值小，成长性高，是脱敏治疗领域稀缺标的，产品线或适应症未来有望得到扩大，给予 2020 年 60X-70X 的 PE，对应合理价值区间为 41.40-48.30 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**新产品开发风险；招标降价风险；行业政策风险。

**表 1 收入及成本分项 (万元)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	500.74	639.35	766.17	993.97	1309.63
粉尘螨滴剂	494.70	630.74	756.89	983.96	1298.82
同比增速 (%)	30.88%	27.50%	20.00%	30.00%	32.00%
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品	3.73	3.76	3.95	4.15	4.36
同比增速 (%)	-5.19%	0.97%	5.00%	5.00%	5.00%
研发服务	2.33	4.85	5.33	5.86	6.45
同比增速 (%)	-36.36%	107.88%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>营业成本</b>	28.52	22.87	27.05	34.29	44.22
粉尘螨滴剂	26.57	18.99	22.78	29.62	39.09
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品	0.17	0.25	0.26	0.28	0.29
研发服务	1.78	3.63	4.00	4.40	4.84
<b>毛利率 (%)</b>	94.30	96.42	96.47	96.55	96.62
粉尘螨滴剂	94.63	96.99	96.99	96.99	96.99
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品	95.44	93.30	93.30	93.30	93.30
研发服务	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00

资料来源: 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值**

上市公司	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (X)		
	2020/3/31	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
贝达药业	70.20	0.56	0.71	0.98	125.36	98.62	71.61
恒瑞医药	92.03	1.20	1.54	1.97	76.69	59.90	46.68
长春高新	548.00	8.77	13.22	17.17	62.49	41.45	31.91
平均						66.66	

资料来源: wind 一致性预期, 海通证券研究所

备注: 可比公司首次引入贝达药业替代博雅生物, 是因为公司新产品黄花蒿草滴剂即将上市, 我们认为公司和贝达药业具有可比性, 新产品未来放量可期

**表 3 自由现金流估值**

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Terminal year
营收增速	19.8%	29.7%	31.8%	31.76%	31.76%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	3.00%
营业收入 (百万)	766	994	1310	1726	2274	2956	3694	4618	5773	7216	7432
经营利润率 (EBIT Margin)	54.08%	53.73%	52.77%	50.00%	50.00%	50.00%	48.00%	46.00%	45.00%	45.00%	45.00%
EBIT (百万)	414	534	691	863	1137	1478	1773	2124	2598	3247	3345
有效税率	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%	15.36%
税后 EBIT (百万)	351	452	585	730	962	1251	1501	1798	2199	2748	2831
- 再投资额 (百万)	134	241	334	441	581	723	783	979	1223	1529	425
公司自由现金流 (百万)	216	211	250	290	382	528	718	819	975	1219	2406
营业净亏损 (NOL) (百万)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本成本 (Cost of capital)	8.11%	8.11%	8.11%	8.11%	8.11%	7.98%	7.84%	7.71%	7.57%	7.44%	7.44%
折现因子	0.9250	0.8556	0.7914	0.7321	0.6772	0.6271	0.5815	0.5399	0.5019	0.4672	
PV(FCFF) (百万)	200.12	180.24	198.24	211.99	258.36	331.22	417.59	442.42	489.57	569.59	
期末现金流 (百万)	2406.22										
期末值 (百万)	54194.24										
营运资产价值 (百万)	28616.26										
- 负债 (百万)	76.25										
- 少数股东权益 (百万)	80.96										
+ 现金及等价物 (百万)	750.77										
股权价值 (百万)	29209.81										
总股本 (百万)	523.58										
内涵股价 (元)	55.79										

