

我武生物 (300357.SZ)

2025 年 11 月 27 日

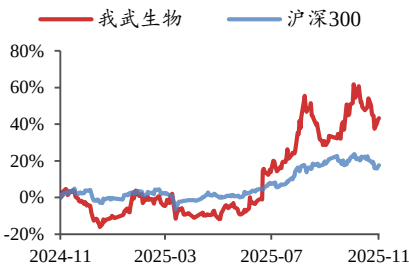
脱敏治疗领域龙头企业，干细胞等蓝海领域迎来收获期

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2025/11/26
当前股价(元)	31.29
一年最高最低(元)	35.84/18.23
总市值(亿元)	163.83
流通市值(亿元)	151.46
总股本(亿股)	5.24
流通股本(亿股)	4.84
近 3 个月换手率(%)	150.0

股价走势图



数据来源：聚源

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

阮帅（分析师）

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790524040007

● 脱敏治疗领域龙头企业，干细胞等蓝海领域迎来收获期

我武生物作为国内脱敏治疗龙头企业，核心产品优势显著且布局多元。粉尘螨滴剂稳居市场占有率第一，凭借安全性、便利性和价格优势持续稳健增长；黄花蒿花粉变应原舌下滴剂填补北方花粉过敏治疗空白，实现快速放量，有望成为公司的新增长点。公司构建“南螨北蒿”产品组合，同时布局皮肤点刺液系列产品，并前瞻性开拓干细胞与天然药物前沿赛道，形成多维度增长支撑。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.99/4.93/6.00 亿元，当前股价对应 PE 分别为 41.0/33.3/27.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 过敏市场规模扩容，脱敏治疗优势显著

中国抗过敏药市场增长潜力广阔，脱敏治疗优势突出。随着过敏性疾病发病率上升，预计 2029 年国内抗过敏药市场规模将达 436.7 亿元。脱敏治疗作为国际认可的唯一可影响疾病进程的对因疗法，相较于对症治疗具有停药后长期有效、可预防新过敏症等优势，而国内当前脱敏治疗渗透率较低，市场空间亟待释放。

● 粉尘螨滴剂持续复苏，黄花蒿粉滴剂快速放量

公司核心产品销售表现强劲，增长动能充足。粉尘螨滴剂近五年营收 CAGR 达 8.86%，2025 年前三季度营收达 7.94 亿元，较上年同期增长 13.38%，毛利率持续维持 95%以上。黄花蒿粉滴剂自 2021 年上市后快速放量，CAGR 达 64.71%，2025 年前三季度营收同比激增 117.58%。皮肤点刺液产品矩阵持续丰富，有望提升过敏原检出率，2025 年前三季度营收同比增长 94.10%，多品类协同推动公司业绩稳步提升，未来增长确定性高。

● 风险提示：行业政策风险、主导产品较为集中、新药开发风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	848	925	1,093	1,314	1,639
YOY(%)	-5.3	9.1	18.1	20.3	24.7
归母净利润(百万元)	310	318	399	493	600
YOY(%)	-11.1	2.5	25.6	23.4	21.8
毛利率(%)	95.3	95.2	95.2	95.2	95.3
净利率(%)	36.6	34.3	36.5	37.5	36.6
ROE(%)	12.8	12.4	13.8	14.9	16.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.61	0.76	0.94	1.15
P/E(倍)	52.8	51.5	41.0	33.3	27.3
P/B(倍)	7.5	7.0	6.1	5.3	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 我武生物：深耕脱敏领域、开拓创新药物的制药龙头	4
1.1、 子公司协作互补，资深管理层引航	5
1.2、 业绩稳健增长，盈利能力维持较高水平	6
2、 中国抗过敏药市场规模持续增长，脱敏疗法优于对症治疗	7
2.1、 过敏性疾病发病率逐步上升，中国抗过敏药市场规模持续增长	8
2.2、 脱敏治疗为国际认可的唯一可以影响过敏性疾病进程的治疗方法	10
3、 粉尘螨滴剂持续复苏，黄花蒿粉滴剂实现快速放量	11
3.1、 南螨北蒿，我武生物有较大的先发优势	11
3.2、 粉尘螨滴剂效果良好，市场空间较大	13
3.3、 黄花蒿粉滴剂持续放量，有望成为公司新增长点	17
3.4、 点刺液逐步丰富，有望提升过敏原检出率	22
3.5、 研发强度大，逐步拓展干细胞等前沿领域	23
4、 盈利预测与投资建议	26
4.1、 关键假设	26
4.2、 盈利预测与估值	26
5、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，子公司协同发展（2024 年报披露）	5
图 2： 近些年公司营收呈稳健增长态势	6
图 3： 公司扣非归母净利润保持稳定水平	6
图 4： 近五年公司华东地区营收占比持续提升	6
图 5： 近五年公司整体毛利率保持在 95%以上	7
图 6： 近两年销售费用率和管理费用率有所提升	7
图 7： 过敏性疾病发病过程分为致敏、激发、效应三个阶段	8
图 8： 2002 年-2019 年严重过敏反应发病率逐渐上升	9
图 9： 预计全球及中国过敏性鼻炎患病人数将持续增加（单位：百万人）	10
图 10： 预计中国抗过敏药行业市场规模将持续增长	10
图 11： 粉尘螨和艾蒿是国内主要的致敏原	11
图 12： 浩欧博独家引进的欧脱克系列产品在海南乐城先行区销售	12
图 13： 粉尘螨滴剂舌下免疫治疗 AR 效果显著、安全性高	13
图 14： 粉尘螨滴剂 SLIT 治疗对单一尘螨致敏或多重过敏原的 AS 患者疗效相当	14
图 15： 粉尘螨滴剂 SLIT 对全年龄段哮喘患儿均具有良好疗效	15
图 16： 近五年粉尘螨滴剂营收稳健增长	16
图 17： 近五年粉尘螨滴剂毛利率维持高位	16
图 18： 近五年公司销售人员持续增加	16
图 19： 粉尘螨滴剂有望持续放量	16
图 20： 经黄花蒿 SLIT 治疗后 CSMRS、TRSS 和 VAS 评分显著改善	17
图 21： 黄花蒿 SLIT 治疗对于 SAR 患儿有效且安全	19
图 22： 黄花蒿 SLIT 对以蒿属花粉为主要致敏原的多重致敏患者同样有效	20
图 23： 黄花蒿 SLIT 治疗能够改善轻中度 AS 患者的哮喘控制和肺功能	21

图 24: 黄花蒿滴剂营收逐年攀升	22
图 25: 黄花蒿滴剂持续快速放量	22
图 26: 皮肤点刺液产品覆盖多过敏原	23
图 27: 2025 年皮肤点刺液收入实现大幅增长	23
图 28: 皮肤点刺液营收季度环比增长	23
图 29: 近五年研发人员占比均突破 15%	24
图 30: 近三年研发投入占比均突破 13%	24
图 31: 国内干细胞市场规模逐年扩大	25
图 32: 干细胞行业应用空间广阔	25
图 33: 公司在干细胞领域未来前景广阔	26
表 1: 历经 20 余年发展, 我武生物已成为一家创新型高科技生物制药龙头企业	4
表 3: 公司高管均具备丰富的行业经验	5
表 4: 常见过敏性疾病梳理	7
表 5: 与未感染的人群相比, 新冠感染者罹患过敏性疾病的风险显著升高	9
表 6: 舌下脱敏治疗具有无创性、安全性高、操作简便等优势	11
表 7: 我武生物产品覆盖尘螨及花粉过敏原治疗	12
表 8: 粉尘螨滴剂具备重磅产品市场潜力	15
表 9: 粉尘螨滴剂市场空间较大	16
表 10: 脱敏药物临床试验周期长	17
表 11: 黄花蒿花粉滴剂用法用量	21
表 12: 预计黄花蒿滴剂约 71 亿元市场空间	22
表 13: 公司在研项目进展	24
表 14: 2025-2027 年我武生物各版块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	26
表 15: 与可比公司相比, 公司业绩处于加速阶段	27

1、我武生物：深耕脱敏领域、开拓创新药物的制药龙头

我武生物，创立于 2002 年，主要从事变应原产品的研发、生产和销售业务，专注于研发各类脱敏治疗药物和诊断试剂，在变应原制品领域取得了一系列核心技术。

表1：历经 20 余年发展，我武生物已成为一家创新型高科技生物制药龙头企业

年份	发展历程
2002 年	公司成立
2006 年	自主研发的粉尘螨脱敏治疗产品“粉尘螨滴剂”（商品名：“畅迪”）上市
2008 年	粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒（商品名：“畅点”）上市
2012 年	公司主营产品“畅迪”市场占有率第一
2014 年	公司于创业板上市
2016 年	公司产品正式进入韩国销售
2018 年	公司投资设立上海我武干细胞科技有限公司进行干细胞产品研发
2021 年	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂（商品名：畅皓）上市
2023 年	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批准
2024 年	悬铃木花粉、德国小蠊、猫毛皮屑三款变应原皮肤点刺液上市

资料来源：我武生物官网、开源证券研究所

目前，公司的主要产品为粉尘螨滴剂、黄花蒿花粉变应原舌下滴剂以及粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒等系列点刺液产品，在我国脱敏治疗市场具备领先地位，并逐步推动在干细胞、天然药物（抗耐药抗生素）等其他领域的研发工作。

表2：两大类产品齐头并进，过敏原检测领域覆盖广泛

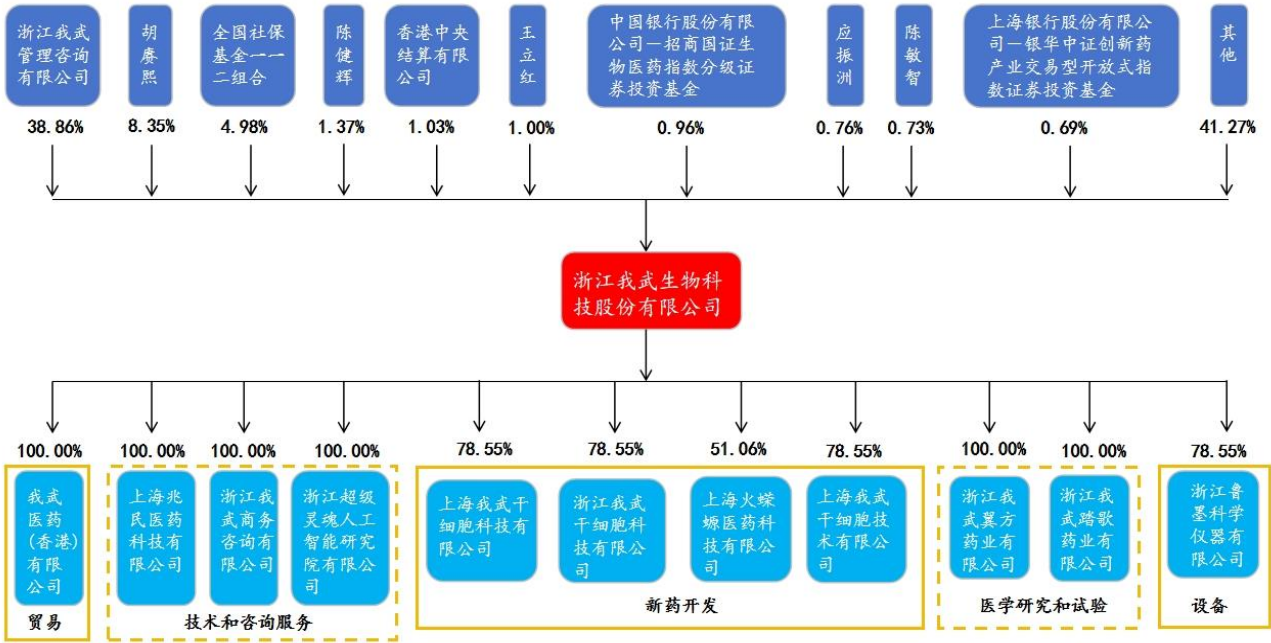
剂型	通用名	适应症
滴剂	粉尘螨滴剂	用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗。
	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	本品是一种变应原提取物，作为特异性免疫治疗用于经过敏原检测为黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎（或伴有结膜炎）的 4 岁及以上儿童和成年患者。
皮肤点刺试剂	粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	用于点刺试验，辅助诊断因粉尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病。
	屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	用于点刺试验，辅助诊断因屋尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病。
	黄花蒿花粉变应原皮肤点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与黄花蒿/艾蒿花粉致敏相关的 I 型变态反应性疾病。
	白桦花粉变应原皮肤点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与白桦花粉致敏相关的 I 型变态反应性疾病。
	葎草花粉变应原皮肤点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与葎草花粉致敏相关的 I 型变态反应性疾病。
	悬铃木花粉变应原皮肤点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与悬铃木花粉致敏相关的 I 型变态反应性疾病。
	德国小蠊变应原皮肤点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与德国小蠊致敏相关的 I 型变态反应性疾病。
	猫毛皮屑变应原皮肤点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与猫毛皮屑致敏相关的 I 型变态反应性疾病。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、子公司协作互补，资深管理层引航

公司股权结构稳定，子公司业务协同发展。截至公司 2024 年末，董事长胡赓熙先生直接持有上市公司 8.35%股权,并通过浙江我武管理咨询有限公司间接持有上市公司 38.86%股权，合计持有公司 47.21%股权。各子公司围绕新药开发、医学研究和试验、技术和咨询服务等业务协同运作，构建了集团化的业务生态。

图1：公司股权结构清晰，子公司协同发展（2024 年报披露）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理团队具备丰富业内经验。公司现任董事长胡赓熙先生曾任中国科学院生物化学和细胞生物学研究所研究员、国家 863 计划生物技术专家小组成员、中国科学院微生物学专家委员会成员、铭源医疗发展有限公司董事、上海数康生物科技有限公司副董事长兼总经理、湖州数康生物科技有限公司执行董事兼总经理等。其他高管均拥有丰富的行业经验。

表3：公司高管均具备丰富的行业经验

姓名	职务	工作经历
胡赓熙	董事长	历任中国科学院生物化学和细胞生物学研究所研究员、国家 863 计划生物技术专家小组成员、中国科学院微生物学专家委员会成员、铭源医疗发展有限公司董事、上海数康生物科技有限公司副董事长兼总经理、湖州数康生物科技有限公司执行董事兼总经理、本公司总经理等。现任浙江我武管理咨询有限公司监事、德清铭晨投资咨询有限公司执行董事、本公司董事长。
陈燕霓 (YANNI CHEN)	董事	历任美国麻省理工学院生物系研究助理、美国 International 生物技术公司研发部研究助理、美国 Myco 生物制药公司研发部高级研究助理、美国 Millennium 生物制药公司药物筛选部、生物信息部资深研究助理、工程师。现任浙江我武管理咨询有限公司执行董事兼经理、浩瑞有限公司董事、德清铭晨投资咨询有限公司监事、本公司董事。
张露	副总经理、董事	曾在中国科学院细胞生物学研究所从事科研工作，在湖州数康生物科技有限公司

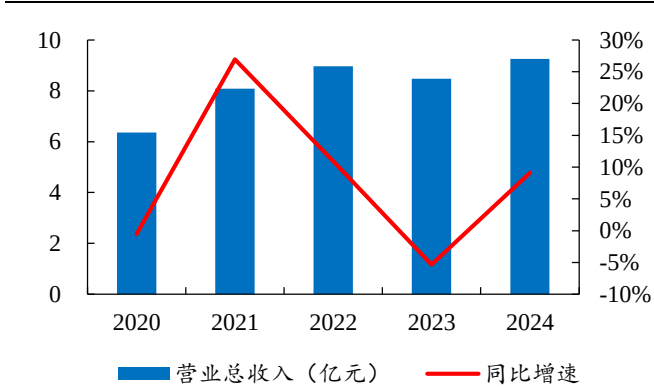
姓名	职务	工作经历
毕自强	副总经理、董事	公司先后担任信息产权部经理、总经理助理。 历任安徽黄山市屯溪同德仁药厂副厂长、上海阿尔法生物技术有限公司副总经理、宁波亚太生物技术有限公司副总经理，本公司生产部经理。
管祯玮	副总经理、董事会秘书	2007 年 8 月起就职于浙江我武生物科技股份有限公司，历任公司研发中心产权部员工、企业发展部主管、法规部经理，2015 年 4 月至 2017 年 8 月曾担任本公司监事。现任本公司副总经理、董事会秘书。
王国其	财务负责人	曾任上海老凤祥有限公司财务主管，上海科华生物工程股份有限公司财务部经理、财务副总监；现任本公司财务负责人。
何建明	总经理、副总经理	历任公司企业发展部员工、研发中心药物化学组组长、研发中心经理；现任本公司副总经理，2024 年 6 月董事会聘其为本公司总经理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩稳健增长，盈利能力维持较高水平

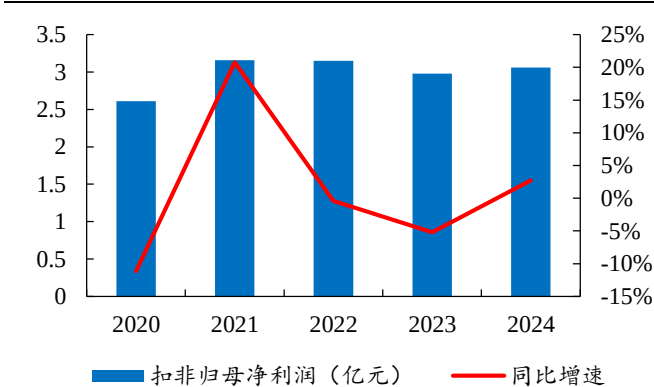
公司营收从 2020 年的 6.36 亿元增长至 2024 年的 9.25 亿元，CAGR 达 9.82%；受疫情及消费环境等因素影响，近些年扣非归母净利润保持稳定水平。

图2：近些年公司营收呈稳健增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

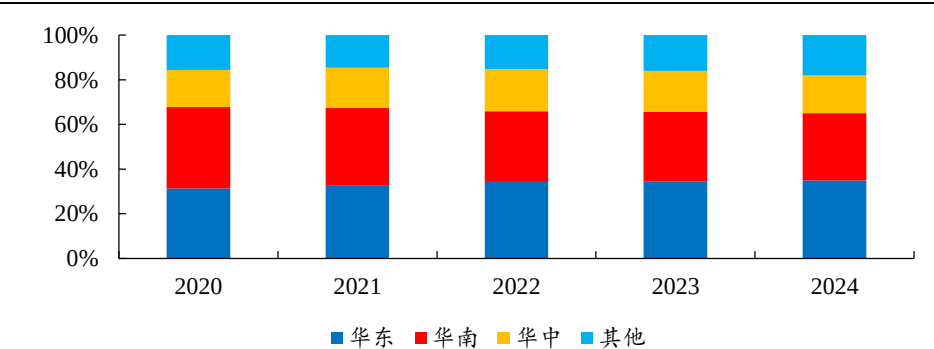
图3：公司扣非归母净利润保持稳定水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

近些年公司华东地区营收占比有所提升，从 2020 年的 31.35% 提升至 2024 年的 34.89%，华南地区营收占比有所下降，从 2020 年的 36.44% 下降至 2024 年的 30.13%。

图4：近五年公司华东地区营收占比持续提升



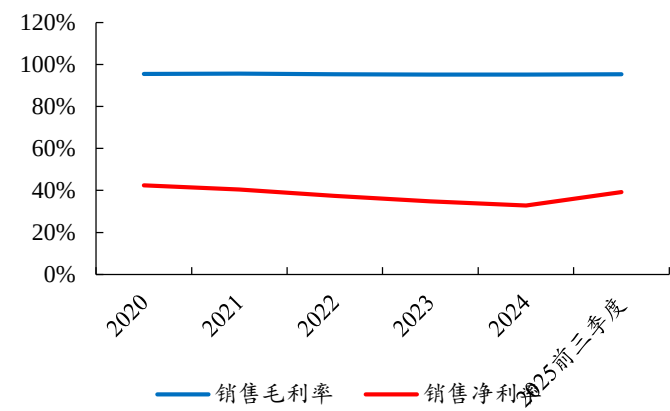
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率保持较高水平。公司近些年整体毛利率和医药制造业务毛利率均保

持在 95% 以上。公司近些年整体净利率有所下降，从 2020 年的 42.40% 下降至 2024 年的 32.89%，2025 年前三季度呈现企稳回升趋势。

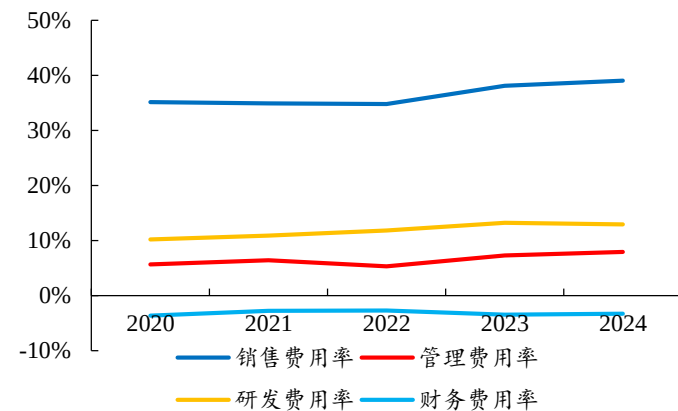
公司销售费用率和管理费用率近两年有所提升，销售费用率从 2022 年的 34.80% 提升至 39.06%，管理费用率从 2022 年的 5.34% 提升至 2024 年的 7.91%；研发费用率近两年均保持在 12% 以上。

图5：近五年公司整体毛利率保持在 95% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近两年销售费用率和管理费用率有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、中国抗过敏药市场规模持续增长，脱敏疗法优于对症治疗

常见的过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎等疾病，其中过敏性鼻炎又称变应性鼻炎，症状包括鼻漏、鼻塞、鼻痒和喷嚏。过敏性鼻炎可按照症状程度分为轻、中、重度过敏性鼻炎。过敏性哮喘是气道的慢性炎症性疾病，这种慢性炎症引起气道反应性，导致喘鸣、呼吸困难、胸闷、咳嗽的反复发作。

表4：常见过敏性疾病梳理

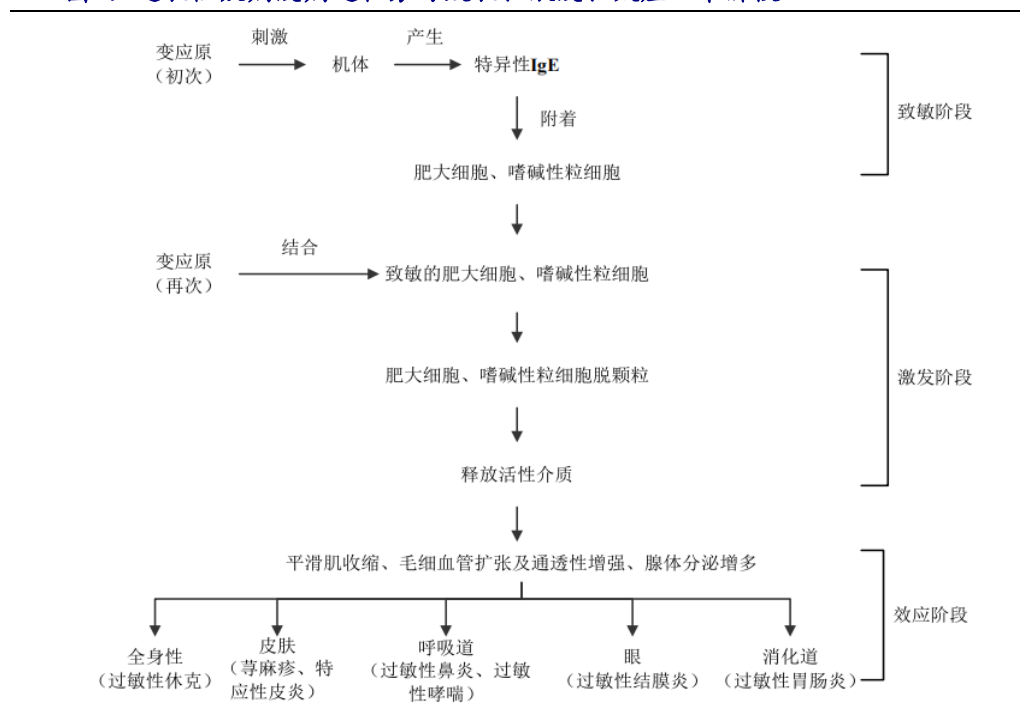
疾病名称	症状	特点
过敏性鼻炎（AR）	鼻痒、阵发性喷嚏、清水样鼻涕、鼻塞	伴有眼部症状，并发过敏性哮喘；可分季节性和常年性过敏性鼻炎
过敏性哮喘（AS）	伴有哮鸣音的呼气性呼吸困难、气促、胸闷、咳嗽，可伴有咳痰	发作前有先兆症状，打喷嚏、流涕等
特应性皮炎（AD）	各种类型的皮疹，伴有不同程度的瘙痒、刺痛、红肿等	分类十分复杂，症状各自有所差异
过敏性结膜炎（AC）	眼痒、流泪、怕光，眼睛异物感，严重时出现视力下降	分为季节性过敏性结膜炎，常年性过敏性结膜炎，巨乳头性结膜炎，春季结膜炎和特异性结膜炎

资料来源：默沙东诊疗手册、中国变应性鼻炎诊断和治疗指南、开源证券研究所

过敏性疾病的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 IgE 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 IgE 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7：过敏性疾病发病过程分为致敏、激发、效应三个阶段

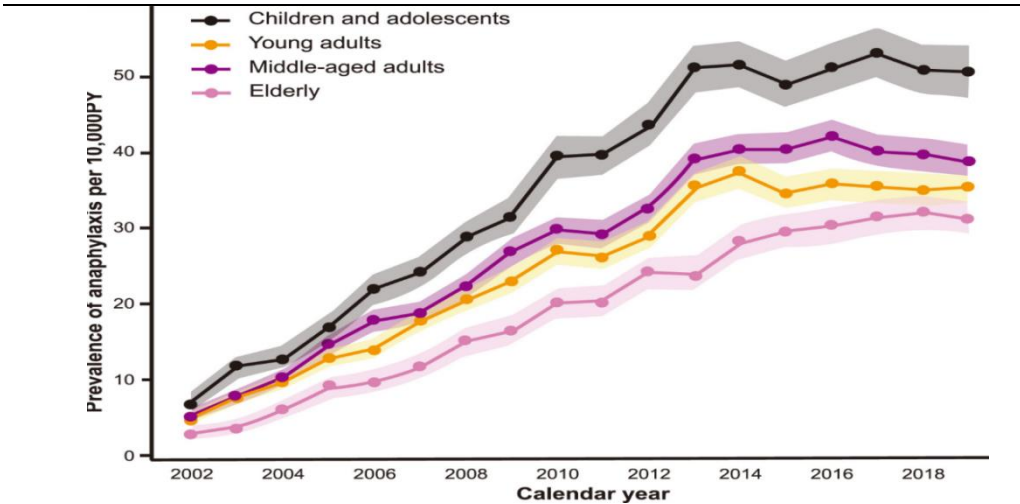


资料来源：我武生物招股说明书

2.1、过敏性疾病发病率逐步上升，中国抗过敏药市场规模持续增长

严重过敏反应发病率逐渐上升。2024 年 12 月发表在 World Allergy Organization Journal 的一篇文章利用韩国国民健康保险-全国样本队列（NHIS-NSC）数据库（2002-2019 年）对严重过敏反应进行了一项回顾性行政队列研究，观察到从 2002 年到 2019 年各年龄组的严重过敏反应发病率逐渐上升，2002 年的发病率最低（5.1 例/10,000 PY），2016 年和 2017 年的发病率最高（44.7 例/10,000 PY）。

图8：2002 年-2019 年严重过敏反应发病率逐渐上升



资料来源：World Allergy Organization Journal

新冠感染者罹患过敏性疾病的风险远高于未感染者。日本的发病率增幅最大，从 27.4/1000 人年增加至 75.1/1000 人年，提升了 174.09%，韩国和英国的发病率分别提升了 19.58%和 15.28%。

表5：与未感染的人群相比，新冠感染者罹患过敏性疾病的风险显著升高

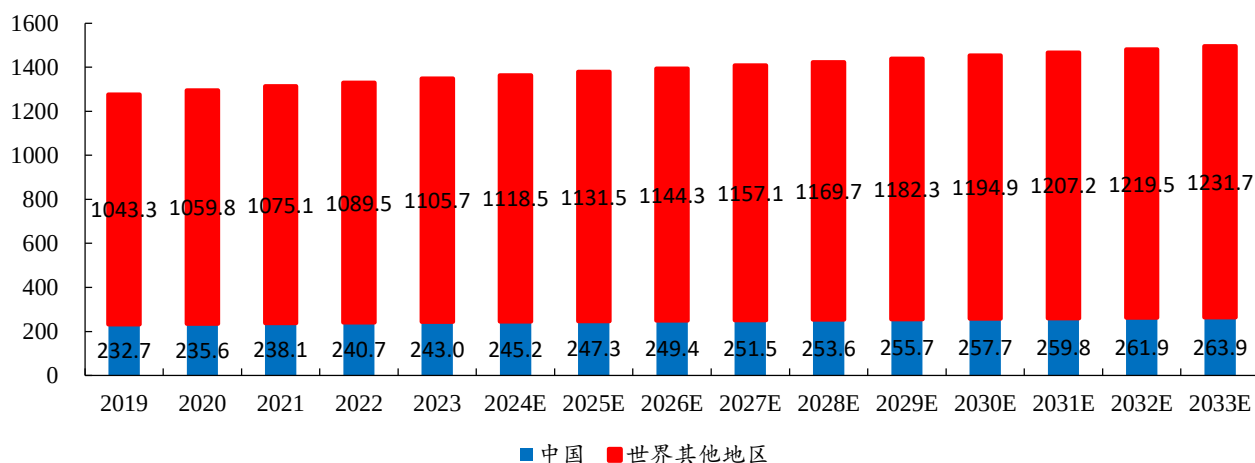
国家	是否感染新冠	过敏性疾病发病率(每 1000 人年)	HR (风险比, 95%置信区间)
韩国	×	24.0	1.00 (参照组)
	√	28.7	1.20 (1.13-1.27)
日本	×	27.4	1.00 (参照组)
	√	75.1	2.65 (2.61-2.69)
英国	×	7.2	1.00 (参照组)
	√	8.3	1.14 (1.06-1.22)

注：此处 HR 排除了年龄和性别两项干扰因素

数据来源：Oh, J., Lee, M., Kim, M. et al. Incident allergic diseases in post-COVID-19 condition: multinational cohort studies from South Korea, Japan and the UK. Nat Commun 15, 2830 (2024).、开源证券研究所

据弗若斯特沙利文预测，2033 年全球过敏性鼻炎患病人数将达 1495.6 百万人，其中中国过敏性鼻炎患病人数将达 263.9 百万人，占比约 17.65%。

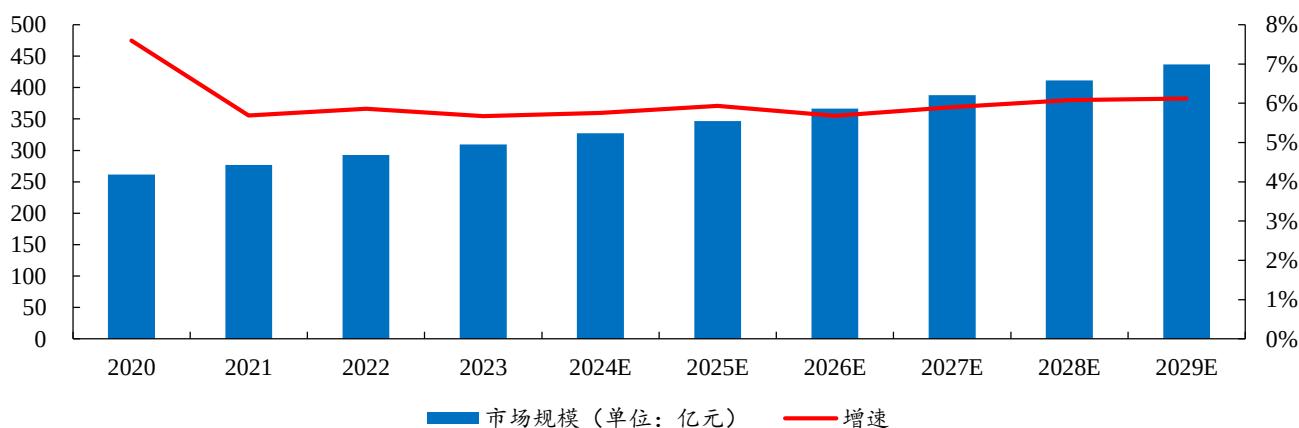
图9：预计全球及中国过敏性鼻炎患病人数将持续增加（单位：百万人）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

随着我国过敏性疾病发病率的持续上升以及国内医药企业在抗过敏药领域的研发投入不断增加，将有更多的国产抗过敏药上市，满足市场需求，预计到2029年中国抗过敏药市场规模达到436.7亿元，同比增长6.12%。

图10：预计中国抗过敏药行业市场规模将持续增长



数据来源：中研普华产业研究院、开源证券研究所

2.2、脱敏治疗为国际认可的唯一可以影响过敏性疾病进程的治疗方法

对症治疗见效快但不能断根。对症治疗无法改变疾病的自然进程，目前主流一线用药为糖皮质激素抗组胺药、抗白三烯药，其特点为见效快，但停药后无长期疗效，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，《全球哮喘防治创议》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。

脱敏治疗优于对症治疗。对症治疗可快速控制临床症状，但无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性，停药后无长期持续疗效。脱敏治疗虽需数周才起效，但通过恰当、科学的脱敏治疗，可使患者对过敏原敏感程度显著降低，能够有效防止过敏性疾病的进一步发展，同时能预防新的过敏症的出现，且停药后具有长期疗效。

表6：舌下脱敏治疗具有无创性、安全性高、操作简便等优势

治疗方式	脱敏治疗	药物治疗
作用机理	通过持续的变应原刺激，改变患者体内变应原特异性 T 细胞反应模式，调节免疫系统中 Th1/Th2 淋巴细胞之间的免疫平衡；同时产生阻断性 sIgG 抗体，抑制粘附分子的表达，从而抑制变应原激发的嗜酸性粒细胞、中性粒细胞等的募集，降低效应细胞脱颗粒，影响过敏性疾病的自然进程，使临床症状明显缓解甚至完全消失。	通过抑制活性介质的释放、抗炎、舒张支气管平滑肌、降低血管通透性，消除过敏原与特异性 IgE 抗体相互作用所引起的病理效应，尽可能快地控制临床过敏症状。
给药方式	舌下含服	皮下注射
便利性	较好，可在任意地点服用治疗，便于携带	较好，方便携带
治疗效果	需数周才起效，但通过恰当、科学的脱敏治疗，可使患者对过敏原敏感程度显著降低，能够有效防止过敏性疾病的进一步发展，同时能预防新的过敏症的出现，且停药后具有长期疗效。	可快速控制临床症状，但无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性，停药后无长期持续疗效

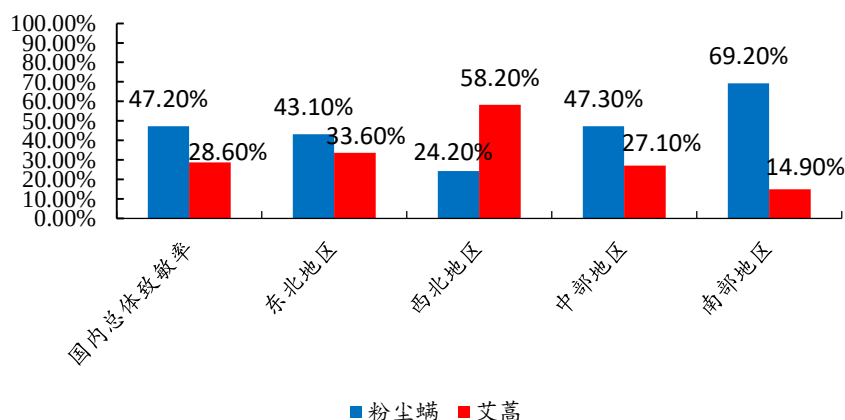
资料来源：我武生物招股说明书、中国变应性鼻炎诊断和治疗指南、开源证券研究所

3、粉尘螨滴剂持续复苏，黄花蒿粉滴剂实现快速放量

3.1、南螨北蒿，我武生物有较大的先发优势

中国过敏原分布有着“南螨北蒿”之说。在湿润温暖的南方，患者较多对粉尘螨、屋尘螨过敏，在干燥寒冷的西北，患者主要对艾蒿等花粉过敏。尘螨是中国大部分过敏患者的头号敌人，随灰尘几乎分布在室内的各处角落，粉尘螨主要以粮食粉尘为食，易在气候湿润的条件下滋生。

图11：粉尘螨和艾蒿是国内主要的致敏原



数据来源：Lou, H., Ma, S., Zhao, Y. et al. Sensitization patterns and minimum screening panels for aeroallergens in self-reported allergic rhinitis in China. Sci Rep 7, 9286 (2017).、开源证券研究所

目前，国内上市的脱敏治疗药物有 4 种，分别为畅迪（粉尘螨滴剂）、畅皓（黄花蒿滴剂）、安脱达（屋尘螨变应原制剂）和阿罗格（螨变应原注射液），研发公司分别为：我武生物、ALK-Abelló 以及 Allergopharma。其中，阿罗格和安脱达均为皮下注射产品，而畅迪、畅皓为舌下滴剂，疗效与皮下注射相当，且安全性和便利性更佳。从价格上来看，畅迪相对于阿罗格和安脱达具有明显优势。2021 年获批上市的畅皓是目前国内唯一一款针对黄花蒿变应原的过敏治疗药物。

表7：我武生物产品覆盖尘螨及花粉过敏原治疗

药品名称	公司	治疗方式	治疗周期
畅迪	我武生物	舌下含服	经过 3 周起始治疗阶段后，需 6 周以上维持治疗
安脱达	ALK-Abelló	皮下注射	起始治疗阶段需 15 周，1 次/周，需 3-5 年维持治疗，1 次/（4-8）周
阿罗格	Allergopharma	皮下注射	起始治疗阶段 1 次/周，需 3 年以上维持治疗，1 次/（4-6）周
畅皓	我武生物	舌下含服	在每年的黄花蒿/艾蒿花粉季开始前至少 4 个月开始治疗，并在整个花粉季期间持续使用，治疗为期 32 周。

资料来源：药品说明书、智研咨询、开源证券研究所

浩欧博独家引进的欧脱克系列产品在海南乐城先行区销售。由浩欧博独家引进的欧脱克系列产品目前只在海南乐城先行区销售，其基本上覆盖了主要的吸入性过敏原，可基本满足吸入性过敏原脱敏治疗的临床需求，价格在 2725 元-6500 元/盒，一盒可使用约 3 个月。

图12：浩欧博独家引进的欧脱克系列产品在海南乐城先行区销售

欧脱克®

过敏原特异性免疫治疗药物 脱敏治疗舌下喷雾剂



资料来源：浩欧博官网、浩欧博公告、海南博鳌超级医院公众号

长春金赛药业与丹麦 ALK-Abelló A/S 公司达成变应原特异性免疫治疗产品合作，将在中国联合开发并商业化 ALK 的屋尘螨（HDM）变应原特异性免疫治疗产品，并获得 ALK 自主开发的 3 款产品在中国大陆范围内的独家代理权益。作为全球首款被批准用于过敏性哮喘和过敏性鼻炎的舌下免疫治疗片剂，尘螨变应原舌下片（ACARIZAX®）已获得多个国家和地区监管机构上市批准，目前已在中国大湾区和海南博鳌乐城医疗先行区应用，并同步正在中国开展 III 期桥接注册研究。

3.2、粉尘螨滴剂效果良好，市场空间较大

粉尘螨滴剂舌下免疫治疗 AR 能明显改善症状、减少药物使用、提高患者生活质量。福建医科大学省立临床学院耳鼻咽喉科收集成人 AR 患者 112 例，随机分为舌下免疫治疗组（SLIT 组）56 例和对照组 56 例，前者以标准化粉尘螨滴剂舌下含服免疫治疗，辅以药物对症治疗，后者单纯使用药物对症治疗，观察并记录治疗后 2 年症状评分、药物评分、鼻炎生活质量评分、不良反应以评价舌下免疫治疗的疗效及安全性。结果显示，SLIT 组治疗 2 年后的各项评分均明显低于对照组，且并未出现严重的全身不良反应。

图13：粉尘螨滴剂舌下免疫治疗 AR 效果显著、安全性高

表 1 2 组不同治疗时间段症状评分的比较 $\bar{x} \pm s$

组别	治疗前	治疗时间			
		第 6 个月	第 12 个月	第 18 个月	第 24 个月
SLIT 组	7.81±3.14	6.00±2.97 ⁽¹⁾	5.12±2.57 ⁽¹⁾	4.65±2.12 ⁽¹⁾	3.89±2.01 ⁽¹⁾
对照组	8.01±3.32	7.38±3.08	6.66±3.10	5.98±2.84	5.20±2.43

与治疗前比较，⁽¹⁾ $P < 0.05$ ；与对照组比较，⁽¹⁾ $P < 0.01$ 。

表 2 2 组不同治疗时间段药物评分的比较 $\bar{x} \pm s$

组别	治疗前	治疗时间			
		第 6 个月	第 12 个月	第 18 个月	第 24 个月
SLIT 组	2.86±0.75	2.18±0.47	1.00±0.11 ⁽²⁾	0.79±0.09 ⁽²⁾	0.44±0.06 ⁽²⁾
对照组	2.95±0.80	2.23±0.70	2.10±0.78	1.50±0.36	1.75±0.40

与治疗前比较，⁽¹⁾ $P < 0.01$ ；与对照组比较，⁽²⁾ $P < 0.01$ 。

表 3 2 组治疗前后患者鼻炎生活质量情况的比较

鼻炎相关生活质量	治疗前		治疗 2 年后	
	SLIT 组	对照组	SLIT 组	对照组
活动	3(2,5)	2.5(1,4)	1(0,2) ⁽²⁾	2(1,3)
睡眠	4(3,6)	4(3,6)	2(1,2.5) ⁽²⁾	4(3,5,5)
非鼻/眼症状	9(7,12)	9(7,11)	4(3,4,5) ⁽²⁾	7(4,9)
实际问题	5(4,7)	6(5,7)	2(1,5,3) ⁽²⁾	4(3,6)
鼻部症状	13(10,17)	15(11,18)	7(5,9,5) ⁽²⁾	13(7,16)
眼部症状	4(2,5,5)	4(1,5,6)	0(0,2) ⁽²⁾	3(1,5,6)
情感	4(2,5)	4(1,5)	1(0,2) ⁽²⁾	2(1,4)
总体生活质量	43(39,46)	44(39,50)	19(15,22) ⁽²⁾	36(26,47)

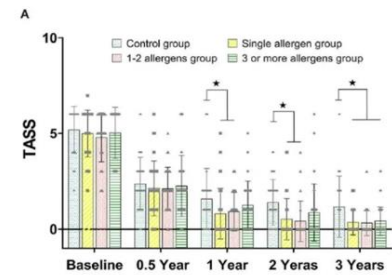
与治疗 2 年后对照组比较，⁽¹⁾ $P < 0.01$ ；与治疗前 SLIT 组比较，⁽²⁾ $P < 0.01$ 。

资料来源：临床耳鼻咽喉头颈外科杂志

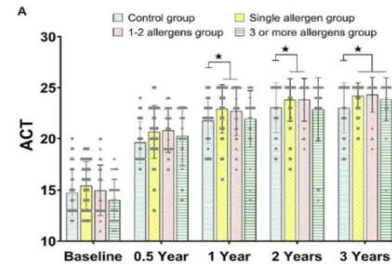
粉尘螨滴剂 SLIT 治疗对单一尘螨致敏或尘螨合并其它过敏原的 AS 患者疗效相当。由山西白求恩医院、山西医科大学第二医院、山西医科大学第一医院共同完成的一项临床试验将 133 名成人过敏性哮喘（AS）患者分为药物对照组和 SLIT 组，其中 SLIT 组包含三个亚组：单一过敏原组（仅对尘螨过敏），1-2 种过敏原组（尘螨合并 1-2 种其它过敏原），和 3 种及以上过敏原组（尘螨合并 3 种及以上过敏原）。在基线和每年就诊时评估哮喘症状总评分（TASS）和哮喘控制测试（ACT），试验结果表明粉尘螨滴剂 SLIT 治疗对单一尘螨致敏或尘螨合并其它过敏原的 AS 患者疗效相当。

图14：粉尘螨滴剂 SLIT 治疗对单一尘螨致敏或多种过敏原的 AS 患者疗效相当

➤ 在治疗3年后，对照组的TASS显著高于单一尘螨致敏组、尘螨合并1-2种过敏原组和尘螨合并3种及以上过敏原组。



➤ 在治疗3年后，单一尘螨致敏组、尘螨合并1-2种过敏原组和尘螨合并3种及以上过敏原组的ACT评分显著高于对照组。



资料来源：Frontiers in medicine

粉尘螨滴剂 SLIT 能显著改善全年龄段哮喘患儿的症状和肺功能。由成都市妇女儿童中心医院儿童呼吸内科艾涛主任团队进行的一项研究，将 200 例尘螨皮肤点刺试验呈阳性的哮喘患儿分为对照组（仅对症治疗）和实验组（SLIT 治疗，根据实际使用对症药物），根据呼出 FeNO 水平、肺功能、视觉模拟评分表、用药评分、昼夜哮喘症状评定、鼻炎症状评分，分别对学龄前组和年龄较大组治疗前后进行评估，结果证明粉尘螨滴剂 SLIT 能显著改善全年龄段哮喘患儿的症状和肺功能。

图15：粉尘螨滴剂 SLIT 对全年龄段哮喘患儿均具有良好疗效
治疗前

- 对于学龄前组，观察组和对照组的所有指标没有显著差异
- 对于年龄较大组，观察组的FVC、FEV1和PEF25评分比对照组略低

TABLE 1 Indexes comparison between the observation group and control group in the young-age group and in the elder group before treatment.

Indexes	Young-age group				Elder group			
	Observation group	Control group	Z/t	P	Observation group	Control group	Z/t	P
	n = 26	n = 33			n = 45	n = 56		
ACT	14.5 (11.75-15)	16 (12-19)	1.494	0.135	13 (10-17)	16 (10-19)	1.642	0.101
VAS	3.5 (3.5-25)	3 (1-5)	1.247	0.212	4 (2-6)	3 (1-6)	1.49	0.136
FVC	90.00 ± 12.33	96.86 ± 16.94	1.732	0.089*	90.3 (83.95-95.4)	98.2 (87.9-104.6)	3.239	0.001*
FEV1	91.27 ± 12.21	97.22 ± 18.09	1.438	0.156*	88.7 (81.5-96.45)	95.3 (86.3-104.0)	3.126	0.002*
FEF	92.40 (87.58-97.10)	95.20 (82.10-104.10)	0.435	0.663	91.61 ± 14.97	96.53 ± 17.02	1.523	0.131*
FEF75	61.20 (41.85-76.13)	52.50 (43.35-61.25)	0.977	0.328	54.8 (42.1-68.35)	48.85 (40.18-63.98)	0.929	0.353
FEF50	68.75 (56.68-84.35)	64.20 (56.15-86.05)	0.099	0.921	66.76 ± 16.05	67.49 ± 20.7	0.194	0.846*
FEF25	70.45 (60.58-81.15)	74.70 (63.8-98.00)	1.412	0.158	65.3 (49.2-75.55)	82.6 (66.58-94.7)	3.837	<0.001*
MMEF75/MMEF25	68.45 (54.55-83.40)	66.10 (55.50-81.80)	0.107	0.915	61.8244 ± 16.40	65.99 ± 20.29	1.116	0.269*
FeNO	29.00 (23.00-48.25)	30.00 (12.50-55.50)	1.092	0.275	33.00 (26.00-45.00)	35.00 (18.00-56.00)	0.396	0.692

VAS, visual analog scale; FeNO, nitric oxide.

*Student's t-test. Mann-Whitney U-test is used for the rest.

*P < 0.05.

治疗后

- 对于学龄前组，观察组FEF75、FEF50、FEF25以及MMEF指标显著高于对照组
- 对于年龄较大组，观察组ACT、FEF75、FEF50、MMEF和FeNO指标显著高于对照组

TABLE 2 Indexes comparison between the observation group and control group in the young-age group and in the elder group after treatment.

Indexes	Young-age group				Elder group			
	Observation group	Control group	Z/t	P	Observation group	Control group	Z/t	P
	n = 26	n = 33			n = 45	n = 56		
ACT	24.5 (20-27)	23 (19-27)	0.737	0.461	26 (20-27)	21 (19-27)	2.216	0.027*
VAS	0 (0-1)	0 (0-1)	4.81	0.63	0 (0-1)	1 (0-1)	1.551	0.121
FVC	105.84 ± 9.67	105.03 ± 13.50	0.26	0.796*	101.1 (94.8-109.9)	106.4 (97.43-111.65)	0.892	0.373
FEV1	108.95 (99.45-114.18)	105.60 (98.9-110.00)	1.321	0.187	102.2 (94.3-112.65)	103.6 (98.3-112)	0.400	0.689
PEF	108.48 ± 9.16	106.48 ± 15.65	0.579	0.565*	104.84 ± 14.68	107.97 ± 15.45	1.032	0.305*
FEF75	92.35 (75.4-109.35)	70.20 (62.65-76.35)	3.512	<0.001*	90.47 ± 23.35	68.05 ± 17.74	5.324	<0.001**
FEF50	97.20 (83.35-106.95)	76.8 (69.7-86.7)	3.535	<0.001*	92.4 (76-105.95)	78.9 (67.43-87.3)	2.993	0.003*
FEF25	101.35 (88.6-107.55)	89 (74.25-98.30)	2.794	0.005*	97.6 (81.2-106.75)	89.1576.75-102.5)	1.476	0.14
MMEF75/MMEF25	97.10 (87.43-109.65)	78 (69.35-88.65)	3.061	0.002*	88.04 ± 20.90	80.21 ± 18.00	2.021	0.046**
FeNO	15.50 (10.00-27.25)	16.00 (13.00-33.00)	0.558	0.577	16.00 (12.00-24.00)	20.00 (15.00-33.50)	2.378	0.017*

VAS, visual analog scale; FeNO, nitric oxide.

*Student's t-test. Mann-Whitney U-test is used for the rest.

*P < 0.05.

资料来源：Frontiers in medicine

粉尘螨滴剂具备重磅产品的潜力。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8：粉尘螨滴剂具备重磅产品市场潜力

规格 (2ml/瓶, 40 滴)	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	粉尘螨滴剂 5 号
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

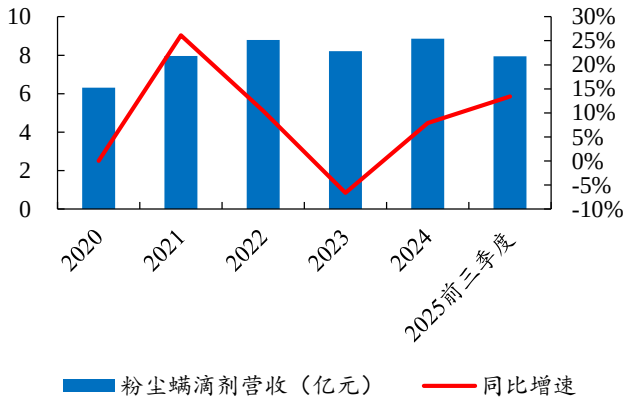
3 滴

2 滴

资料来源：我武生物招股说明书、开源证券研究所

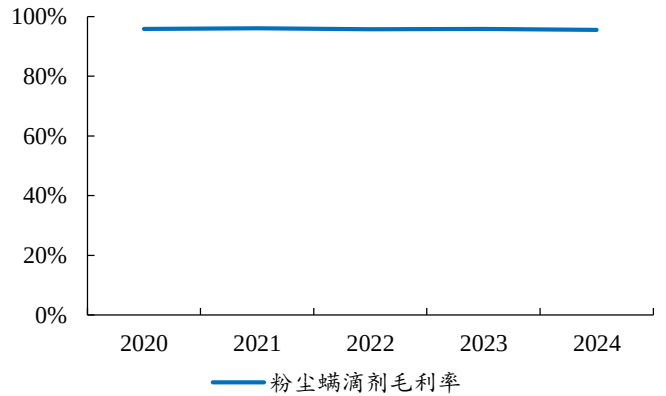
粉尘螨滴剂收入稳健增长，毛利率维持高位。公司粉尘螨滴剂营收由 2020 年的 6.31 亿元增长至 2024 年的 8.86 亿元，CAGR 达 8.86%，2025 年前三季度营收达 7.94 亿元，较上年同期增长 13.38%；近五年毛利率均维持在 95%以上。

图16：近五年粉尘螨滴剂营收稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

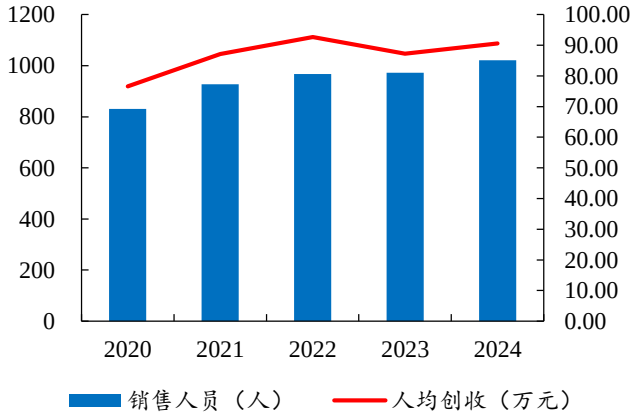
图17：近五年粉尘螨滴剂毛利率维持高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

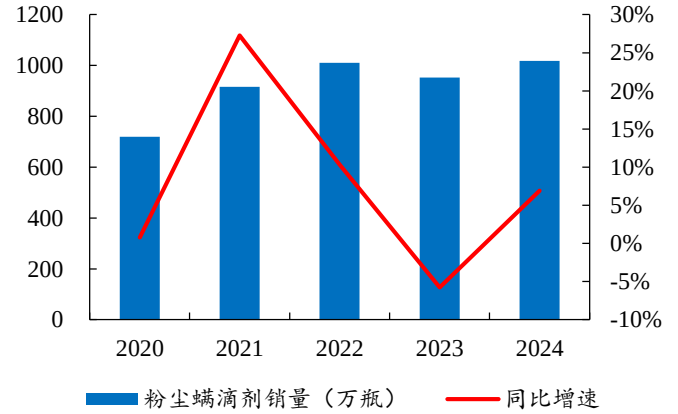
销售人员持续增加，人均创收有所提高。近五年粉尘螨滴剂销量从 720 万瓶增长至 1018 万瓶，复合增速 9.04%；销售人员由 831 人增加至 1021 人，人均创收稳定在 90 万元左右。

图18：近五年公司销售人员持续增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：粉尘螨滴剂有望持续放量



数据来源：公司公告、开源证券研究所

粉尘螨滴剂市场空间较大。根据 Stallergenes2020 年年报，全球脱敏治疗渗透率为 12%，预计中国脱敏治疗渗透率达到 8%时，粉尘螨滴剂市场空间约为 49 亿元，2024 年我武生物的粉尘螨滴剂收入 8.86 亿元，有较大增长空间。

表9：粉尘螨滴剂市场空间较大

适应症	成人过敏性鼻炎	成人过敏性鼻炎
-----	---------	---------

适应症	成人过敏性鼻炎	成人过敏性鼻炎
人口（万人）	118588	22240
患病率	18.12%	23.79%
患者数量（万人）	21488	5291
中重度持续性 AR 占比	19.20%	
国内中重度持续性 AR 患者数（万人）	5142	
尘螨致敏率	47.20%	
适合尘螨脱敏的患者数（万人）	2427	
预计国内粉尘螨滴剂脱敏治疗渗透率	8%	
接受尘螨脱敏治疗人数（万人）	194	
年化费用（元）	2500	
粉尘螨滴剂市场空间（亿元）	49	

数据来源：公司公告、公司资讯、国家统计局、头豹研究院、药渡数据、Lou, H., Ma, S., Zhao, Y. et al. Sensitization patterns and minimum screening panels for aeroallergens in self-reported allergic rhinitis in China. Sci Rep 7, 9286 (2017).、开源证券研究所

3.3、黄花蒿粉滴剂持续放量，有望成为公司新增长点

作为全球首个用于治疗黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎的标准化脱敏药物，黄花蒿花粉变应原舌下滴剂填补了我国北方针对花粉过敏原脱敏的空白。目前尚未有其他企业布局花粉过敏原脱敏治疗产品。

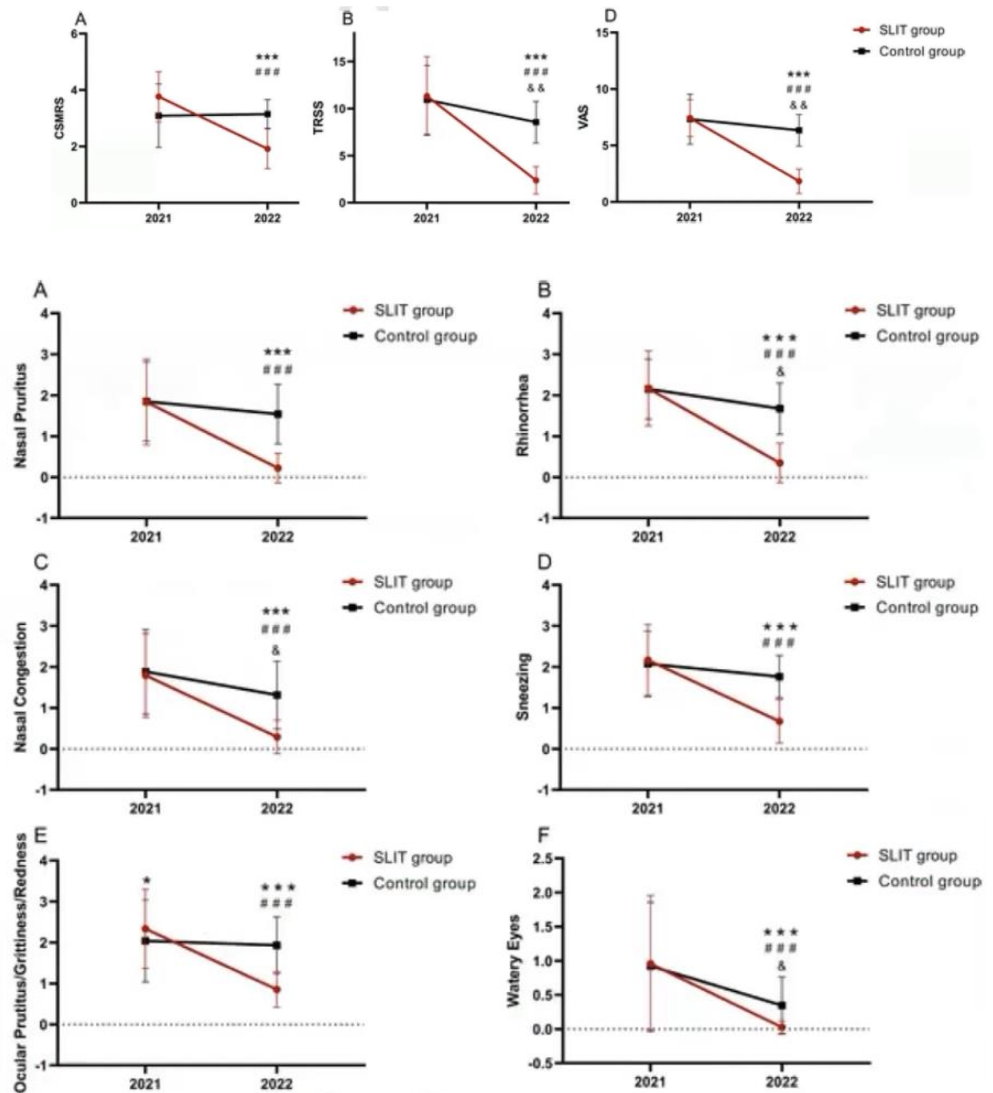
表10：脱敏药物临床试验周期长

临床试验阶段	首例入组时间	登记号	试验名称
I 期	2014 年 2 月 21 日	CTR20131410	黄花蒿花粉过敏患者单、多次舌下含服黄花蒿花粉滴剂的人体耐受性和安全性 I 期临床研究
II 期	2015 年 4 月 6 日	CTR20150073	舌下含服“黄花蒿粉滴剂”用于治疗变应性鼻炎的初步临床疗效及安全性评价
III 期	2017 年 3 月 21 日	CTR20161038	舌下含服“黄花蒿粉滴剂”用于治疗变应性鼻炎的临床疗效及安全性评价
获批上市	2021 年 4 月 2 日	-	-
研发时长			7 年

资料来源：临床试验登记与信息公示平台、公司官网、开源证券研究所

针对蒿属花粉引发的季节性变应性鼻结膜炎（SARC）患者，以剂量调整方式在花粉季中启动黄花蒿花粉变应原 SLIT 是安全且有效的。由山西医科大学附属第一医院耳鼻咽喉头颈外科进行的一项研究结果显示，经过黄花蒿花粉变应原 SLIT 治疗 1 年后，SLIT 组的 CSMRS、TRSS 和 VAS 评分相比于对照组和基线都得到了显著改善。同时，所有鼻结膜炎症状包括鼻痒、流涕、鼻塞、喷嚏眼痒/异物感/眼红和流泪在 SLIT 治疗 1 年后均显著改善，各项症状评分也显著低于对照组。

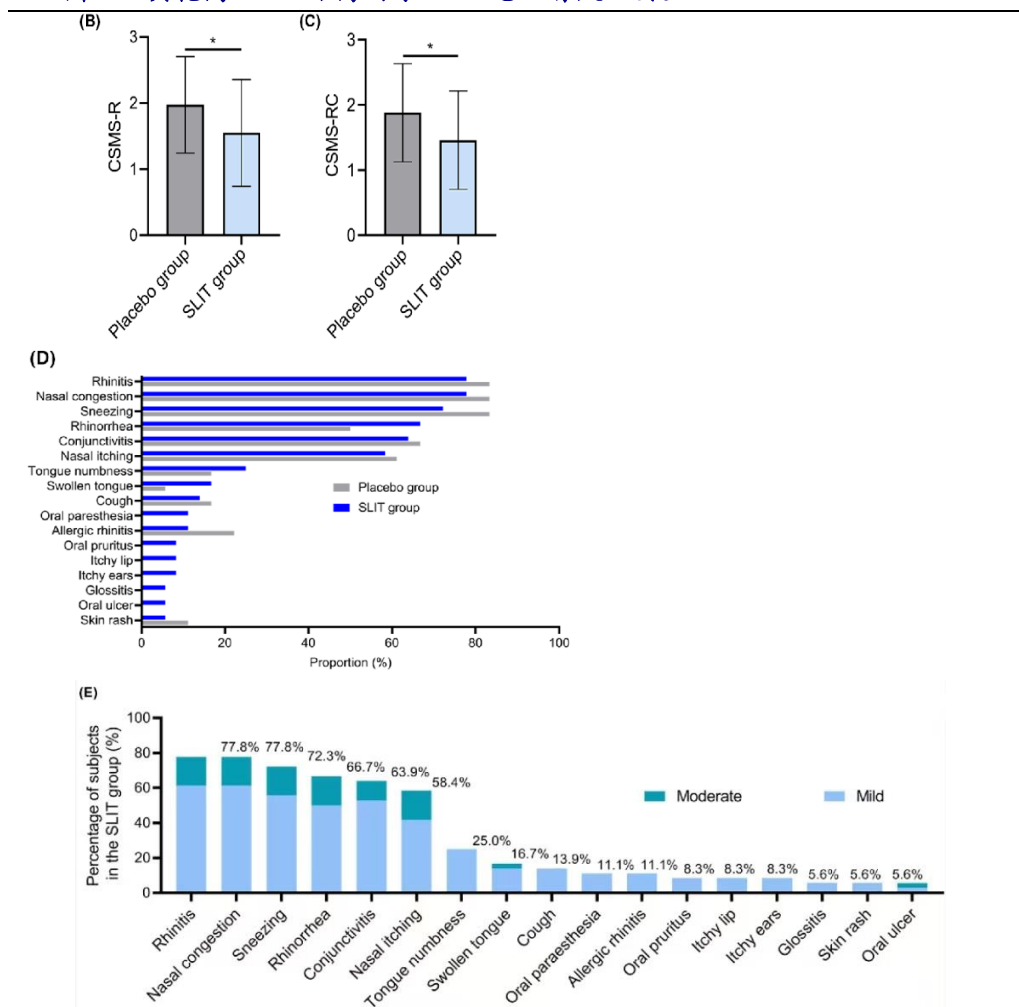
图20：经黄花蒿 SLIT 治疗后 CSMRS、TRSS 和 VAS 评分显著改善



资料来源：American Journal of Otolaryngology

黄花蒿舌下脱敏的适应症扩展至儿童。由首都医科大学附属北京儿童医院耳鼻喉科葛文彤教授团队进行的一项临床试验，纳入了 57 例来自内蒙古的年龄为 4-18 岁的黄花蒿花粉诱导的季节性变应性鼻炎（SAR）儿科患者，随机分为舌下脱敏组和安慰剂组。与安慰剂组相比，SLIT 组 CSMRS-R 和 CSMRS-RC 均有显著改善（图 22B-C）。在 SLIT 组和安慰剂组中，分别有 94.4% 和 100% 的患者经历了治疗相关的 AEs（TRAEs），最常见的发生部位为鼻部、眼睛、喉咙和舌头（图 22D）。SLIT 组儿童常见的 TRAEs 见图 22E，多为轻微症状，与安慰剂组相似。

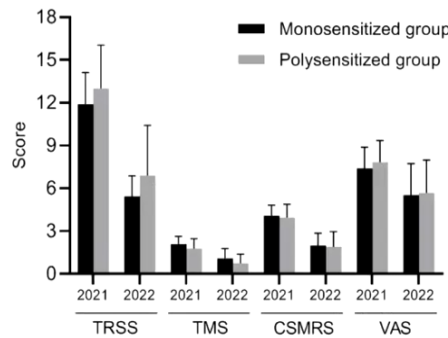
图21：黄花蒿 SLIT 治疗对于 SAR 患儿有效且安全



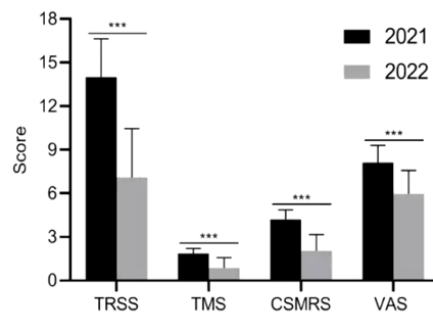
资料来源：Allergy

黄花蒿 SLIT 可改善以蒿属花粉为主要致敏原的多重致敏患者的临床过敏症状。西安交通大学第一附属医院耳鼻咽喉头颈外科权芳主任团队招募了 150 例 SARC 患者，根据皮肤点刺结果将患者分为单一致敏组（仅对黄花蒿致敏）和多重致敏组（对黄花蒿致敏，且对粉尘螨、屋尘螨、豚草、葎草、藜属、柳树、悬铃木、猫毛、狗毛中至少一种致敏），结果显示，经过黄花蒿 SLIT 治疗 1 年后，两个亚组的 TRSS、TMS、CSMRS 和 VAS 无显著差异。此外，团队分析了 15 例合并尘螨（HDM）致敏的 SARC 患者使用黄花蒿 SLIT 的疗效，结果显示在此患者群体中，与基线值相比，2022 年草花粉季的 TRSS、TMS、CSMRS 和 VAS 的临床改善仍然存在。

图22：黄花蒿 SLIT 对以蒿属花粉为主要致敏原的多重致敏患者同样有效



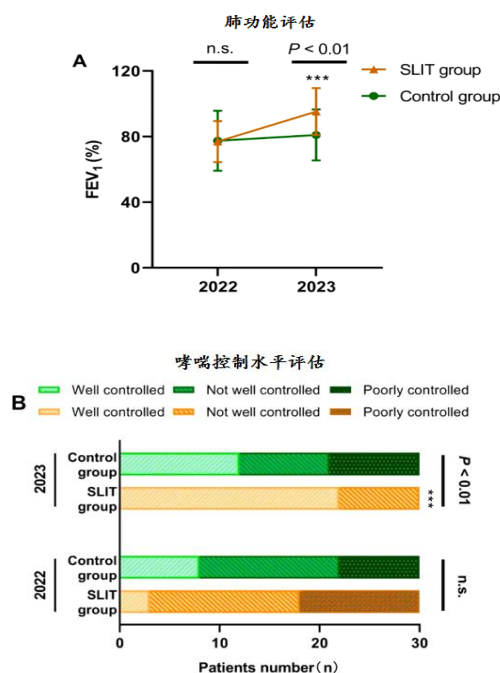
合并HDM致敏的黄花蒿SAR患者SLIT的临床疗效



资料来源：American Journal of Otolaryngology

黄花蒿 SLIT 治疗能够改善轻中度 AS 患者的哮喘控制和肺功能。研究于 2022 年 10 月至 2023 年 10 月在北部战区总医院的过敏门诊进行，共纳入 60 例蒿属花粉诱导的轻中度 AS 患者。结果显示，2022 年花粉季 SLIT 组与对照组 FEV1 水平无显著差异，而在 2023 年花粉季两组间 FEV1 水平表现出显著性差异，与基线相比只有 SLIT 组患者 FEV1 水平显著升高；在基线 SLIT 组分别有 3 例控制良好、15 例控制不佳、12 例控制很差，治疗后 22 例控制良好、8 例控制不佳，差异显著，而对照组治疗前后差异无统计学意义。

图23：黄花蒿 SLIT 治疗能够改善轻中度 AS 患者的哮喘控制和肺功能



资料来源：International Archives of Allergy and Immunology

黄花蒿花粉滴剂用药分为递增阶段和维持阶段：（1）递增阶段患者从 1 号低浓度产品开始，逐步替换到高浓度产品，每个产品服用一周共计五周；（2）维持阶段从第六周开始，患者每天服用 5 号，每日 1 次，每次 3 滴，或遵医嘱。整体用药疗程预计为 32 周，推荐在每年预期的黄花蒿/艾蒿花粉季开始前至少 4 个月开始治疗，并在整个花粉季期间持续使用。

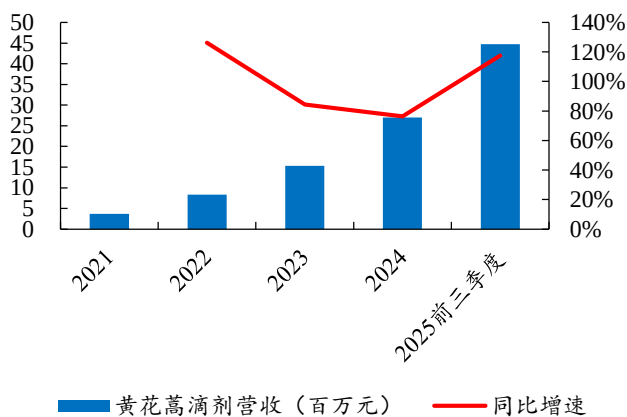
表11：黄花蒿花粉滴剂用法用量

规格	黄花蒿 1 号	黄花蒿 2 号	黄花蒿 3 号	黄花蒿 4 号	黄花蒿 5 号	黄花蒿 5 号
时间	第一周	第二周	第三周	第四周	第五周	第六周及以后
第一天	1 滴	1 滴	1 滴	1 滴	1 滴	3 滴
第二天	2 滴	2 滴	2 滴	2 滴	1 滴	3 滴
第三天	3 滴	3 滴	3 滴	3 滴	2 滴	3 滴
第四天	4 滴	4 滴	4 滴	4 滴	2 滴	3 滴
第五天	5 滴	5 滴	5 滴	5 滴	3 滴	3 滴
第六天	5 滴	5 滴	5 滴	5 滴	3 滴	3 滴
第七天	5 滴	5 滴	5 滴	5 滴	3 滴	3 滴

资料来源：药品说明书、开源证券研究所

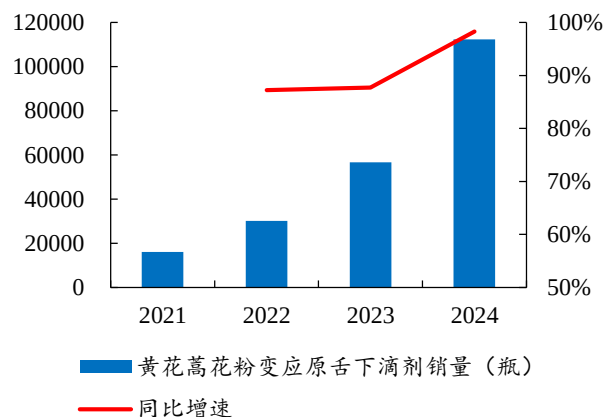
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂持续放量。营收从 2021 年的 3.67 百万元增长至 2024 年的 27.01 百万元，CAGR 达 64.71%，2025 年前三季度营收 44.76 百万元，较上年同期增长 117.58%；销量从 2021 年的 16,117 瓶增长至 2024 年的 112,309 瓶，CAGR 达 91.00%。公司持续加大北方市场的推广力度，通过赠药等活动推动黄花蒿粉滴剂的增长。

图24：黄花蒿滴剂营收逐年攀升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：黄花蒿滴剂持续快速放量



数据来源：公司公告、开源证券研究所

黄花蒿粉滴剂市场空间较大。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，因黄花蒿滴剂为2021年新上市产品，市场培育期较短，药品渗透率低，假设以粉尘螨滴剂渗透率的一半（4%）进行预计，黄花蒿滴剂市场空间将达71亿元。同时黄花蒿滴剂年化费用约为粉尘螨滴剂的4倍，随着公司在北方地区的大力拓展，黄花蒿滴剂未来销售额有望超过粉尘螨滴剂。

表12：预计黄花蒿滴剂约71亿元市场空间

适应症	成人过敏性鼻炎	儿童过敏性鼻炎
人口（万人）	118588	22240
患病率	18.12%	23.79%
患者数量（万人）	21488	5291
中重度纯持续性AR占比	19.20%	
国内中重度纯持续性AR患者数（万人）	5142	
黄花蒿致敏率	28.60%	
适合黄花蒿滴剂脱敏的患者数（万人）	1470	
预计国内黄花蒿滴剂脱敏治疗渗透率	4%	
接受黄花蒿滴剂脱敏治疗人数（万人）	59	
年化费用（元）	12000	
黄花蒿滴剂市场空间（亿元）	71	

数据来源：国家统计局、头豹研究院、药渡数据、Lou, H., Ma, S., Zhao, Y. et al. Sensitization patterns and minimum screening panels for aeroallergens in self-reported allergic rhinitis in China. Sci Rep 7, 9286 (2017)、开源证券研究所

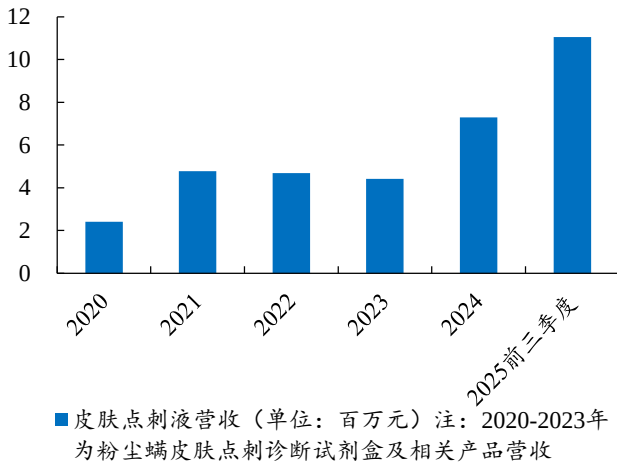
3.4、点刺液逐步丰富，有望提升过敏原检出率

2024年12月，由公司提交注册的“悬铃木花粉变应原皮肤点刺液”、“德国小蠊变应原皮肤点刺液”、“猫毛皮屑变应原皮肤点刺液”上市许可申请获得批准。前述3项点刺液品种与公司已上市的“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“黄花蒿花粉变应原皮肤点刺液”、“白桦花粉变应原皮肤点刺液”、“葎草花粉变应原皮肤点刺液”产品互为补充，可以满足更多过敏性疾病患者的过敏原检测需求。

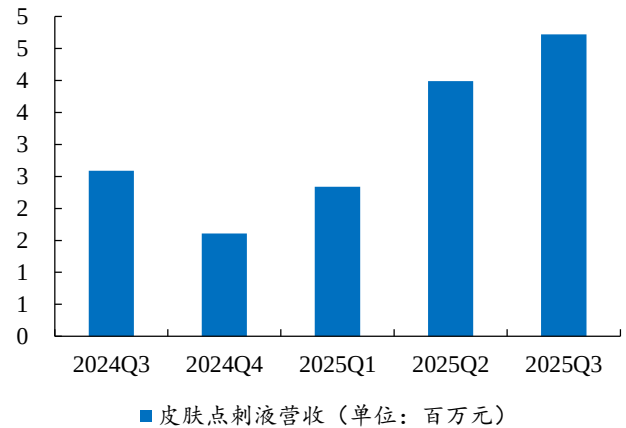
图26：皮肤点刺液产品覆盖多过敏原


资料来源：公司官网、公司微信公众号、公司公告、开源证券研究所

皮肤点刺液营收实现大幅增长。营收从2021年的2.41百万元增长至2024年的7.3百万元，CAGR达31.92%，2025前三季度实现收入11.05百万元，同比增长94.10%；从季度上看，皮肤点刺液营收环比大幅增长。

图27：2025年皮肤点刺液收入实现大幅增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

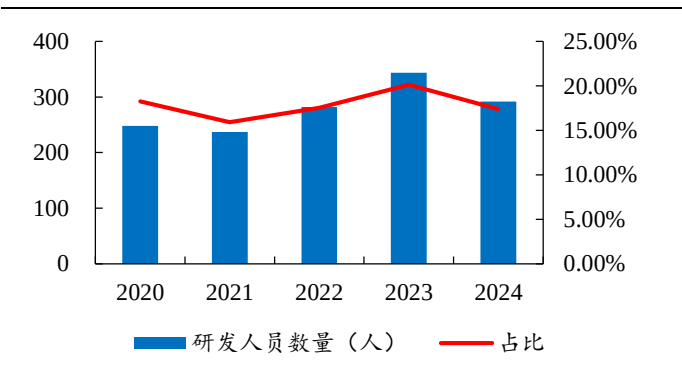
图28：皮肤点刺液营收季度环比增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.5、研发强度大，逐步拓展干细胞等前沿领域

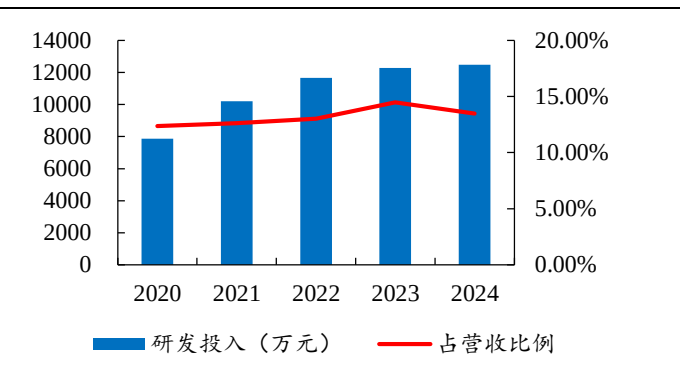
研发强度大，在研项目进展顺利。2024年公司进一步优化研发人员结构，提高硕士及以上研发人员占比，近五年公司研发人员占比均突破15%，2023年突破20%。2020年至2024年公司研发投入从7864万元增加至12476万元，近三年占营收比例均突破13%。

图29：近五年研发人员占比均突破 15%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：近三年研发投入占比均突破 13%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

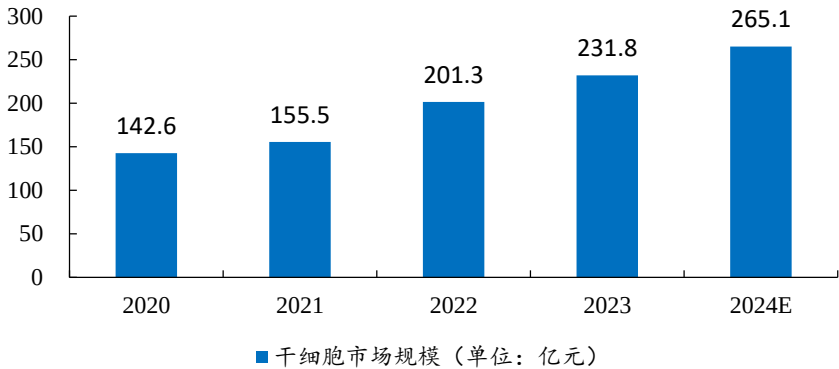
表13：公司在研项目进展

研发产品名称	适应症或功能主治	截至 2024 年末进展情况	对公司未来影响
豚草花粉点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与豚草花粉致敏相关的 I 型变态反应性疾病	获得 III 期临床试验总结报告	丰富产品线
狗毛皮屑点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与狗毛皮屑致敏相关的 I 型变态反应性疾病	获得 III 期临床试验总结报告	丰富产品线
烟曲霉点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与烟曲霉致敏相关的 I 型变态反应性疾病	I 期临床试验阶段	丰富产品线
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	II 期临床试验阶段	丰富产品线
皮炎诊断贴剂 02 贴	通过斑贴试验，辅助诊断与卡松、对苯二胺、甲醛致敏相关的变应性接触性皮炎	药物临床试验申请获得批准	丰富产品线
屋尘螨膜剂	作为特异性免疫治疗方式，用于尘螨致敏相关的变应性鼻炎（伴或不伴过敏性结膜炎、过敏性鼻炎）的成人患者	药物临床试验申请获得批准	丰富产品线
吸入用苦丁皂苷 A 溶液	支气管哮喘和慢性阻塞性肺疾病	II 期临床试验阶段	完善治疗方案，并延伸至慢性阻塞性肺疾病的治疗

资料来源：公司公告、开源证券研究所

国内干细胞市场规模逐年扩大。国内干细胞市场规模从 2020 年的 142.6 亿元增长至 2023 年的 231.8 亿元，复合增速达 17.58%。

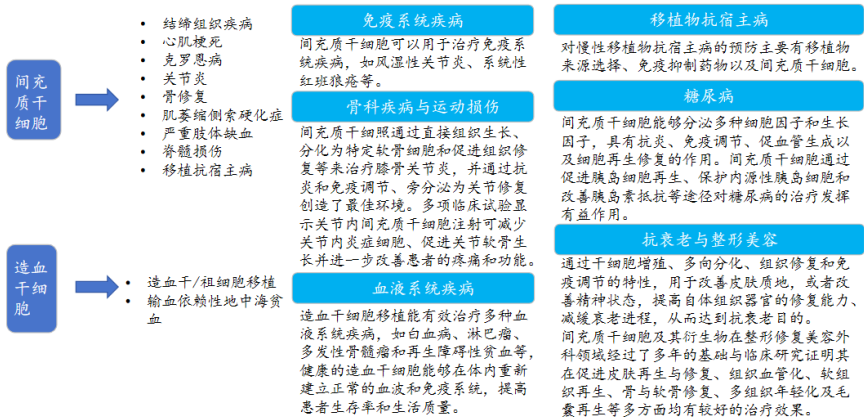
图31：国内干细胞市场规模逐年扩大



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

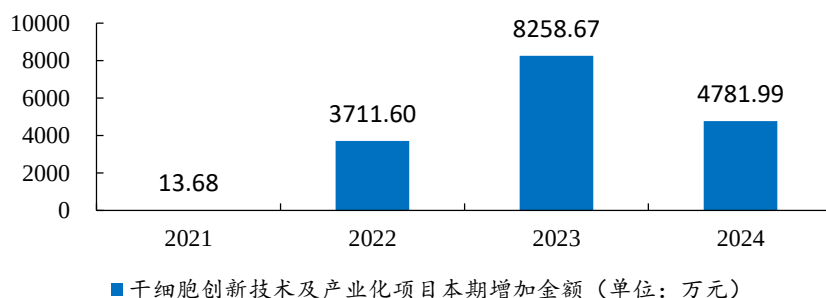
干细胞行业应用空间广阔。干细胞具有强大的再生和修复能力，在许多疾病的治疗中都有潜在的应用。目前干细胞治疗已经在上百种疾病中进行了临床研究，涉及重大疾病的防治和康复。随着科学技术的不断进步，干细胞在未来的医疗领域中会发挥更加重要的作用。

图32：干细胞行业应用空间广阔



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

在干细胞领域，公司的仿生培养技术可在最接近人体生理条件的环境下培养干细胞，使其能够最大限度地保持细胞的干性、维持分化潜力，具有更好的医学潜能。此外，通过选择细胞来源、调节培养基、培养方式，已拥有多种不同细胞种类和细胞群，可适用于不同的疾病治疗需求。

图33：公司在干细胞领域未来前景广阔


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，我武生物增长势头强劲，在稳固粉尘螨滴剂业务的基础上，全力推进黄花蒿花粉变应原舌下滴剂与皮肤点刺液的放量，积极布局干细胞与天然药物领域，我们预计：

(1) 粉尘螨滴剂的业绩贡献稳中有进，随着公司持续开拓市场，业绩预计快速增长，2025-2027 年粉尘螨滴剂业务的收入增速为 15.00%、15.00%、16.00%。

(2) 黄花蒿花粉变应原舌下滴剂业务有望保持快速放量态势，预计 2025-2027 年收入增速为 100.00%、100.00%、100.00%。

(3) 皮肤点刺液业务未来有望保持增势，随着公司更多皮肤点刺液产品的上市和放量，预计 2025-2027 年收入增速为 100.00%、100.00%、100.00%。

(4) 其他业务保持稳健增长，预计 2025-2027 年收入增速为 1.00%、1.00%、1.00%。

表14：2025-2027 年我武生物各版块营收预计稳健增长（单位：百万元）

板块	财务表现	2024A	2025E	2026E	2027E
粉尘螨滴剂	营收	885.56	1018.40	1171.15	1358.54
	同比增速 (%)	7.86	15.00	15.00	16.00
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	营收	27.01	54.02	108.04	216.08
	同比增速 (%)	76.43	100.00	100.00	100.00
皮肤点刺液	营收	7.30	14.61	29.22	58.43
	同比增速 (%)	103.08	100.00	100.00	100.00
其他	营收	1.59	1.60	1.62	1.64
	同比增速 (%)	92.99	1.00	1.00	1.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：2025-2027 年关键假设数据来自开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

公司是国内脱敏治疗市场的龙头企业，在变应原产品领域取得了一系列核心技术。公司黄花蒿花粉变应原舌下滴剂销量逐年攀升，随着北方市场的逐步开拓，将

维持快速放量态势；粉尘螨滴剂稳中求进，仍有较大市场增长空间；皮肤点刺产品线丰富，在研的豚草花粉点刺液、狗毛皮屑点刺液、烟曲霉点刺液等产品有望逐步上市，满足更多过敏性疾病患者的过敏原检测需求。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.99/4.93/6.00 亿元，当前股价对应 PE 分别为 41.0/33.3/27.3 倍。我们选取与我武生物业务相近的国内医药企业片仔癀、通策医疗与爱尔眼科作比较。与可比公司对比，我武生物处于快速增长阶段，且有较强的持续性，作为国内脱敏治疗龙头企业，我们认为公司业绩处于加速阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15：与可比公司相比，公司业绩处于加速阶段

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600436.SH	片仔癀	176.74	-9.24	10.16	13.47	39.2	35.6	31.4
600763.SH	通策医疗	41.95	5.94	9.74	11.78	35.3	32.1	28.8
300015.SZ	爱尔眼科	11.59	7.23	14.22	14.82	28.0	24.5	21.3
可比公司平均			1.31	11.38	13.36	34.2	30.7	27.2
300357.SZ	我武生物	31.29	25.58	23.42	21.76	41.0	33.3	27.3

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：片仔癀、通策医疗、爱尔眼科的盈利预测来自 Wind 一致预测数据，我武生物的盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2025 年 11 月 26 日收盘

5、风险提示

主导产品较为集中的风险：公司主导产品“粉尘螨滴剂”是营业收入的主要来源，占营业收入的比重较大。公司产品“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”、以及“黄花蒿花粉变应原皮肤点刺液”等 6 项点刺液品种的规模化销售需要一定的时间。因此，公司在一段时间内仍面临主导产品较为集中的风险。

新药开发的風險：由于我国对药物注册有严格规定，药品注册需经过临床前研究、临床试验申请、临床试验、药品上市许可等阶段，并由国务院药品监督管理部门批准，发放药品注册证书，方可获准上市销售。因此，药品从研发至上市销售的整体流程耗时较长。如果公司在研发过程中出现研发计划未能顺利执行、临床前研发工作未能顺利完成等情形，该等情形将影响在研产品未来的市场竞争力或出现前期投入无法收回的情况，对产品规划、增长潜力和持续发展带来不利影响。

行业政策风险：我国医疗体制正处在变革阶段，相关的政策法规体系正在逐步制订和不断完善。现行版《药品管理法》加大了对药品生产、经营违规行为的处罚力度；此外，为优化药品审评审批工作流程，规范和加强药品注册管理，市场监管总局印发了《药品注册管理办法》；同时为落实药品全生命周期管理要求，加强药品生产监督管理，印发了《药品生产监督管理办法》。整体而言，医药行业的监管逐年趋紧，质量管理标准不断完善与提高，可能导致公司研发周期延长或获批时间的不确定性增加。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1570	1651	2109	2245	2951
现金	1171	1119	1321	1627	1981
应收票据及应收账款	162	178	271	237	415
其他应收款	6	7	9	10	13
预付账款	6	3	142	0	137
存货	59	58	79	84	118
其他流动资产	166	287	287	287	287
非流动资产	992	1058	1114	1201	1356
长期投资	74	73	68	64	60
固定资产	449	443	543	652	803
无形资产	188	182	178	174	169
其他非流动资产	281	360	325	311	325
资产总计	2562	2709	3223	3446	4306
流动负债	177	183	376	220	569
短期借款	34	13	219	18	358
应付票据及应付账款	8	48	0	50	3
其他流动负债	135	122	157	152	208
非流动负债	81	68	68	68	68
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	81	68	68	68	68
负债合计	258	250	444	288	637
少数股东权益	119	105	89	68	69
股本	524	524	524	524	524
资本公积	128	128	128	128	128
留存收益	1533	1702	1977	2321	2762
归属母公司股东权益	2185	2354	2690	3090	3601
负债和股东权益	2562	2709	3223	3446	4306

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	382	262	127	694	270
净利润	296	304	383	472	600
折旧摊销	32	46	39	47	57
财务费用	-29	-30	-27	-34	-39
投资损失	-2	-4	-4	-5	-4
营运资金变动	47	-91	-262	216	-342
其他经营现金流	38	38	-1	-2	-2
投资活动现金流	-192	-596	-91	-129	-207
资本支出	209	118	100	138	216
长期投资	6	-479	5	4	4
其他投资现金流	11	1	5	5	5
筹资活动现金流	-23	-147	-30	-63	-47
短期借款	34	-22	206	-201	340
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-58	-125	-236	138	-387
现金净增加额	167	-480	7	502	17

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	848	925	1093	1314	1639
营业成本	40	45	52	62	77
营业税金及附加	6	10	7	10	13
营业费用	323	361	416	493	606
管理费用	62	73	81	93	113
研发费用	112	120	131	155	177
财务费用	-29	-30	-27	-34	-39
资产减值损失	-0	0	0	0	0
其他收益	9	16	19	19	16
公允价值变动收益	-1	2	0	1	1
投资净收益	2	4	4	5	4
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	345	369	456	560	713
营业外收入	2	0	1	2	1
营业外支出	1	4	1	2	2
利润总额	346	365	456	560	713
所得税	50	61	73	88	112
净利润	296	304	383	472	600
少数股东损益	-15	-13	-16	-21	1
归属母公司净利润	310	318	399	493	600
EBITDA	345	378	465	570	727
EPS(元)	0.59	0.61	0.76	0.94	1.15

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.3	9.1	18.1	20.3	24.7
营业利润(%)	-12.9	7.0	23.5	22.9	27.3
归属于母公司净利润(%)	-11.1	2.5	25.6	23.4	21.8
获利能力					
毛利率(%)	95.3	95.2	95.2	95.2	95.3
净利率(%)	36.6	34.3	36.5	37.5	36.6
ROE(%)	12.8	12.4	13.8	14.9	16.4
ROIC(%)	11.7	11.4	12.1	13.9	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	10.1	9.2	13.8	8.4	14.8
净负债比率(%)	-46.5	-42.4	-37.5	-49.1	-42.6
流动比率	8.9	9.0	5.6	10.2	5.2
速动比率	8.5	8.6	5.0	9.7	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.4	6.3	5.8	6.0	5.9
应付账款周转率	5.1	1.6	2.2	2.5	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.61	0.76	0.94	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.50	0.24	1.33	0.52
每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.50	5.14	5.90	6.88
估值比率					
P/E	52.8	51.5	41.0	33.3	27.3
P/B	7.5	7.0	6.1	5.3	4.5
EV/EBITDA	44.4	40.3	32.7	25.8	20.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn