

粉尘螨滴剂维持高增长，毛利率如期恢复

——我武生物 (300357.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

◆事件:

公司公布 2019 年中报: 实现营业收入 2.74 亿元 (+25.43%); 归母净利润 1.30 亿元 (+25.53%); 扣非后归母净利润 1.28 亿元 (+28.65%); 净经营活动现金流 1.04 亿元 (+24.28%)。业绩符合预期。

◆点评:

粉尘螨滴剂维持高速增长，毛利率恢复至较高水平。公司 Q2 单季收入同比增长 21.9%，扣非归母净利润同比增长 25%，环比增速稍低于 Q1，预计主要受季度间发货推迟的影响，不代表趋势性变化。据草根调研，主产品粉尘螨滴剂在扩大医院覆盖的基础上加强各医院精耕细作，新患增速加快与患者用药时间延长推动终端销售继续维持高增长，H1 销售额 2.7 亿元，同比增长 25.57%。由于去年同期工厂接受药监局检查停产，导致成本结算较多，18H1 毛利率仅为 93.9%。19H1 该因素消除，毛利率如期恢复至 96.46%。公司去年秋招对销售队伍进行扩充，19H1 销售费用同比增长 41.97%；18 年 4 月设立上海我武干细胞公司，在干细胞抗衰老和再生医学领域进行重点开拓，目前处于投入期，19H1 研发投入同比增长 130.52%。

公司当前阶段近类于 2016 年前后的长春高新，处在“S”型增长曲线的初期。与生长激素类似，脱敏市场同样属于不受医保政策影响的医药消费属性市场，正处于产品渗透率低，但增速加快的阶段。全国过敏性鼻炎+过敏性哮喘患者 1 亿多人，目前治疗市场仅几十万人。随着临床医生队伍的扩大、患者支付能力的提升、适应症拓展和患者依从性提升推动市场扩容。

“十年一剑”黄花蒿粉滴剂即将获批，北方空白市场有望打开。公司正打造脱敏产品集群，巩固脱敏市场龙头地位。屋尘螨点刺试剂盒已于今年 3 月获批上市，后续管线中最具看点的黄花蒿粉滴剂今年 4 月报产获受理，预计 2020 年获批。该产品临床耗时十年，护城河高。因过敏源“南方主尘螨，北方主蒿草”的特点，“黄花蒿粉滴剂”的上市有望打开北方空白市场。

盈利预测与估值: 维持预测公司 19-20 年 EPS 为 0.57/0.75/0.98 元，同比增长 28%/31%/31%，现价对应 19-21 年 PE 为 60/46/35X。公司主产品正处高速增长期，黄花蒿粉滴剂与点刺诊断试剂盒即将获批，有望拉动业绩再上一台阶，维持“买入”评级。

风险提示: 黄花蒿粉滴剂申报进展不达预期；干细胞研究不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	386	501	644	845	1,112
营业收入增长率	23.55%	29.87%	28.69%	31.11%	31.65%
净利润 (百万元)	186	233	299	390	511
净利润增长率	44.04%	25.14%	28.47%	30.38%	30.91%
EPS (元)	0.36	0.44	0.57	0.75	0.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.23%	24.02%	25.02%	26.23%	27.33%
P/E	97	77	60	46	35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 14 日

买入 (维持)

当前价: 34.40 元

分析师

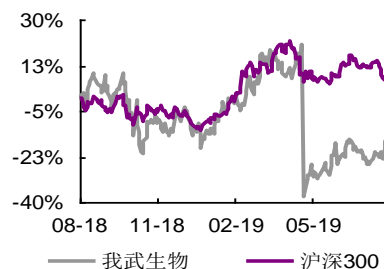
林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

经煜基 (执业证书编号: S0930517050002)
021-52523870
jingys@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 5.24
总市值(亿元): 180.11
一年最低/最高(元): 17.17/35.29
近 3 月换手率: 48.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.39	21.22	43.55
绝对	5.07	21.60	52.17

资料来源: Wind

相关研报

预告业绩符合预期，粉尘螨滴剂维持高速增长——我武生物 (300357.SZ) 2019 年中报业绩预告点评

.....2019-07-15

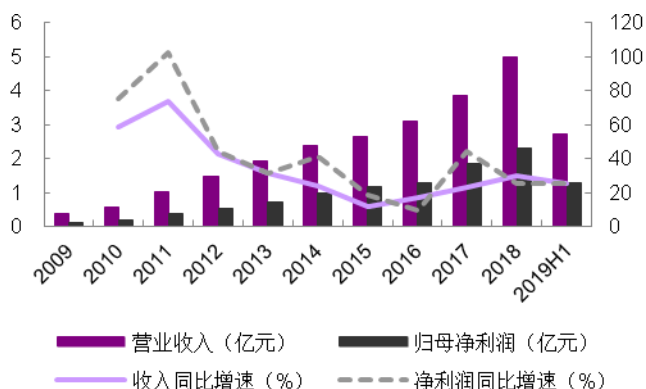
附录

表 1：我武生物重点在研产品

产品	适应症	类别	阶段	预计上市时间
屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	诊断因户尘螨引起的 1 型变态反应性疾病	诊断产品	获批上市	2019 年 3 月
黄花蒿粉滴剂	蒿草过敏引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘	治疗产品	申报生产获受理	2020 年
粉尘螨滴剂-适应症拓展	尘螨引起的特应性皮炎	治疗产品	3 期临床	2021 年
尘螨合剂	尘螨引起的过敏性鼻炎和过敏性哮喘	治疗产品	2 期临床	2021 年后
黄花蒿花粉点刺液等 9 项点刺相关产品	诊断因黄花蒿引起的 1 型变态反应性疾病	诊断产品	1 期临床	2021 年后

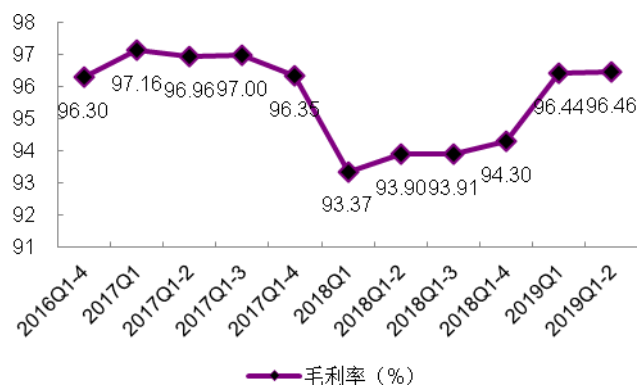
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 1：过去十年公司收入与净利润持续高速增长

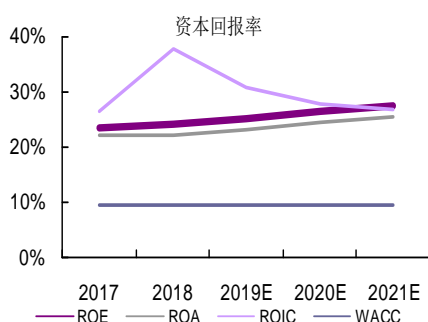
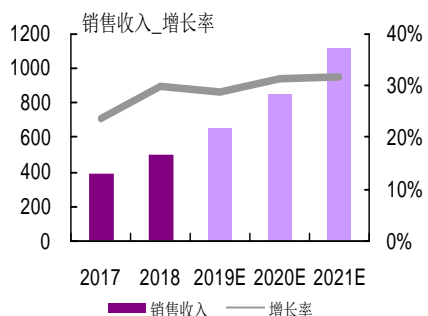
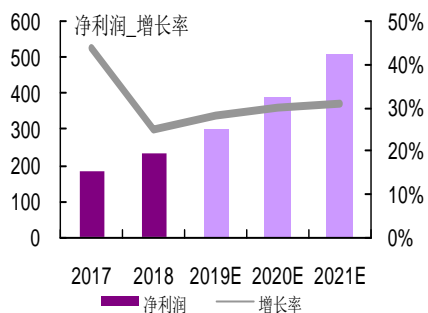
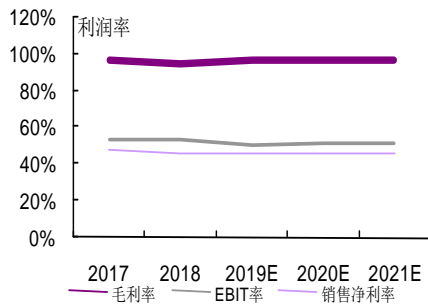


资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2016-2019H1 公司毛利率变化情况 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	386	501	644	845	1,112
营业成本	14	29	21	29	38
折旧和摊销	7	7	11	20	29
营业税费	3	3	3	4	6
销售费用	129	168	226	296	389
管理费用	34	34	68	79	100
财务费用	-4	-11	-14	-14	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	8	9	9	10
营业利润	216	271	350	457	598
利润总额	219	273	350	457	598
少数股东损益	0	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	186	233	299	390	511

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	848	1,058	1,292	1,598	2,004
流动资产	656	782	841	936	1,110
货币资金	186	460	392	281	201
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	102	109	140	197	248
应收票据	41	53	71	91	120
其他应收款	2	7	6	9	13
存货	20	23	17	23	31
可供出售投资	13	13	13	13	13
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	2	3
固定资产	115	120	201	300	415
无形资产	5	50	96	140	192
总负债	47	62	71	88	115
无息负债	47	62	71	88	115
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	801	995	1,221	1,510	1,889
股本	162	291	524	524	524
公积金	251	146	-57	-18	33
未分配利润	388	533	729	981	1,312
少数股东权益	0	26	25	23	21

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	159	206	119	193	285
净利润	186	233	299	390	511
折旧摊销	7	7	11	20	29
净营运资金增加	172	-147	141	221	269
其他	-206	113	-332	-438	-524
投资活动产生现金流	-168	132	-129	-222	-251
净资本支出	-35	-58	-137	-230	-260
长期投资变化	0	0	-1	-1	-1
其他资产变化	-134	190	9	9	10
融资活动现金流	-40	-65	-58	-84	-114
股本变化	0	129	233	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	6	15	9	17	27
净现金流	-50	274	-68	-112	-79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.55%	29.87%	28.69%	31.11%	31.65%
净利润增长率	44.04%	25.14%	28.47%	30.38%	30.91%
EBITDA 增长率	36.40%	29.78%	23.99%	33.67%	33.39%
EBIT 增长率	37.72%	30.32%	23.23%	32.27%	32.61%
估值指标					
PE	97	77	60	46	35
PB	22	19	15	12	10
EV/EBITDA	26	35	52	39	30
EV/EBIT	27	36	54	41	31
EV/NOPLAT	31	43	64	49	37
EV/Sales	14	19	28	21	16
EV/IC	8	16	19	13	10
盈利能力 (%)					
毛利率	96.35%	94.30%	96.72%	96.63%	96.62%
EBITDA 率	54.61%	54.57%	52.58%	53.61%	54.32%
EBIT 率	52.92%	53.10%	50.85%	51.30%	51.67%
税前净利润率	56.79%	54.52%	54.38%	54.08%	53.78%
税后净利润率 (归属母公司)	48.27%	46.51%	46.43%	46.17%	45.91%
ROA	21.94%	21.92%	23.06%	24.31%	25.37%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.23%	24.02%	25.02%	26.23%	27.33%
经营性 ROIC	26.26%	37.80%	30.58%	27.47%	26.56%
偿债能力					
流动比率	15.56	13.57	12.89	11.59	10.51
速动比率	15.09	13.16	12.63	11.30	10.22
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.36	0.44	0.57	0.75	0.98
每股红利	0.12	0.14	0.19	0.25	0.32
每股经营现金流	0.30	0.39	0.23	0.37	0.55
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	0.62	0.02	-0.11	-0.01
每股净资产	1.53	1.85	2.28	2.84	3.57
每股销售收入	0.74	0.96	1.23	1.61	2.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 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。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