资料来源: 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>639</b>	<b>766</b>	<b>994</b>	<b>1310</b>
每股收益	0.57	0.69	0.89	1.15	营业成本	23	27	34	44
每股净资产	2.43	2.94	3.61	4.50	毛利率%	96.4%	96.5%	96.5%	96.6%
每股经营现金流	0.44	0.60	0.77	0.96	营业税金及附加	3	4	5	7
每股股利	0.00	0.18	0.22	0.26	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	224	253	323	445
P/E	78.27	64.55	50.22	38.74	营业费用率%	35.0%	33.0%	32.5%	34.0%
P/B	18.37	15.18	12.35	9.90	管理费用	30	33	43	56
P/S	36.52	30.47	23.49	17.83	管理费用率%	4.7%	4.3%	4.3%	4.3%
EV/EBITDA	67.97	52.39	40.38	30.69	EBIT	318	414	534	691
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	财务费用	-24	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	96.4%	96.5%	96.5%	96.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	46.7%	47.2%	46.8%	46.0%	投资收益	2	7	6	10
净资产收益率	23.5%	23.5%	24.6%	25.6%	<b>营业利润</b>	<b>343</b>	<b>422</b>	<b>540</b>	<b>701</b>
资产回报率	20.9%	21.2%	22.5%	23.6%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	19.9%	21.8%	23.1%	24.2%	<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>422</b>	<b>540</b>	<b>701</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	329	426	546	707
营业收入增长率	27.7%	19.8%	29.7%	31.8%	所得税	53	64	83	107
EBIT 增长率	25.5%	30.2%	28.9%	29.4%	有效所得税率%	15.4%	15.2%	15.3%	15.2%
净利润增长率	28.1%	21.3%	28.5%	29.6%	少数股东损益	-6	-4	-7	-8
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>298</b>	<b>362</b>	<b>465</b>	<b>603</b>
资产负债率	5.3%	5.3%	5.2%	5.3%			<b>55.02%</b>		
流动比率	17.49	18.91	19.06	18.60	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	16.80	18.35	18.50	18.00	货币资金	751	1036	1290	1643
现金比率	12.51	13.95	14.07	13.67	应收账款及应收票据	198	256	321	422
<b>经营效率指标</b>					存货	37	35	42	61
应收帐款周转天数	76.22	83.92	79.81	79.98	其它流动资产	64	78	94	109
存货周转天数	588.07	467.43	451.98	502.49	流动资产合计	1050	1405	1747	2235
总资产周转率	0.45	0.45	0.48	0.51	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.13	4.93	6.36	6.74	固定资产	155	155	156	194
					在建工程	43	60	78	38
					无形资产	65	66	67	68
					非流动资产合计	378	301	321	320
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1428</b>	<b>1706</b>	<b>2068</b>	<b>2555</b>
净利润	298	362	465	603	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-6	-4	-7	-8	应付票据及应付账款	9	5	8	12
非现金支出	12	11	12	16	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-4	-7	-6	-10	其它流动负债	51	69	83	108
营运资金变动	-68	-45	-61	-96	流动负债合计	60	74	92	120
<b>经营活动现金流</b>	<b>233</b>	<b>316</b>	<b>403</b>	<b>504</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-100	66	-32	-15	其它长期负债	16	16	16	16
投资	-521	-10	-10	-10	非流动负债合计	16	16	16	16
其他	14	7	6	10	<b>负债总计</b>	<b>76</b>	<b>90</b>	<b>108</b>	<b>136</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-607</b>	<b>63</b>	<b>-36</b>	<b>-15</b>	实收资本	524	524	524	524
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	1271	1538	1890	2357
股权募资	137	0	0	0	少数股东权益	81	77	70	61
其他	-73	-94	-113	-136	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1428</b>	<b>1706</b>	<b>2068</b>	<b>2555</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>64</b>	<b>-94</b>	<b>-113</b>	<b>-136</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-310</b>	<b>285</b>	<b>254</b>	<b>353</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 31 日

资料来源：公司年报 (2019)，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郑琴 医药行业  
余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 片仔癀,华兰生物,通策医疗,透景生命,天坛生物,长春高新,我武生物,济川药业

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。