

长坡投资企业分析

交流会

2017.12 杭州

我武生物企业分析

Chris

渔夫企业分析的框架

- 企业是否有机会？

- ✓ 以特性为核心分析品类演化的趋势

- 企业是否有能力抓住机会？

- ✓ 竞争对手的分析

- ✓ 商业模式的分析

- 企业是否走在正确的路上？

- ✓ 财务数据验证

- ✓ 产品、消费者和品牌的验证

- ✓ 管理层与员工的验证

以我武生物为例

- 企业是否有机会？
 - ✓ 品类（过敏性疾病治疗）演化趋势的分析
- 企业是否有能力抓住机会？
 - ✓ 分析我武生物的产品、竞争对手、商业模式
- 企业是否走在正确的路上？
 - ✓ 我武生物财务数据分析
- 历史估值与建议买入点

品类演化分析

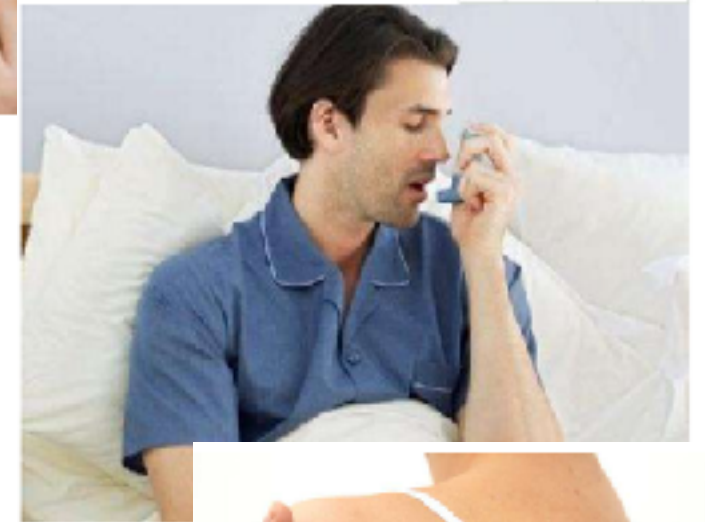
过敏反应：变态反应

- 对抗原物质（变应原）做了过度反应

过敏性疾病

- 过敏性鼻炎：6000万人
- 过敏性哮喘：1500万人
- 过敏性皮炎：未知

过敏性疾病发病率逐年上升



主要的变应原种类

最主要的两类

- 南方：螨虫

 - ✓ 粉尘螨；户尘螨

- 北方：蒿草



过敏性疾病的治疗方法

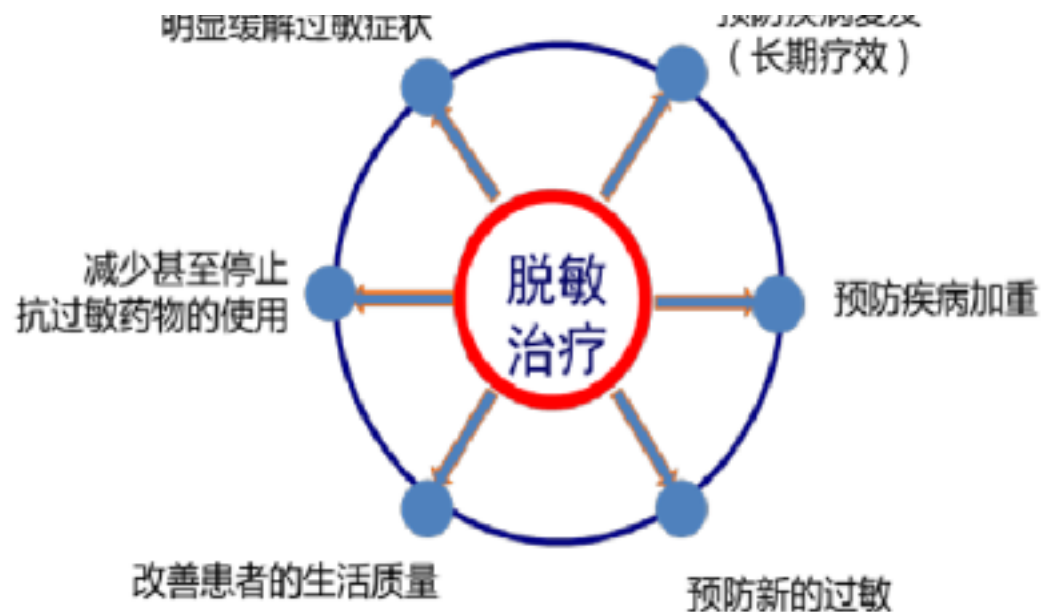
特性：疗效

图表11. WHO: 过敏性疾病治疗的四大基本原则



(资料来源: WIND、广证恒生)

脱敏治疗：不断用变应原刺激免疫系统，让其对变应原脱敏



WHO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，并能预防过敏性鼻炎转化为新的过敏性疾病的发生。

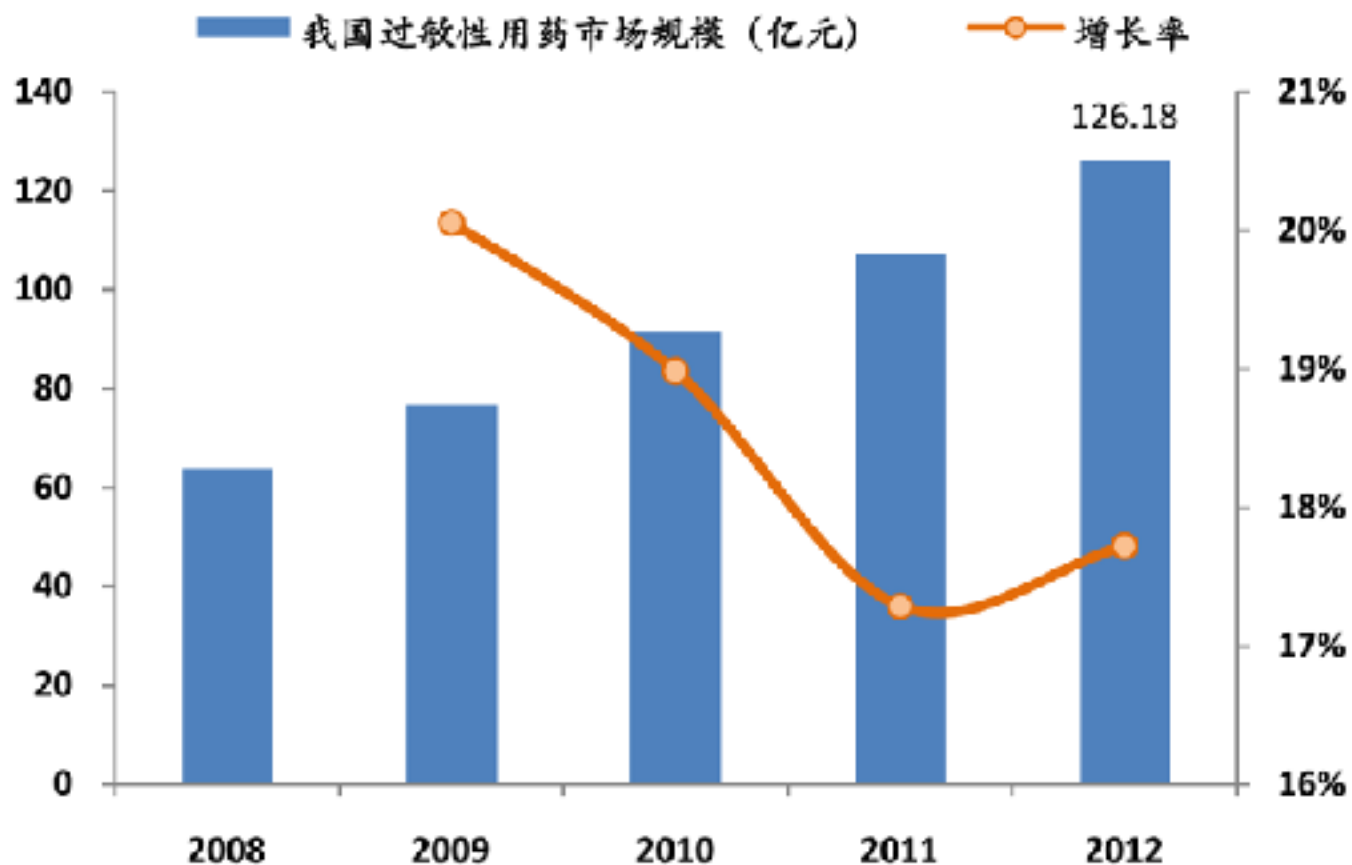
现阶段两种脱敏治疗的给药方式

特性：安全 便利

		舌下含服脱敏药物	皮下注射脱敏药物
安全性	不良反应	少而轻	可能引起全身副作用
	致死报道	无	有
操作性	操作方式	无创用药，可控性强	注射，可控性差
	是否适合儿童	是	可能产生恐惧心理
储存性	贮运温度	“常温”	低温

资料来源：招股说明书、广证恒生)

过敏性用药规模及脱敏药物占比



(资料来源: 招股说明书、广证恒生)

脱敏药物:

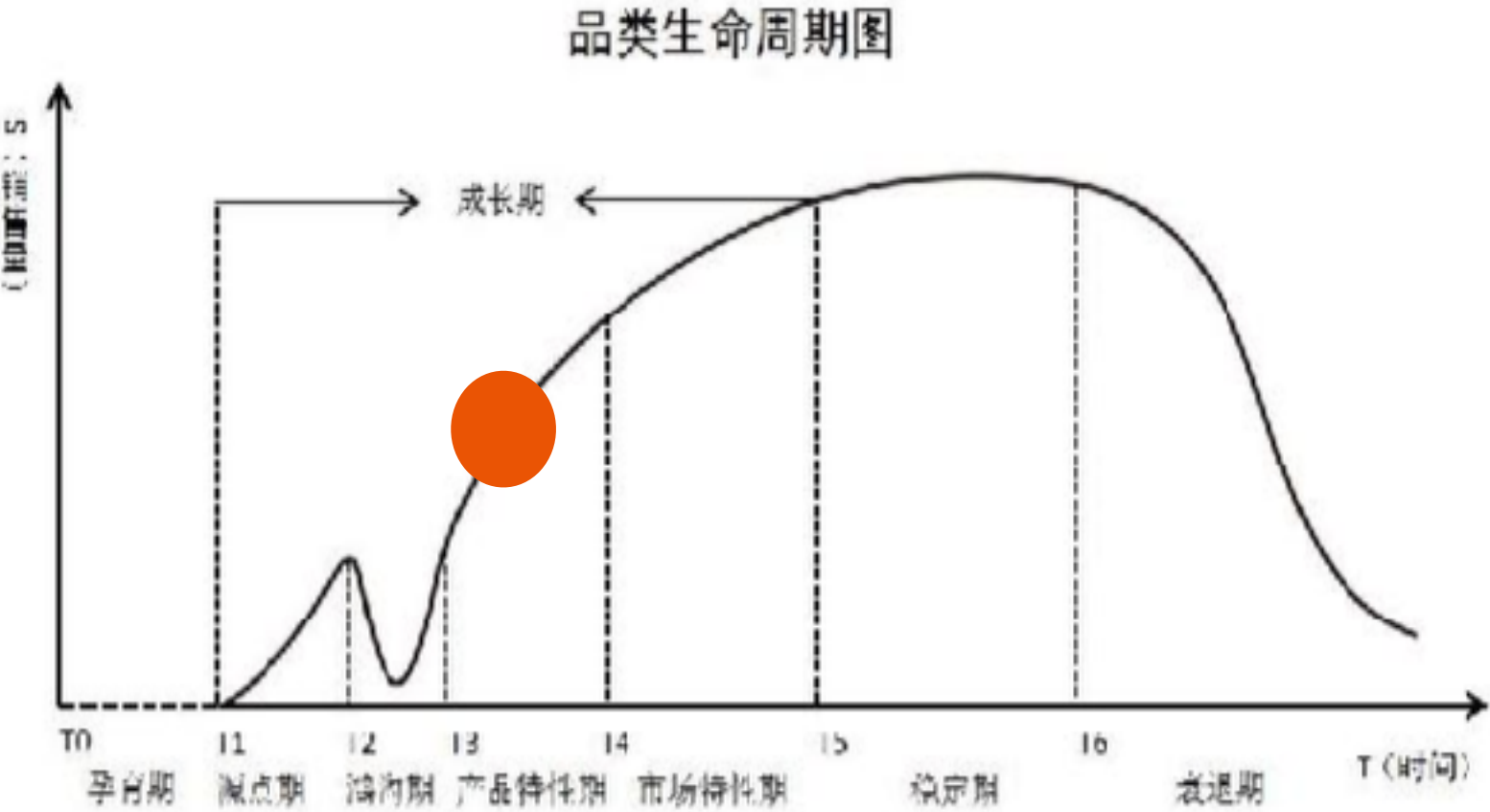
理论受众6000万+, 现**10万**

2012年2.4亿, **占比1.9%**

其中舌下含服:

2012年1.5亿, **占比61%**

舌下含服脱敏治疗的品类发展阶段



过敏性疾病治疗方法的特性及其演化

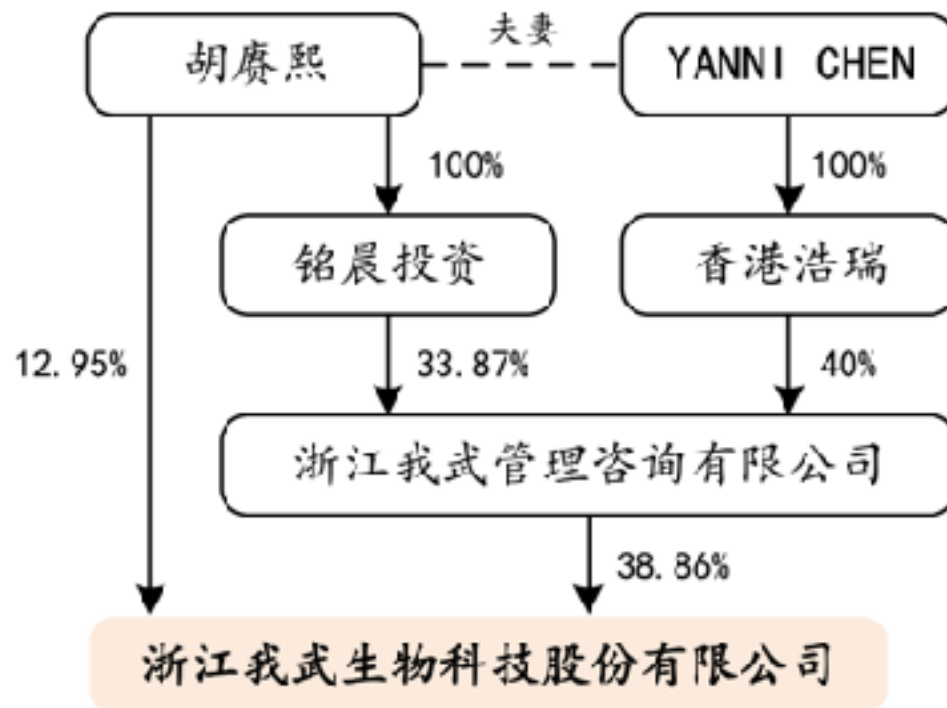
治疗方法	疗效	安全性	价格	便利	演化趋势
对症治疗	治标	相对安全 适合儿童	便宜 100元/次	最方便	平稳增长
皮下注射脱敏	治本	相对不安全	最贵 17000元/疗程	最麻烦 长期用药	下降趋势
舌下含服脱敏	治本	相对安全 适合儿童	中间 6000元/疗程	相对方便 长期用药	快速增长

对症治疗和舌下脱敏治疗会并存，无法互相替代

产品/竞争对手/商业模式

我武生物概述

- 以**舌下含服脱敏药物**为核心的生物制药类企业（国内市场**唯一**）
- 浙江湖州的企业，成立于2002年，2014年在创业板上市
- 控股股东：**胡赓熙**和YANNI CHEN（陈燕霓）夫妇



我武生物在销产品

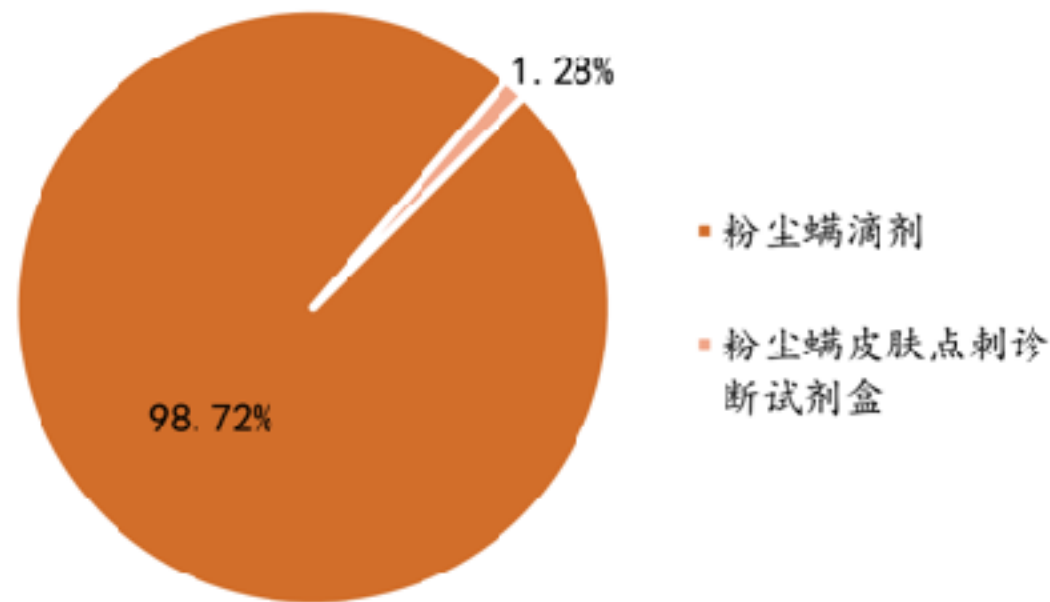
• 粉尘螨滴剂

- ✓ 全国**唯一**用于粉尘螨舌下含服脱敏治疗的药物
- ✓ 适应症：过敏性鼻炎和哮喘

• 粉尘螨诊断试剂盒

- ✓ 用于粉尘螨过敏检测

图 6：2016 年公司主营业务收入结构



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

我武生物在研药物

- 抢另外两种主要变应原市场：蒿草和户尘螨

序号	研发产品名称	类型	进展情况	拟达到的目标	对公司未来的影响
1	黄花蒿粉滴剂	变应原治疗产品	III期临床试验阶段	用于蒿属花粉过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘等过敏性疾病的脱敏治疗	丰富产品线,提升市场竞争力
2	尘螨合剂	变应原治疗产品	II期临床试验阶段	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	丰富产品线,提升市场竞争力
3	粉尘螨滴剂	变应原治疗产品	特应性皮炎III期临床试验阶段	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗	扩大用药人群,提升市场竞争力
4	户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	已获药品注册申请受理(申报生产)	用于点刺试验,辅助诊断因户尘螨致敏引起的I型变态反应性疾病	丰富产品线,提升市场竞争力
5	黄花蒿花粉点刺液等9项点刺相关产品	变应原体内诊断产品	已获得药物临床试验批件	用于点刺试验,辅助诊断I型变态反应性疾病	丰富产品线,提升市场竞争力

竞争对手： 在售的药物

- 优势明显， 居垄断地位

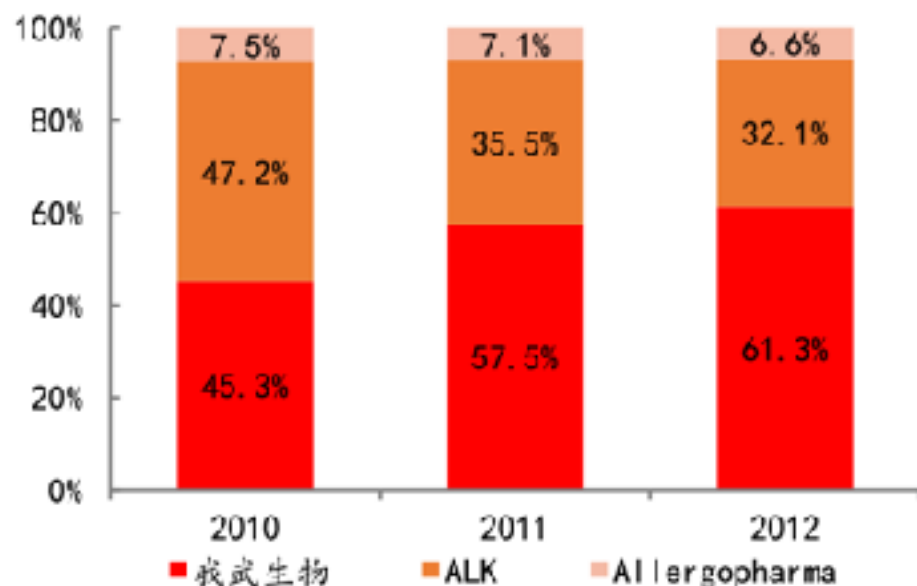
表 5：国内上市尘螨类脱敏治疗药物

药品名称	给药方式	适应症	生产企业
粉尘螨滴剂	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	我武生物
屋尘螨变应原制剂	皮下注射	用于屋尘螨致敏史的轻中度过敏性哮喘及/或过敏性鼻炎患者的脱敏治疗	ALK
螨变应原注射液	皮下注射	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	Allergopharma

数据来源：公司公告、药智网、财通证券研究所

据研报2016年占80%份额

图 10：国内尘螨类脱敏治疗药物市场份额



数据来源：公司公告、财通证券研究所

竞争对手：申报中的竞品

- **ALK**：“螨变应原舌下脱敏滴剂”；“**尘螨变应原舌下片**”
- **北京欧亚康桥商贸有限公司**：“屋尘螨/粉尘螨舌下喷滴剂”
- **杭州泰格医药科技股份有限公司**：“屋尘螨变应原舌下滴剂”

JXSS1200006	屋粉尘螨变应原舌下滴剂	杭州泰格医药科技股份有限公司	进口新药	--	申请生产	2012-12-07	已发件	查看	查看
JXSS1200007	屋粉尘螨变应原舌下滴剂	杭州泰格医药科技股份有限公司	进口新药	--	申请生产	2012-12-07	已发件	查看	查看

新药保护2018年到期，竞品对销量和价格影响会怎样？

未来的竞争对手：新的治疗方法

- 比如：抗过敏益生菌

✓免疫学界经过许多的关于过敏科学的研讨发现，过敏性疾病或过敏体质的人若是吃下一些对**人体有利的细菌**，能够改进过敏体质人的免疫体系，又不会产生任何的副作用，益生菌抗过敏调整过敏体质的观念在国际上已相当盛行。

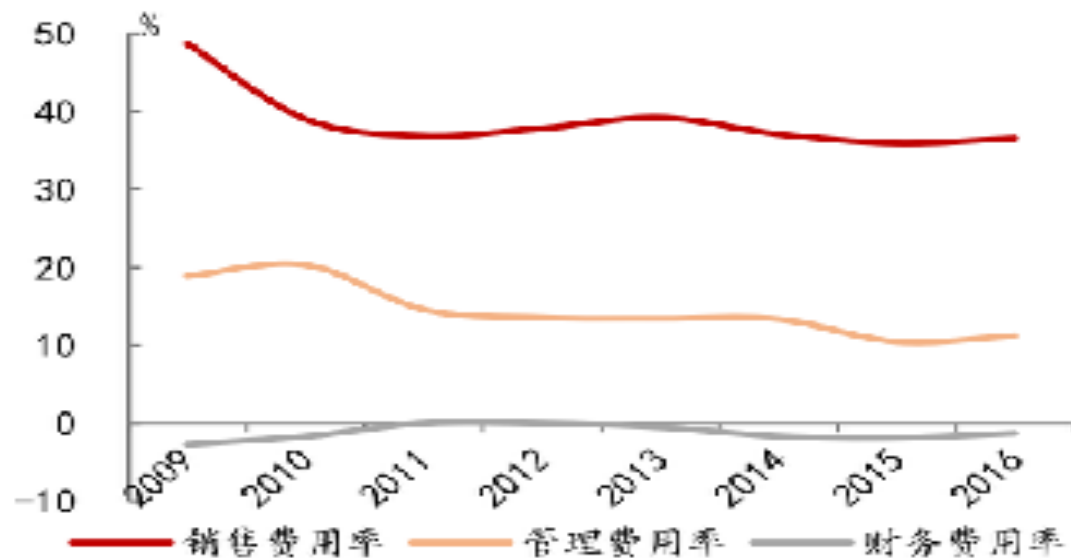
未见到益生菌以治疗药物出现，都是以保健品的方式销售

商业模式分析

- 传统的产供销模式
- 销售推广模式

✓以学术推广为主，以
医生为主要营销对象，
而不是患者本人

图 5：公司期间费用率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

员工种类	人数占比
销售人员	479 (68%)
生产人员	76 (11%)
技术人员	58 (8%)
总计	702

财务数据验证

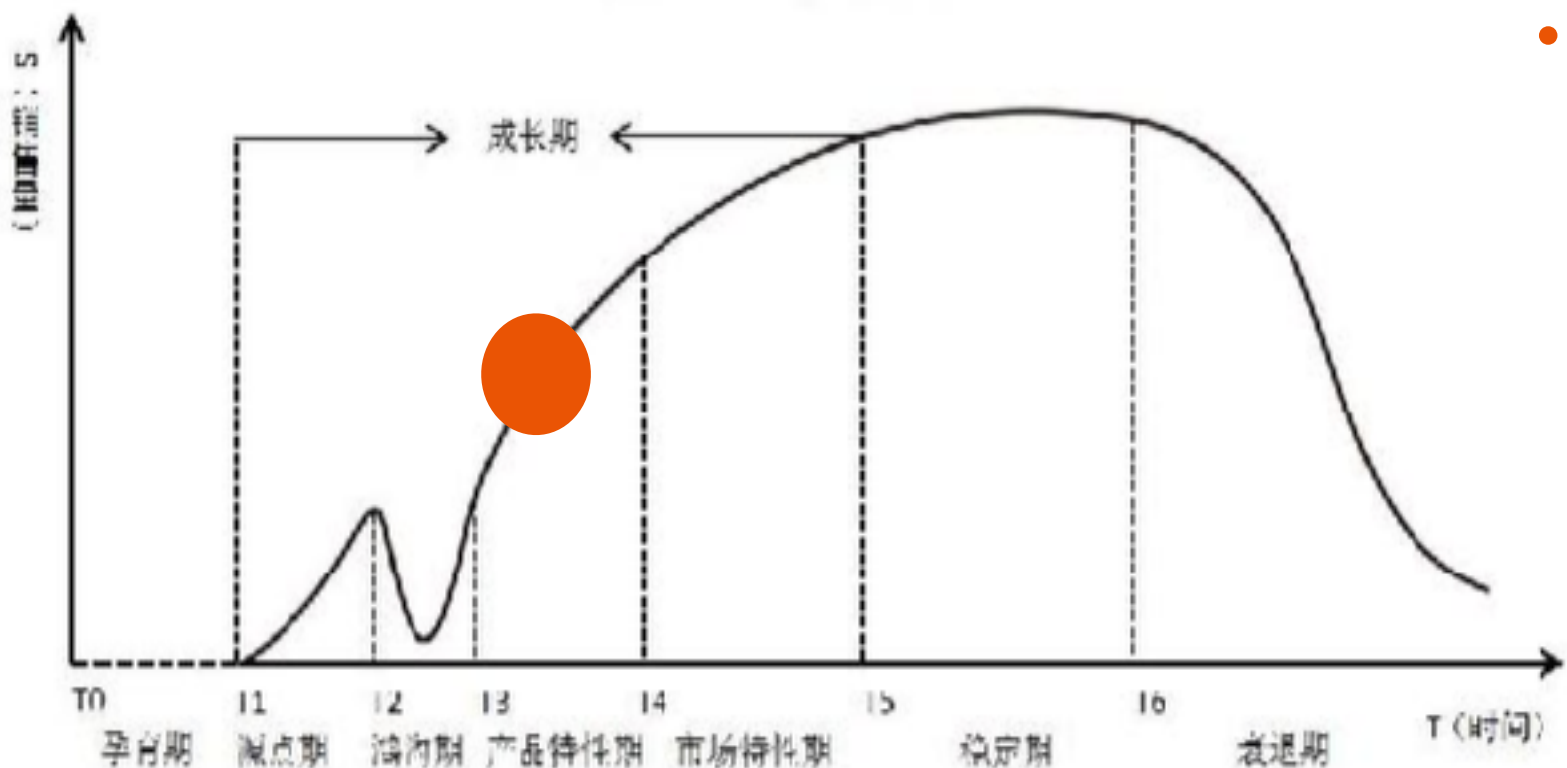
主要财务数据分析

项目/年份	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
净资产收益率	21.02%	21.98%	21.63%	32.57%	34.81%	34.17%	15.20%	9.66%
商誉	--	--	--	--	--	--	--	--
资产负债比率	5.93%	4.67%	3.34%	4.56%	5.09%	13.30%	18.17%	7.82%
营业总收入(元)	3.12亿	2.67亿	2.40亿	1.94亿	1.48亿	1.03亿	5932.77万	3740.72万
营业总收入同比增长率	16.84%	11.52%	23.71%	31.25%	42.98%	73.91%	58.60%	--
净利润(元)	1.29亿	1.18亿	9955.48万	7056.43万	5377.38万	3726.47万	1840.59万	1051.32万
扣非净利润(元)	1.30亿	1.13亿	9299.57万	6935.81万	5118.73万	3491.92万	1666.34万	1048.67万
净利润同比增长率	9.66%	18.35%	41.08%	31.22%	44.30%	102.46%	75.07%	--
自由现金流(万元)	8707.12	8348.89	6103.75	4077.49	3392.03	1515.62	397.59	-885.07

高ROE (20%+) ; 低负债率; 良好的自由现金流

成长性分析：未来的ROE？

品类生命周期图



• 几个数据

- ✓ 我武营业额 3.5亿
- ✓ ALK相关营业额20亿
- ✓ 过敏类药物总额130亿
- ✓ 理论受众6000万，现10万

在产品特性期，未来5年的成长性有保障，能维持高ROE

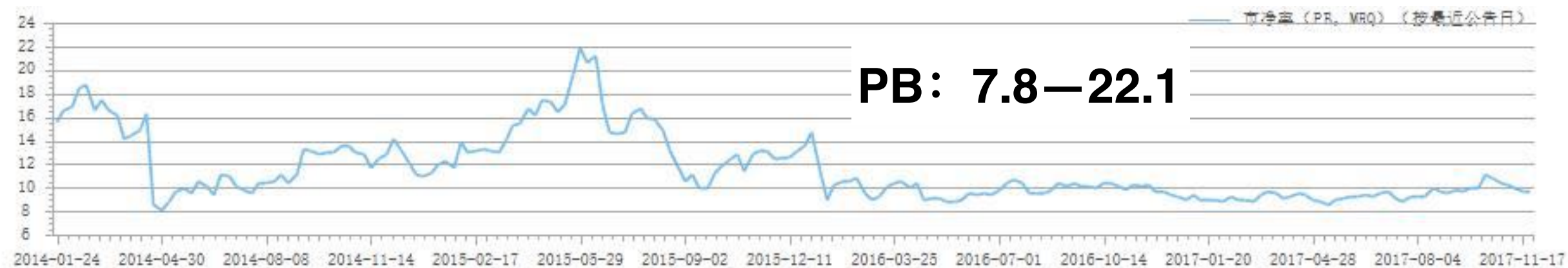
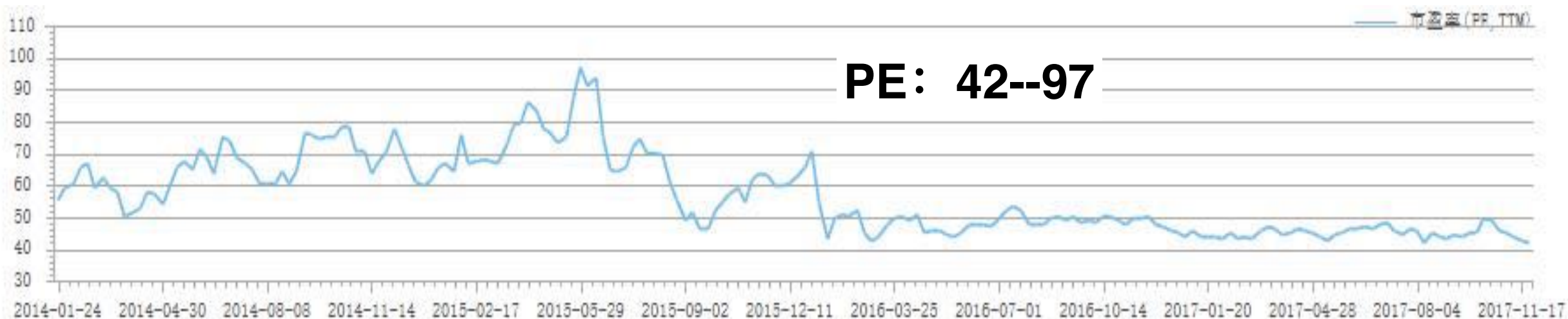
未来的不确定性

- 新药到期和仿制药上市之后，粉尘螨滴剂的价格和销量会如何变化？
- 黄花蒿滴剂的最终上市是否能顺利？能有多少收益？
- 过敏性疾病的新疗法什么时候出现？影响如何？

历史估值与买入建议

历史估值

建议买入估值：PB < 5



谢谢!

图 2: 公司营业收入及增速

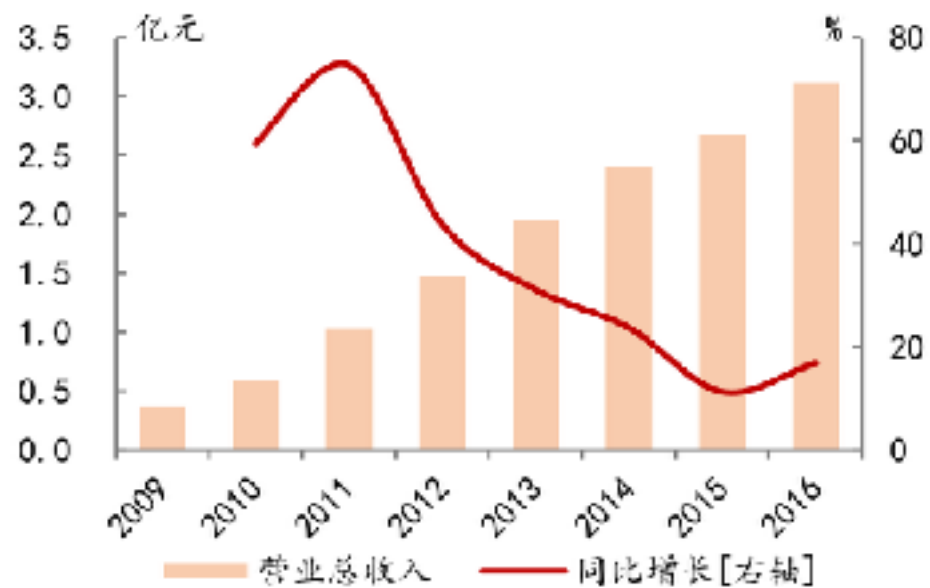
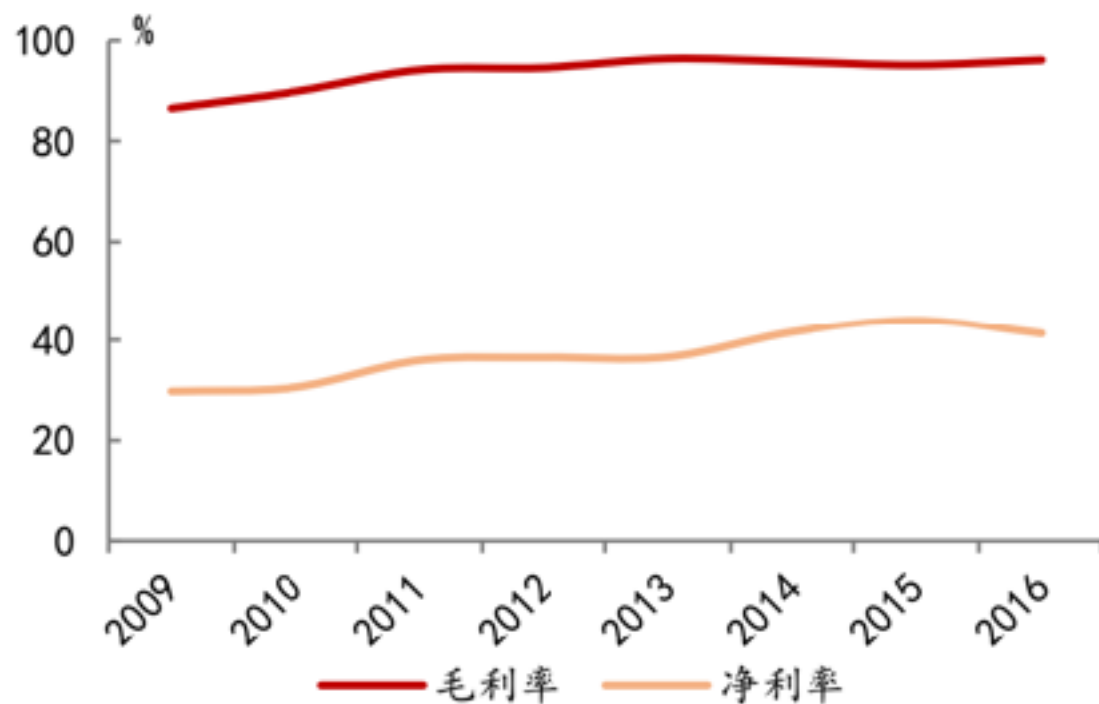


图 4: 公司毛利率和净利率



数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

对外投资

- 除上述在研项目外，公司经过长期翔实谨慎的调研，决定介入针对过敏性疾病的症状控制用药的新药研发。2017年7月对上海凯屹医药科技有限公司出资1300万元，持有其19.9%的股权，并可能视其产品国内/国际注册进展进一步投资。上海凯屹医药科技有限公司开发一种新型的支气管舒张剂，不仅可对哮喘患者进行症状控制治疗，还可缓解慢性阻塞性肺炎患者的病症，新药具有见效快、毒副作用小的优点。
- 对上海凯屹的投资计入“可供出售金融资产 13,000,000”

	第一周	第二周	第三周
	畅迪 1号 (1)	畅迪 2号 (10)	畅迪3号 (100)
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
	第四周起	第六周起	
	畅迪 4号	畅迪 5号	
	每日1次, 每次3滴	每日1次, 每次2滴	

递增期

维持期

ALK 公司 2010 年-2012 年销售情况如下：

单位：百万丹麦克朗

产品	2012 年度		2011 年度		2010 年度	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
舌下含服脱敏药物	936	39.91	920	39.18	836	39.07
皮下注射脱敏药物	987	42.09	979	41.70	975	45.56
其他	422	18.00	449	19.12	329	15.37
合计	2,345	100.00	2,348	100.00	2,140	100.00

数据来源：ALK 公司 2010 年年报、2011 年年报及 2012 年年报。

根据 SFDA 南方所《中国医药行业及过敏性疾病用药市场研究》的统计,2010 年,在变应原制品行业,丹麦 ALK-Abello 公司的尘螨脱敏治疗药物市场占有率排名第一,发行人排名第二,德国 Allergopharma 公司排名第三,具体如下:

排名	产品	生产企业	市场占有率		
			2008 年度	2009 年度	2010 年度
1	屋尘螨变应原制剂 (安脱达)	丹麦 ALK-Abello 公司	68.39%	56.89%	47.23%
2	粉尘螨滴剂(畅迪)	我武生物	30.19%	39.02%	45.28%
3	螨变应原注射液(阿 罗格)	德国 Allergopharma 公司	1.42%	4.09%	7.49%
合计	-	-	100.00%	100.00%	100.00%

渔夫企业分析的框架

- 赛道分析

- ✓以特性为核心分析品类演化的趋势

- 赛车手分析

- ✓商业模式的分析

- ✓产品、消费者和品牌的分析

- ✓领导者的分析

- 赛车成绩验证

- ✓财务数据验证

以我武生物分析为例

- 赛道分析

- ✓ 品类（过敏性疾病治疗）演化趋势的分析

- 赛车手分析

- ✓ 分析我武生物的产品、商业模式、竞争对手

- 赛车成绩验证

- ✓ 我武生物财务数据分析

- 历史估值与建议买入点