

2019年08月14日

我武生物 (300357.SZ)

公司快报

中报业绩基本符合预期，黄花蒿滴剂或助力再上台阶

医药 | 生物医药 III

 投资评级 **增持-A(上调)**

 股价(2019-08-14) **34.40 元**

交易数据

 总市值(百万元) **18,011.29**

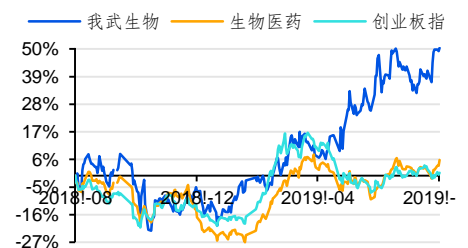
 流通市值(百万元) **15,734.34**

 总股本(百万股) **523.58**

 流通股本(百万股) **457.39**

 12个月价格区间 **25.19/49.44 元**

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.58	17.25	50.12
绝对收益	7.8	19.49	52.17

分析师

 周新明
 SAC 执业证书编号: S0910519070001
 zhouxinming@huajinsc.cn
 021-20377037

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsc.cn
 021-20377053

相关报告

我武生物：业绩略低于预期，仍看好公司长期发展 2019-01-29

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2019 年半年度报告，实现营业收入 2.74 亿元，同比增长 25.43%；归母净利润 1.30 亿元，同比增长 25.53%；扣非净利润 1.28 亿元，同比增长 28.65%。
- ◆ **2019H1 业绩继续稳健增长：**从收入端来看，2019H1 业绩增长仍然主要来自于核心产品——粉尘螨滴剂，销售额同比增长 25.37%。受益于粉尘螨滴剂较强的市场竞争力，2019H1 该产品毛利率依旧维持在 90% 以上，较去年同期小幅提高 2.5 个百分点。分季度来看，2019Q2 营业收入与 2019Q1 基本持平，同比增长率均在 20-30% 区间。根据历年收入数据，公司第三季度收入通常要高于其他几个季度，我们预计今年 Q3 收入环比仍会有较大幅度的增长。从费用端来看，2019H1 销售费用率为 35.91%，较去年同期增加了 4.18 个百分点，主要由于公司持续加大产品的市场推广所致，这也与公司的发展战略相一致。
- ◆ **粉尘螨滴剂市场地位稳固，远未触及行业天花板：**粉尘螨滴剂主要用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎的脱敏治疗。根据我们的测算，三大适应症目前理论合计存量市场空间高达 6000 亿元，以峰值 10% 的使用率计算，存量市场空间约 600 亿元；每年 1700 万新增人口带来的理论增量市场空间为 120 亿元，以峰值 30% 的使用率计算，每年增量市场空间约 36 亿元。以每年新增人数和全国总人口比例计算，目前国内粉尘螨脱敏药物存量市场累积渗透率约为 4.5%，增量市场渗透率约为 0.18%，均存在极大的提升空间。由于粉尘螨滴剂舌下含服的便利性以及公司销售团队持续的市场推广，粉尘螨滴剂的市场份额快速提升，目前已经达到 90% 以上，几乎垄断国内市场。得益于脱敏药物市场整体渗透率的提高和粉尘螨滴剂市场份额的增加，近年来粉尘螨滴剂销售额快速增长。考虑到行业发展尚未达到天花板，随着粉尘螨滴剂品牌效应的不断增强，我们认为该产品未来仍将保持较高的增速，助力公司业绩增长。此外，虽然粉尘螨滴剂已上市多年，不可避免要面临专利到期的问题，但由于粉尘螨滴剂核心成分属于混合物，与成分明确的化药存在天然差异，仿制难度极大，因此在专利到期以后公司的粉尘螨滴剂仍将保持竞争优势。
- ◆ **黄花蒿滴剂上市在即，有望助力业绩再进一步：**黄花蒿滴剂主要用于黄花蒿过敏引起的过敏性鼻炎，是公司在脱敏领域布局的第二个重点产品。目前黄花蒿滴剂已完成临床试验、处于上市申报阶段，于今年 4 月获得 CDE 受理，并于近期纳入优先审评名单。按照正常进度推算，产品上市申请后通常 1 年左右获批，进入优先审评程序将加快黄花蒿滴剂的上市进度。目前黄花蒿滴剂还只是针对成年患者人群，我们测算该群体理论市场空间约 2500 亿元，以峰值 10% 的使用率计算，市场空间约 250 亿元。待该产品使用人群向儿童拓展以后，市场空间将进一步打开。目前国内尚无针对黄花蒿过敏的脱敏药物，该产品上市后将独占广阔的市场。此外，借助于此前粉尘螨滴剂形成的品牌效应，我们认为黄花蒿滴剂上市以后将加速上量，有望

成为继粉尘螨滴剂之后公司第二个重磅脱敏药物。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 2.97、4.01 和 5.14 亿元，同比增长 27.4%、35.1%和 28.2%，每股收益分别为 0.57、0.77 和 0.98 元，对应 2019 至 2021 年 PE 分别为 60.7 倍、44.9 倍和 35.1 倍。基于（1）国内脱敏药物市场的增长潜力大（2）粉尘螨滴剂稳固的市场地位（3）即将上市的黄蒿花滴剂将助力公司业绩再次大幅增长（4）脱敏药物行业标的的稀缺性，给予公司增持 -A 建议。

◆ **风险提示：**新产品推广效果不达预期，政策风险，研发风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入(百万元)	385.6	500.7	638.9	835.4	1,077.6
同比增长(%)	23.5%	29.9%	27.6%	30.8%	29.0%
营业利润(百万元)	216.2	271.4	347.8	468.4	601.2
同比增长(%)	38.6%	25.5%	28.2%	34.7%	28.3%
净利润(百万元)	186.1	232.9	296.8	400.9	513.8
同比增长(%)	44.0%	25.1%	27.4%	35.1%	28.2%
每股收益(元)	0.36	0.44	0.57	0.77	0.98
PE	96.8	77.3	60.7	44.9	35.1
PB	22.5	18.6	15.5	12.5	10.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	385.6	500.7	638.9	835.4	1,077.6	年增长率					
减:营业成本	14.1	28.5	27.6	35.9	45.9	营业收入增长率	23.5%	29.9%	27.6%	30.8%	29.0%
营业税费	2.6	2.7	3.5	4.5	5.9	营业利润增长率	38.6%	25.5%	28.2%	34.7%	28.3%
销售费用	128.9	168.3	220.4	276.1	357.8	净利润增长率	44.0%	25.1%	27.4%	35.1%	28.2%
管理费用	33.9	34.2	61.9	77.9	102.5	EBITDA 增长率	38.5%	29.0%	25.0%	33.8%	27.2%
财务费用	-3.8	-11.2	-17.7	-21.8	-29.9	EBIT 增长率	39.6%	29.3%	20.6%	35.3%	27.9%
资产减值损失	2.1	1.1	1.7	1.6	1.5	NOPLAT 增长率	40.0%	22.4%	26.9%	35.3%	27.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.0%	-19.1%	28.4%	20.9%	2.9%
投资和汇兑收益	7.6	7.8	6.3	7.2	7.1	净资产增长率	22.2%	24.2%	19.6%	22.7%	23.7%
营业利润	216.2	271.4	347.8	468.4	601.2	盈利能力					
加:营业外净收支	2.7	1.6	0.1	1.5	1.1	毛利率	96.3%	94.3%	95.7%	95.7%	95.7%
利润总额	219.0	273.0	347.8	469.9	602.2	营业利润率	56.1%	54.2%	54.4%	56.1%	55.8%
减:所得税	32.9	41.1	52.4	70.8	90.7	净利润率	48.3%	46.5%	46.4%	48.0%	47.7%
净利润	186.1	232.9	296.8	400.9	513.8	EBITDA/营业收入	56.5%	56.1%	55.0%	56.3%	55.5%
						EBIT/营业收入	54.9%	54.7%	51.7%	53.5%	53.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	5.5%	5.9%	7.5%	3.4%	5.9%
货币资金	185.8	460.0	555.2	696.5	1,019.7	负债权益比	5.9%	6.3%	8.2%	3.5%	6.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	15.56	13.57	11.18	26.74	15.08
应收帐款	103.7	108.8	181.6	194.7	282.8	速动比率	15.09	13.16	10.84	25.89	14.67
应收票据	40.7	53.2	57.7	85.2	95.6	利息保障倍数	-56.12	-24.49	-18.63	-20.45	-19.08
预付帐款	4.4	8.8	4.4	13.0	9.4	营运能力					
存货	19.8	23.5	31.2	39.4	44.2	固定资产周转天数	108	84	66	47	33
其他流动资产	301.9	127.4	200.5	209.9	179.3	流动营业资本周转天数	325	249	182	189	167
可供出售金融资产	13.0	13.0	8.7	11.6	11.1	流动资产周转天数	558	517	511	489	479
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	85	76	82	81	80
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	16	16	15	15	14
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	721	685	661	603	573
固定资产	114.8	119.7	114.9	103.5	93.2	投资资本周转天数	438	359	288	273	235
在建工程	8.8	18.0	20.6	26.6	32.5	费用率					
无形资产	5.0	50.1	59.8	72.7	90.1	销售费用率	33.4%	33.6%	34.5%	33.1%	33.2%
其他非流动资产	50.2	75.4	52.8	59.0	61.9	管理费用率	8.8%	6.8%	9.7%	9.3%	9.5%
资产总额	848.3	1,057.9	1,287.4	1,512.1	1,919.8	财务费用率	-1.0%	-2.2%	-2.8%	-2.6%	-2.8%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	41.2%	38.2%	41.4%	39.8%	39.9%
应付帐款	15.8	3.4	59.2	8.9	65.1	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	23.2%	24.0%	25.5%	27.9%	28.8%
其他流动负债	26.4	54.2	33.0	37.4	43.1	ROA	21.9%	21.9%	23.0%	26.4%	26.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	46.8%	40.0%	62.7%	66.1%	69.9%
其他非流动负债	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	分红指标					
负债总额	47.1	62.5	97.0	51.2	113.0	DPS(元)	0.12	0.14	0.18	0.25	0.32
少数股东权益	-	25.9	24.6	22.8	20.6	分红比率	34.7%	31.2%	32.4%	32.8%	32.1%
股本	161.6	290.9	523.6	523.6	523.6	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	639.7	678.6	642.2	914.5	1,262.6						
股东权益	801.3	995.4	1,190.3	1,460.9	1,806.8						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	186.1	231.9	296.8	400.9	513.8	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	6.5	7.4	21.2	23.4	26.5	EPS(元)	0.36	0.44	0.57	0.77	0.98
资产减值准备	2.1	1.1	-	-	-	BVPS(元)	1.53	1.85	2.23	2.75	3.41
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	96.8	77.3	60.7	44.9	35.1
财务费用	-0.0	0.0	-17.7	-21.8	-29.9	PB(X)	22.5	18.6	15.5	12.5	10.1
投资损失	-7.6	-7.8	-6.3	-7.2	-7.1	P/FCF	902.1	53.3	106.0	64.2	36.5
少数股东损益	-	-1.0	-1.3	-1.8	-2.2	P/S	46.7	36.0	28.2	21.6	16.7
营运资金的变动	-159.3	150.8	-96.6	-118.9	-10.1	EV/EBITDA	24.4	33.8	49.6	36.7	28.3
经营活动产生现金流量	159.1	206.5	196.0	274.6	490.9	CAGR(%)	29.0%	30.2%	31.7%	29.0%	30.2%
投资活动产生现金流量	-168.4	132.4	-18.1	-26.6	-32.0	PEG	3.3	2.6	1.9	1.6	1.2
融资活动产生现金流量	-40.4	-64.6	-82.8	-106.7	-135.7	ROIC/WACC	4.5	3.8	6.0	6.3	6.7

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn