

2019年01月29日

我武生物 (300357.SZ)

公司快报

业绩略低于预期，仍看好公司长期发展

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2018年度业绩预告，预计实现归母净利润2.23亿元~2.42亿元，比上年同期增长20%~30%。
- ◆ **业绩略低于预期：**2018年公司预计实现归母净利润2.23亿元~2.42亿元，略低于市场预期。公司预计2018年非经常性损益约为767万，即扣非净利润的区间为2.16亿元~2.34亿元，比上年同期增长22.11%~32.65%。分季度来看，公司2018年第4季度实现归母净利润3399万元~5260万元，同比增长-9.65%~39.83%，环比下降38.41%~60.20%；实现扣非净利润3330万元~5191万元，同比增长-3.89%~49.81%，环比下降37.64%~60.00%。公司2018年第4季度业绩中值与去年同期相比仍有较大幅度的增长，主要得益于拳头产品的市场开拓，而环比下降的原因主要是2018年第3季度业绩增幅较大、基数较高以及2018年下半年公司干细胞业务投入增加所致。在医保控费的大背景下，公司2018年业绩仍维持了较高的增速已实属不易，我们认为公司的脱敏产品属于政策免疫品种，未来仍有继续增长的潜力，2019年业绩成长的确定性较高。
- ◆ **国内脱敏药物市场成长空间大，畅迪优势明显：**根据11个中心城市的调查数据，我国过敏性鼻炎的发病率约为11%，合计1.5亿人，而尘螨又是过敏性鼻炎的主要过敏原，市场空间达到300-500亿。然而，脱敏药物目前的市场渗透率仅1-2%，远远没有触及行业天花板，还存在很大的成长空间。近年来，之前产品推广的效果开始显现，医生和患者对脱敏药物的接受程度逐步提高，市场需求陆续释放，脱敏药物的市场规模也以20%左右的年复合增长率快速增长，行业进入收获期。目前国内上市的治疗用变应原制品仅有3种：我武生物的粉尘螨滴剂（畅迪）、ALK-Abello的屋尘螨变应原制剂（安脱达）和Allergopharma的螨变应原注射液。三个竞品中仅我武生物的畅迪为舌下含服剂型，其余两个均为皮下注射型产品，故而畅迪的病人依从性更好。根据样本医院的统计数据，近年来畅迪的市场份额快速提升，2018Q3已经达到93.61%，稳居行业第一，行业龙头地位难以撼动。
- ◆ **后续产品有望呈梯队上市：**除了已上市的产品外，公司在脱敏治疗和过敏原检测领域亦有丰富的产品管线储备。目前公司的户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒已经处于上市申请阶段，黄花蒿粉滴剂也处于III期临床试验阶段，同时粉尘螨滴剂新增的特应性皮炎和过敏性结膜炎适应症的临床试验也进入临床III期，这些产品上市以后将进一步增厚公司业绩。此外，公司还有一些在研产品处于临床试验早期，有望陆续上市，不断扩充公司的脱敏产品线。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2018年至2020年每股收益分别为0.82、1.04和1.37元。基于（1）国内脱敏药物市场的高成长性（2）畅迪比竞品更好的使用依从性（3）公司后续产品上市在即，给予增持-B建议。
- ◆ **风险提示：**产品推广效果不达预期，市场新进入者的竞争，新产品研发风险。

医药 | 生物医药 III

投资评级

增持-B(首次)

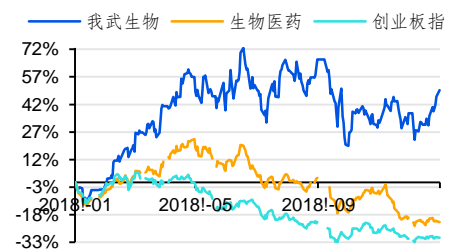
股价(2019-01-28)

40.33元

交易数据

总市值(百万元)	11,731.19
流通市值(百万元)	10,243.36
总股本(百万股)	290.88
流通股本(百万股)	253.99
12个月价格区间	31.06/67.20元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.29	24.79	72.87
绝对收益	9.03	24.51	43.91

分析师

王冯

 SAC执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

李伟

 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	312.1	385.6	499.6	650.1	859.0
同比增长(%)	16.8%	23.5%	29.6%	30.1%	32.1%
营业利润(百万元)	156.0	216.2	280.1	357.0	468.5
同比增长(%)	16.3%	38.6%	29.5%	27.5%	31.2%
净利润(百万元)	129.2	186.1	238.9	303.3	399.3
同比增长(%)	9.7%	44.0%	28.4%	26.9%	31.6%
每股收益(元)	0.44	0.64	0.82	1.04	1.37
PE	90.8	63.0	49.1	38.7	29.4
PB	17.9	14.6	12.5	10.3	8.4

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	312.1	385.6	499.6	650.1	859.0	年增长率					
减:营业成本	11.6	14.1	18.3	23.7	31.4	营业收入增长率	16.8%	23.5%	29.6%	30.1%	32.1%
营业税费	1.2	2.6	3.4	4.4	5.8	营业利润增长率	16.3%	38.6%	29.5%	27.5%	31.2%
销售费用	114.5	128.9	155.0	211.5	285.2	净利润增长率	9.7%	44.0%	28.4%	26.9%	31.6%
管理费用	34.8	33.9	50.8	65.2	83.0	EBITDA 增长率	18.2%	38.5%	34.4%	26.0%	30.0%
财务费用	-4.4	-3.8	-5.5	-8.7	-11.2	EBIT 增长率	17.6%	39.6%	29.8%	26.8%	31.3%
资产减值损失	1.8	2.1	1.7	1.9	1.9	NOPLAT 增长率	17.7%	40.0%	29.3%	26.8%	31.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.2%	43.0%	-10.6%	14.4%	18.8%
投资和汇兑收益	3.4	7.6	4.2	5.1	5.6	净资产增长率	12.5%	22.2%	17.4%	21.2%	22.6%
营业利润	156.0	216.2	280.1	357.0	468.5	盈利能力					
加:营业外净收支	-4.1	2.7	1.0	-0.1	1.2	毛利率	96.3%	96.3%	96.3%	96.3%	96.3%
利润总额	151.8	219.0	281.1	356.9	469.8	营业利润率	50.0%	56.1%	56.1%	54.9%	54.5%
减:所得税	22.6	32.9	42.2	53.6	70.5	净利润率	41.4%	48.3%	47.8%	46.7%	46.5%
净利润	129.2	186.1	238.9	303.3	399.3	EBITDA/营业收入	50.4%	56.5%	58.6%	56.7%	55.8%
						EBIT/营业收入	48.6%	54.9%	55.0%	53.6%	53.2%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	5.9%	5.5%	5.4%	5.2%	5.3%
货币资金	235.5	185.8	407.0	530.4	678.8	负债权益比	6.3%	5.9%	5.7%	5.5%	5.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	14.79	15.56	16.69	17.88	17.94
应收帐款	78.4	103.7	135.5	171.7	236.0	速动比率	14.40	15.09	16.06	17.20	17.13
应收票据	37.3	40.7	53.6	59.3	87.6	利息保障倍数	-34.63	-56.12	-50.14	-40.22	-40.93
预付帐款	1.6	4.4	3.7	7.6	7.6	营运能力					
存货	14.0	19.8	31.4	39.2	59.5	固定资产周转天数	117	108	86	67	49
其他流动资产	172.3	301.9	191.4	221.9	238.4	流动营业资本周转天数	262	325	286	224	209
可供出售金融资产	-	13.0	4.3	5.8	7.7	流动资产周转天数	590	558	533	513	490
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	84	85	86	85	85
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	13	16	18	20	21
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	755	721	664	608	561
固定资产	115.7	114.8	122.6	120.6	113.0	投资资本周转天数	387	438	377	293	259
在建工程	2.8	8.8	4.4	2.5	2.4	费用率					
无形资产	5.2	5.0	4.7	4.3	3.9	销售费用率	36.7%	33.4%	31.0%	32.5%	33.2%
其他非流动资产	34.0	50.2	36.0	39.4	41.2	管理费用率	11.1%	8.8%	10.2%	10.0%	9.7%
资产总额	696.9	848.3	994.6	1,202.7	1,476.2	财务费用率	-1.4%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	46.4%	41.2%	40.1%	41.2%	41.6%
应付帐款	23.0	15.8	31.8	38.3	50.3	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	19.7%	23.2%	25.4%	26.6%	28.5%
其他流动负债	13.4	26.4	17.5	19.3	22.6	ROA	18.5%	21.9%	24.0%	25.2%	27.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	45.2%	46.8%	42.3%	60.0%	68.8%
其他非流动负债	4.9	4.9	4.6	4.8	4.7	分红指标					
负债总额	41.3	47.1	53.8	62.4	77.6	DPS(元)	0.14	0.22	0.31	0.36	0.49
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	31.3%	34.7%	38.0%	34.7%	35.8%
股本	161.6	161.6	290.9	290.9	290.9	股息收益率	0.3%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%
留存收益	493.9	639.7	649.8	849.4	1,107.6						
股东权益	655.6	801.3	940.7	1,140.4	1,398.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	129.2	186.1	238.9	303.3	399.3	EPS(元)	0.44	0.64	0.82	1.04	1.37
加:折旧和摊销	6.2	6.5	18.1	20.3	22.1	BVPS(元)	2.25	2.75	3.23	3.92	4.81
资产减值准备	1.8	2.1	-	-	-	PE(X)	90.8	63.0	49.1	38.7	29.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.9	14.6	12.5	10.3	8.4
财务费用	-0.0	-0.0	-5.5	-8.7	-11.2	P/FCF	408.2	587.5	39.4	50.6	40.0
投资损失	-3.4	-7.6	-4.2	-5.1	-5.6	P/S	37.6	30.4	23.5	18.0	13.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	39.7	28.8	38.6	30.3	23.0
营运资金的变动	-92.9	-159.3	76.1	-79.0	-116.0	CAGR(%)	32.9%	29.0%	26.6%	32.9%	29.0%
经营活动产生现金流量	122.8	159.1	323.4	230.9	288.5	PEG	2.8	2.2	1.8	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-102.6	-168.4	-8.3	-12.4	-10.3	ROIC/WACC	4.3	4.5	4.0	5.7	6.6
融资活动产生现金流量	-56.6	-40.4	-94.0	-95.1	-129.8						

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

王冯声明，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.com