

业绩基本符合预期，收入稳健增长 增持（维持）

2019年08月14日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	501	663	863	1,121
同比（%）	29.9%	32.5%	30.0%	30.0%
归母净利润（百万元）	233	300	387	501
同比（%）	25.1%	28.7%	29.2%	29.4%
每股收益（元/股）	0.44	0.57	0.74	0.96
P/E（倍）	77.34	60.10	46.52	35.95

投资要点

■ **业绩基本符合预期，收入稳健增长：**公司实现营业收入 2.74 亿元，比上年同期增长 25.43%；营业利润 1.50 亿元，比上年同期增长 23.06%；归属于上市公司普通股股东的净利润 1.3 亿元，比上年同期增长 25.53%。公司毛利率略有提升，主要是去年投料不均衡导致毛利率偏低。考虑到去年年底新增 114 位销售人员，导致销售费用率增至 35.9%，上半年这部分人员暂未产生效益。考虑到公司近年来人均创收连年提升，2018 年人均创收 55.6 万（2017 年 53.7 万），我们预计新增销售将在 2019 年下半年带来显著的盈利增长，维持全年 30% 的收入预期。

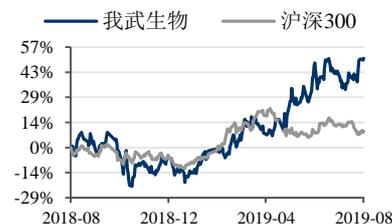
■ **国内过敏性鼻炎患者中尘螨致敏来源占比高，公司检测产品线扩充有望加快市场推广：**据《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识》尘螨是引起我国过敏性鼻炎最常见的过敏原，粉尘螨致敏的整体阳性率高达 59.0%。目前我国的过敏原检测仍然以血检为主，但是由于单价高、准确度差阻碍了脱敏治疗的发展。公司粉尘螨诊断试剂盒 2018 年收入 372.8 万元，收入比重 0.74%。公司新批屋尘螨诊断试剂盒和粉尘螨诊断试剂盒相互配合，有望在致敏原诊断上上新的台阶，有望在过敏诊断试剂领域迅速扩大销售额。

■ **在研产品进展顺利，黄花蒿粉滴剂已经进入优先审评：**公司新产品黄花蒿粉滴剂目前已经报产，成人组三期临床数据优秀，已经进入优先审评，预计黄花蒿粉滴剂大概率能在明年获批。目前黄花蒿是除了螨虫致敏外的第二大过敏原，而且主要瞄准北方市场，和公司原本较有优势的南方市场互为优势互补，看好黄花蒿粉滴剂上市带来的增量。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元，归母净利润分别为 3.00 亿元、3.87 亿元和 5.01 亿元，对应 EPS 分别 0.57 元、0.74 元和 0.96 元。考虑到公司在我国脱敏治疗领域具备稀缺性，未来产品渗透空间广阔，短期渠道布局迎来收获期，中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

■ **风险提示：**行业政策变化风险、主导产品较集中的风险、新药开发进度不达预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.40
一年最低/最高价	17.17/35.29
市净率(倍)	16.33
流通 A 股市值(百万元)	15734.34

基础数据

每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	4.08
总股本(百万股)	523.58
流通 A 股(百万股)	457.39

相关研究

1、《我武生物 (300357)：屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒获批上市，产品线进一步丰富》

2019-07-25

2、《我武生物 (300357)：业绩预增 20%-30%，销售费用率提升或拖累业绩》

2019-07-16

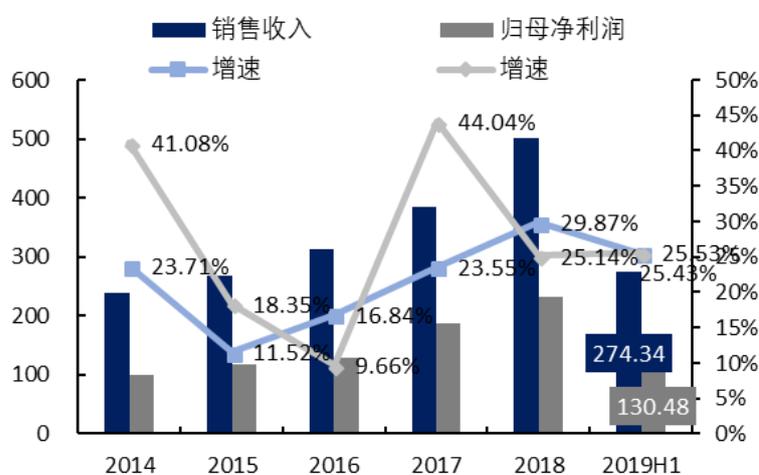
3、《我武生物 (300357)：业绩增速 30%符合预期，销售费用增加为未来增长带来保障》

2019-04-01

1. 业绩基本符合预期，收入稳健增长

公司实现营业收入 2.74 亿元，比上年同期增长 25.43%；营业利润 1.50 亿元，比上年同期增长 23.06%；归属于上市公司普通股股东的净利润 1.3 亿元，比上年同期增长 25.53%。基本符合预期。我国脱敏治疗市场规模不断扩大，公司主导产品销售收入持续较快增长，管理效率持续优化，盈利水平较去年保持快速增长。公司产品在国内华南、华中、华东等重点区域均实现较快增长，在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标，销售网络已进入到全国大多数省级城市和部分地县级城市，患者规模不断扩大。根据草根调研，公司新患增速维持在 20% 以上，保证未来业绩的持续稳定快速增长。

表1：公司收入利润增长情况（百万元）

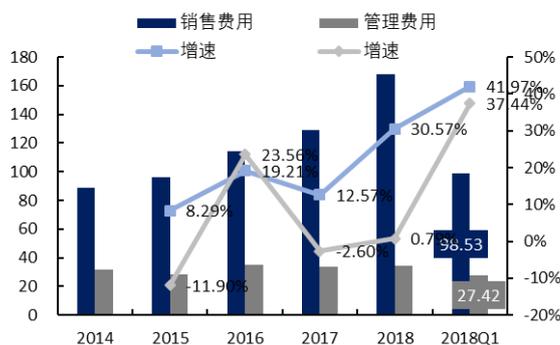
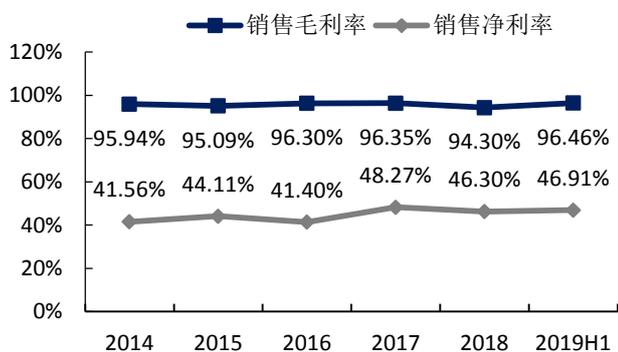


数据来源：wind、东吴证券研究所

公司毛利率略有提升，主要是去年投料不均衡导致毛利率偏低。考虑到去年年底新增 114 位销售人员，导致销售费用率增至 35.9%，上半年这部分人员暂未产生效益。考虑到公司近年来人均创收连年提升，2018 年人均创收 55.6 万（2017 年 53.7 万），我们预计新增销售将在 2019 年下半年带来显著的盈利增长，维持全年 30% 的收入预期。

表2：公司毛利率、净利率变化

表3：公司管理费用、销售费用变化(百万元)



数据来源：wind、东吴证券研究所

数据来源：wind、东吴证券研究所

*管理费用均为计入研发费用后的口径

2. 国内过敏性鼻炎患者中尘螨致敏来源占比高，公司检测产品线扩充有望加快市场推广

据《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识》尘螨是引起我国过敏性鼻炎最常见的过敏原，粉尘螨致敏的整体阳性率高达 59.0%。目前我国的过敏原检测仍然以血检为主，但是由于单价高、准确度差阻碍了脱敏治疗的发展。公司粉尘螨诊断试剂盒 2018 年收入 372.8 万元，收入比重 0.74%。公司新批屋尘螨诊断试剂盒和粉尘螨诊断试剂盒相互配合，有望在致敏原诊断上上新的台阶，有望在过敏诊断试剂领域迅速扩大销售额。

3. 在研产品进展顺利，黄花蒿粉滴剂已经进入优先审评

公司新产品黄花蒿粉滴剂目前已经报产，成人组三期临床数据优秀，已经进入优先审评，预计黄花蒿粉滴剂大概率能在明年获批。目前黄花蒿是除了螨虫致敏外的第二大过敏原，而且主要瞄准北方市场，和公司原本较有优势的南方市场互为优势互补，看好黄花蒿粉滴剂上市带来的增量。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元，归母净利润分别为 3.00 亿元、3.87 亿元和 5.01 亿元，对应 EPS 分别 0.57 元、0.74 元和 0.96 元。考虑到公司在我国脱敏治疗领域具备稀缺性，未来产品渗透空间广阔，短期渠道布局迎来收获期，中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

5. 风险提示

行业政策变化风险、主导产品较集中的风险、新药开发进度不达预期的风险。

我武生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	782	1,186	1,326	1,583	营业收入	501	663	863	1,121
现金	460	792	866	1,005	减:营业成本	29	25	33	45
应收账款	109	170	192	279	营业税金及附加	3	3	5	6
存货	23	14	35	33	营业费用	168	239	309	392
其他流动资产	189	210	233	267	管理费用	34	63	86	117
非流动资产	276	341	420	517	财务费用	-11	-13	-18	-20
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产	120	163	218	287	加:投资净收益	8	5	6	7
在建工程	18	20	20	22	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	143	166	193	营业利润	271	351	454	587
其他非流动资产	15	15	15	15	加:营业外净收支	2	1	0	1
资产总计	1,058	1,527	1,746	2,100	利润总额	273	352	455	588
流动负债	58	67	63	76	减:所得税费用	41	53	68	88
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
应付账款	3	1	5	3	归属母公司净利润	233	300	387	501
其他流动负债	54	67	58	73	EBIT	259	333	430	560
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	267	342	441	575
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	5	5	5	5	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	62	72	68	81	每股收益(元)	0.44	0.57	0.74	0.96
少数股东权益	26	26	25	24	每股净资产(元)	1.85	2.73	3.16	3.81
					发行在外股份(百万股)	291	524	524	524
归属母公司股东权益	970	1,429	1,653	1,995	ROIC(%)	22.6%	19.8%	22.0%	23.8%
负债和股东权益	1,058	1,527	1,746	2,100	ROE(%)	23.3%	20.6%	23.0%	24.8%
					毛利率(%)	94.3%	96.2%	96.2%	96.0%
					销售净利率(%)	46.5%	45.2%	44.9%	44.7%
					资产负债率(%)	5.9%	4.7%	3.9%	3.8%
					收入增长率(%)	29.9%	32.5%	30.0%	30.0%
					净利润增长率(%)	25.1%	28.7%	29.2%	29.4%
					P/E	77.34	60.10	46.52	35.95
					P/B	18.58	12.60	10.90	9.03
					EV/EBITDA	65.96	50.48	38.93	29.61

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

