

收入端维持稳定高速增长，在研品种进展顺利，公司长期发展可期 增持（维持）

2018年08月15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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	386	517	686	919
同比（%）	23.5%	34.1%	32.7%	33.9%
归母净利润（百万元）	186	254	342	465
同比（%）	44.0%	36.7%	34.5%	35.8%
每股收益（元/股）	0.64	0.87	1.18	1.60
P/E（倍）	64.49	47.16	35.06	25.81

投资要点

■ **现有产品维持快速增长，公司经营情况向好：**公司粉尘螨滴剂上半年实现营业收入 2.15 亿元，同比增长 31.88%。营业成本同比增长 144.77%。营业成本的增长主要由于成本确认采用个别计价法核算叠加单次接种量增大，加之 17 年春节较晚、冬季非培养基投产周期相应增长，导致非投产期成本耗费增加。我们认为，公司粉尘螨滴剂实现快速增长的原因有二：一方面随着免疫疗法市场认可度的提高，我国脱敏诊疗市场规模持续扩大。舌下免疫治疗作为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床接受度和认可度快速提升。中国最新的《变应性鼻炎诊断和治疗指南》（2015，天津）明确提出变应原特异性免疫治疗为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。另一方面，公司依托专业的学术营销团队，通过多层次的学术会议加大产品推广力度，市场有效需求不断增长。目前公司产品已覆盖全国 30 多个省、市、自治区，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、县城市，患者规模不断扩大。随着市场认可度的进一步提升及销售的继续发力，我们认为下半年粉尘螨滴剂将呈现加速发展的势头，增速有望超过上半年。

■ **在研产品进展顺利，上市后增厚公司业绩：**公司的屋尘螨皮肤点刺试剂盒收到总局下发的药品生产现场检查通知书，通知公司申报的该产品已经完成技术审评，将进入药品生产现场检查阶段。目前公司正积极安排并准备该产品的生产现场检查工作，预计上市后将进一步丰富公司的产品梯队、与现有产品形成有效协同。公司的黄花蒿粉滴剂目前在 III 期临床试验阶段，预计最快明年可实现上市销售，主要瞄准北方市场，该产品上市后将为公司带来较大的业绩增量。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司业绩逐季加速比较明显，我们认为下半年业绩增速将好于上半年，因此我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 5.17 亿元、6.86 亿元和 9.19 亿元，归母净利润分别为 2.54 亿元、3.42 亿元和 4.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.87 元、1.18 元和 1.60 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，短期渠道布局迎来收获，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)	41.26
一年最低/最高价	22.33/46.99
市净率(倍)	14.28
流通 A 股市值(百万元)	10479.57

基础数据

每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	5.67
总股本(百万股)	290.88
流通 A 股(百万股)	253.99

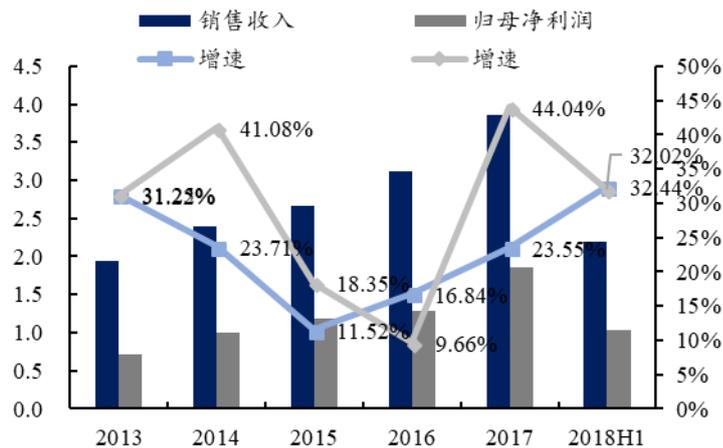
相关研究

- 1、《【东吴医药】我武生物业绩点评：收入端再上台阶，费用率持续降低，18Q1 超预期增长，公司业绩拐点已现》2018-04-25
- 2、《我武生物 (300357) 公司深度：脱敏诊疗龙头，渠道布局显著，长期创新可期》2018-04-14

1. 事件

8月14日公司发布2018年半年报：实现收入2.19亿元，同比增长32.44%；净利润1.04亿元，同比增长32.02%；扣非归母净利润9910.25万元，同比增长33.03%。

图1：我武生物2013-2018H1营业收入及净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 我们的观点：深耕销售促进现有产品快速增长，新品研发进展顺利公司业绩将加速增长。

2.1. 现有产品维持快速增长，公司经营情况向好

公司粉尘螨滴剂上半年实现营收2.15亿元，同比增长31.88%。营业成本同比增长144.77%。营业成本的增长主要由于成本确认采用个别计价法核算叠加单次投种量增大，加之17年春节较晚、冬季非培养基投产周期相应增长，导致非投产期成本耗费增加。

我们认为，公司粉尘螨滴剂实现快速增长的原因有二：一方面随着免疫疗法市场认可度的提高，我国脱敏诊疗市场规模持续扩大。舌下免疫治疗作为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床接受度和认可度快速提升。中国最新的《变应性鼻炎诊断和治疗指南》(2015, 天津)明确提出变应原特异性免疫治疗为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。

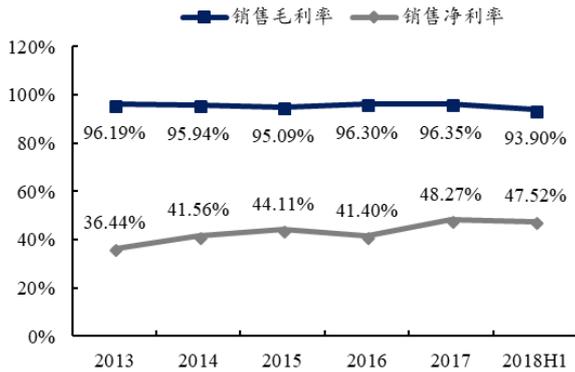
另一方面，公司依托专业的学术营销团队，通过多层次的学术会议加大产品推广力度，市场有效需求不断增长。目前公司产品已覆盖全国30多个省、市、自治区，在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标，销售网络已进入到全国大多数省、县城市，患者规模不断扩大。

随着市场认可度的进一步提升及销售的继续发力，我们认为下半年粉尘螨滴剂将呈现加速发展的势头，增速有望超过上半年。

2.2. 效率提升，费用率持续下降

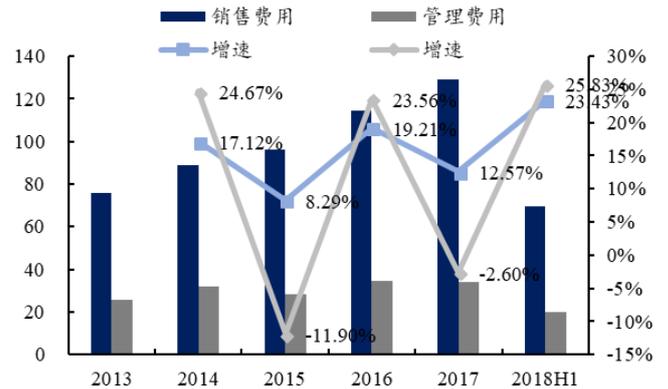
18H1 公司销售费用率较去年同期下降 2.32 个百分点，管理费用率较去年同期下降 0.48 个百分点，近年两项费用率基本呈连续下降趋势，表明公司的学术推广策略显著、盈利能力不断提升。

图 2：公司历年毛利率与净利率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 3：公司历年销售费用和管理费用情况（百万元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.3. 在研产品进展顺利，上市后增厚公司业绩

公司的屋尘螨皮肤点刺试剂盒收到总局下发的药品生产现场检查通知书，通知公司申报的该产品已经完成技术审评，将进入药品生产现场检查阶段。目前公司正积极安排并准备该产品的生产现场检查工作，预计上市后将进一步丰富公司的产品梯队、与现有产品形成有效协同。

公司的黄花蒿粉滴剂目前在 III 期临床试验阶段，预计最快明年可实现上市销售，主要瞄准北方市场，该产品上市后将为公司带来较大的业绩增量。

表 1：公司在研产品列表

序号	研发产品名称	类型	进展情况	拟达到的目标	对公司未来的影响
1	黄花蒿粉滴剂	变应原治疗产品	III 期临床	用于黄花蒿花粉过敏引起的过敏性鼻炎的脱敏治疗	丰富产品线，提升市场竞争力
2	尘螨合剂	变应原治疗产品	II 期临床	用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗	丰富产品线，提升市场竞争力
3	粉尘螨滴剂*	变应原治疗产品	特应性皮炎 III 期临床	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗	扩大用药人群，提升市场竞争力
4	屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	收到药品生产现场检查通知书	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	丰富产品线，提升市场竞争力

5	黄花蒿花粉点刺液等9项点刺相关产品**	变应原体内诊断产品	已进入耐受性研究临床试验阶段	用于点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	丰富产品线，提升市场竞争力
---	---------------------	-----------	----------------	------------------------	---------------

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 盈利预测与评级

考虑公司业绩逐季加速比较明显，我们认为下半年业绩增速将好于上半年，因此我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 5.17 亿元、6.86 亿元和 9.19 亿元，归母净利润分别为 2.54 亿元、3.42 亿元和 4.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.87 元、1.18 元和 1.60 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，短期渠道布局迎来收获，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。

4. 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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	656	829	1,016	1,342	营业收入	386	517	686	919
现金	186	293	415	625	减:营业成本	14	19	25	33
应收账款	102	138	180	245	营业税金及附加	3	4	5	6
存货	20	26	33	46	营业费用	129	160	213	280
其他流动资产	349	372	388	425	管理费用	34	41	50	64
非流动资产	192	233	286	361	财务费用	-4	-2	-4	-7
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
固定资产	115	146	188	252	加:投资净收益	8	3	4	5
在建工程	9	11	15	17	其他收益	0	0	0	0
无形资产	53	60	68	77	营业利润	216	298	402	547
其他非流动资产	15	15	15	15	加:营业外净收支	3	2	1	1
资产总计	848	1,062	1,302	1,703	利润总额	219	300	403	547
流动负债	42	66	58	90	减:所得税费用	33	46	61	82
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	-0	-0	-0
应付账款	1	2	2	3	归属母公司净利润	186	254	342	465
其他流动负债	41	64	56	87	EBIT	213	293	392	532
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	220	301	403	546
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	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	47	71	63	95	每股收益(元)	0.64	0.87	1.18	1.60
少数股东权益	0	-0	-0	-0	每股净资产(元)	2.75	3.41	4.26	5.53
					发行在外股份(百万股)	162	291	291	291
归属母公司股东权益	801	991	1,239	1,608	ROIC(%)	22.5%	24.9%	26.8%	28.0%
负债和股东权益	848	1,062	1,302	1,703	ROE(%)	23.2%	25.7%	27.6%	28.9%
					毛利率(%)	96.3%	96.3%	96.4%	96.4%
					销售净利率(%)	48.3%	49.2%	49.9%	50.6%
					资产负债率(%)	5.5%	6.7%	4.9%	5.6%
					收入增长率(%)	23.5%	34.1%	32.7%	33.9%
					净利润增长率(%)	44.0%	36.7%	34.5%	35.8%
					P/E	64.49	47.16	35.06	25.81
					P/B	14.98	12.11	9.69	7.47
					EV/EBITDA	53.75	38.92	28.79	20.86

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>

