

我武生物(300357.SZ) 生物药行业

评级：增持 维持评级

公司点评

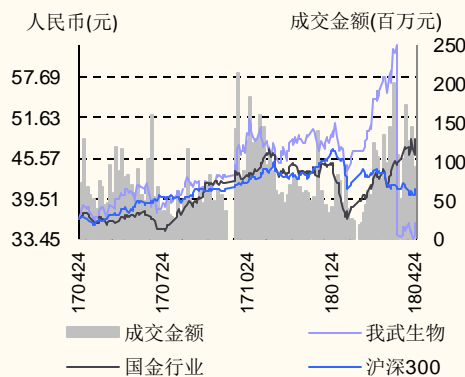
市场价格(人民币)：35.86元

收入增长加速，销售调整见效

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	253.71
总市值(百万元)	10,430.96
年内股价最高最低(元)	62.44/33.45
沪深300指数	3843.49



相关报告

1. 《脱敏临床认同提高，龙头销售效益提升-脱敏临床认同提高，龙头销...》，2018.4.11

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.800	1.147	0.804	1.010	1.267
每股净资产(元)	4.06	4.96	6.28	7.99	10.17
每股经营性现金流(元)	0.76	0.98	1.23	1.54	1.93
市盈率(倍)	43.80	42.91	44.60	35.50	28.30
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	9.66%	43.43%	26.17%	25.65%	25.41%
净资产收益率(%)	19.71%	23.13%	23.06%	22.74%	22.41%
总股本(百万股)	161.60	161.60	290.88	290.88	290.88

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司18年一季度收入1.07亿，同比增长31.9%，归母净利润达0.52亿，同比增长36%，扣非归母净利润0.49亿，同比增长33%。一季度经营活动净现金流0.57亿，同比增长48.8%。

经营分析

- 一季度粉尘螨滴剂销量增速在30%左右，人均单产提升导致销售费用率下降。公司一季度整体收入增速达31.9%，一方面受益于舌下免疫治疗作为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床对公司产品认同度提升，另一方面公司集中资源投入在重点医院重点科室的营销策略见效。人均单产继续提升，销售费用率下降3.3个百分点。
- 脱敏疗法上升为过敏性鼻炎的一线治疗方案，脱敏市场迎来了发展契机。15年《变应性鼻炎诊断和治疗指南》明确提出脱敏疗法作为变应性鼻炎的一线治疗方法。临床对脱敏疗法认同度的提升，有助于脱敏市场更快做大。
- 公司在脱敏领域有绝对竞争优势。舌下免疫疗法在安全性和便捷性上优于竞争对手的皮下免疫疗法，公司的粉尘螨滴剂在尘螨脱敏治疗药物市场的占有率已经超过80%。
- 粉尘螨滴剂销售策略调整，单产提升效果明显。公司集中资源攻重点医院和科室，重点科室用药医生增多，多科室联合用药明显。17年人均单产提升25%，销售策略调整见成效。18年将继续挖掘重点客户的销售潜力，进一步提升人均单产。
- 延伸过敏性疾病产品群，发展相关或互补产品。投资的对症药物可共享渠道资源，摊薄渠道费用。

投资建议

- 考虑到公司在医院单产提升和空白点拓展，预计18—20年摊薄EPS为0.8、1.01、1.27元，归母净利润分别同比增长26.2%、25.7%、25.4%，当前股价35.86元分别对应估值为44.6x、35.5x、28.3x。看好公司在脱敏行业的龙头价值，给予“增持”评级。

风险提示

- 产品线单一的风险；黄花蒿粉滴剂临床进度低于预期的风险。

彭婷

分析师 SAC 执业编号：S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	267	312	386	478	588	723	货币资金	272	235	186	315	472	672
增长率		16.8%	23.5%	24.0%	23.0%	23.0%	应收款项	102	116	144	178	227	289
主营业务成本	-13	-12	-14	-15	-16	-18	存货	9	14	20	21	23	27
%销售收入	4.9%	3.7%	3.7%	3.2%	2.8%	2.5%	其他流动资产	101	174	306	326	347	367
毛利	254	301	371	463	572	705	流动资产	484	539	656	840	1,068	1,355
%销售收入	95.1%	96.3%	96.3%	96.8%	97.2%	97.5%	%总资产	79.2%	77.4%	77.4%	78.9%	79.1%	79.1%
营业税金及附加	-1	-1	-3	-2	-3	-4	长期投资	0	0	13	18	28	43
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	97	119	124	148	186	236
营业费用	-96	-114	-129	-153	-182	-217	%总资产	15.9%	17.0%	14.6%	13.9%	13.7%	13.8%
%销售收入	36.0%	36.7%	33.4%	32.0%	31.0%	30.0%	无形资产	29	37	54	56	67	78
管理费用	-28	-35	-34	-42	-50	-61	非流动资产	127	158	192	224	283	359
%销售收入	10.5%	11.1%	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%	%总资产	20.8%	22.6%	22.6%	21.1%	20.9%	20.9%
息税前利润 (EBIT)	129	150	206	266	336	424	资产总计	611	697	848	1,065	1,351	1,714
%销售收入	48.2%	48.1%	53.5%	55.6%	57.2%	58.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	5	4	4	1	1	1	应付款项	16	25	16	25	29	35
%销售收入	-1.9%	-1.4%	-1.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	9	11	26	21	25	31
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-2	-2	流动负债	25	36	42	46	55	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	8	7	7	7	其他长期负债	4	5	5	5	5	5
%税前利润	1.1%	2.3%	3.5%	2.5%	2.0%	1.6%	负债	29	41	47	50	59	70
营业利润	134	156	215	272	343	430	普通股股东权益	583	656	801	1,014	1,292	1,644
%营业利润率	50.2%	50.0%	55.9%	56.9%	58.3%	59.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	-4	3	3	3	3	负债股东权益合计	611	697	848	1,065	1,351	1,714
税前利润	139	152	218	275	346	433	比率分析						
利润率	51.9%	48.7%	56.6%	57.5%	58.8%	59.9%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-21	-23	-33	-41	-52	-65	每股指标						
所得税率	15.0%	14.9%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.729	0.800	1.147	0.804	1.010	1.267
净利润	118	129	185	234	294	368	每股净资产	3.607	4.057	4.958	6.275	7.993	10.173
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.708	0.757	0.983	1.232	1.538	1.932
归属于母公司的净利润	118	129	185	234	294	368	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.130	0.100	0.100
净利率	44.1%	41.4%	48.1%	48.9%	50.0%	50.9%	回报率						
							净资产收益率	20.21%	19.71%	23.13%	23.06%	22.74%	22.41%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	19.27%	18.54%	21.84%	21.99%	21.79%	21.55%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	18.76%	19.47%	21.85%	22.28%	22.14%	21.92%
净利润	118	129	186	234	294	368	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.52%	16.84%	23.55%	24.00%	23.00%	23.00%
非现金支出	5	8	8	8	9	11	EBIT增长率	19.36%	16.56%	37.40%	28.98%	26.54%	26.01%
非经营收益	-1	1	-8	-10	-10	-10	净利润增长率	18.35%	9.66%	43.43%	26.17%	25.65%	25.41%
营运资金变动	-7	-15	-28	-32	-44	-57	总资产增长率	15.09%	13.97%	21.73%	25.49%	26.92%	26.87%
经营活动现金净流	114	122	159	199	249	312	资产管理能力						
资本开支	-32	-36	-35	-31	-53	-68	应收账款周转天数	87.1	83.1	84.5	90.0	95.0	100.0
投资	-40	-71	-142	-25	-30	-35	存货周转天数	293.4	366.3	438.8	500.0	520.0	550.0
其他	1	4	8	7	7	7	应付账款周转天数	22.2	25.7	31.2	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-70	-103	-168	-49	-76	-96	固定资产周转天数	118.6	135.4	108.7	98.0	93.6	91.5
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-46.63%	-35.92%	-23.19%	-31.07%	-36.51%	-40.86%
其他	-48	-57	-40	-21	-16	-16	EBIT利息保障倍数	-24.8	-34.3	-54.6	-366.2	-459.0	-398.0
筹资活动现金净流	-48	-57	-40	-21	-16	-16	资产负债率	4.67%	5.93%	5.55%	4.61%	4.19%	3.85%
现金净流量	-4	-37	-50	129	156	200							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	8	10	18
增持	0	3	8	8	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	1	1	1	1
评分	1.00	2.00	1.65	1.58	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

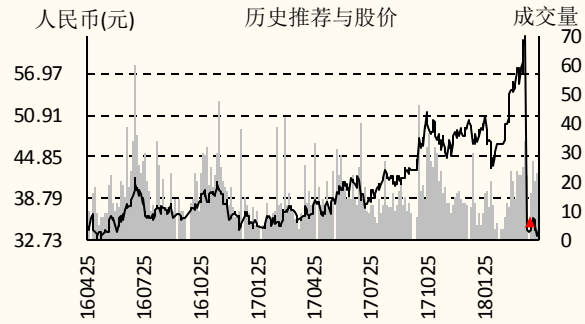
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-11	增持	61.90	64.00~68.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH