

业绩增速 30%符合预期，销售费用增加为未来增长带来保障

增持（维持）

2019年03月31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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	501	663	863	1,121
同比（%）	29.9%	32.5%	30.0%	30.0%
归母净利润（百万元）	233	297	382	498
同比（%）	25.1%	27.4%	28.7%	30.3%
每股收益（元/股）	0.80	1.02	1.31	1.71
P/E（倍）	59.55	46.74	36.31	27.87

投资要点

■ **公司发布年报，业绩增长 25.14%符合预期：**2018 年公司实现营业收入 5.01 亿元，比上年同期增长 29.87%；归属于上市公司股东的净利润 2.33 亿元，比上年同期增长 25.14%，符合预期。根据公告业绩数据，计算公司 2018 年 Q4 实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 25.00%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.44 亿元、同比增长 15.79%，略低于预期。

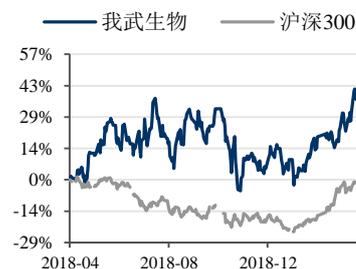
■ **消费升级叠加销售推广力度增加带来业绩高增长：**公司业绩维持稳定增长的主要原因为：核心产品尘螨滴剂在公司持续的学术推广、医生认知提升、消费者需求加大的多重因素下保持了高速快速增长。在客观条件上舌下免疫疗法成为变应性鼻炎的一线疗法，同时在我国最新的《变应性鼻炎诊断和治疗指南》明确提出变应原特异性免疫治疗为鼻炎的一线方法，临床推荐使用。与此同时，在主观条件上公司持续加大学术推广力度，配合指南的出台，形成覆盖 30 多个省、市、自治区的销售网络，其尘螨滴剂产品已经进入多数省市一级的三甲医院，推动产品的快速销售放量。公司积极拓展销售团队，销售人员从 2017 年的 473 人增加到 2018 年底的 587 人。随着销售推广力度的增加，公司未来业绩的增长有所保障。根据草根调研，我们推测公司 2019 年一季度销售状况良好，公司销售收入有望维持 30% 左右的增长。

■ **销售推广力度加大带来费用率小幅提升，利好公司长期发展：**公司销售费用率出现小幅度上升，我们认为主要原因为公司加大销售推广力度带来。我们认为，随着销售费用的提升、销售推广队伍的扩大，公司长期的业绩增长值得期待。我们认为随着公司未来产品线的丰富，销售团队的扩大，未来公司销售费用有可能进一步提高。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元，归母净利润分别为 2.97 亿元、3.82 亿元和 4.98 亿元，对应 EPS 分别 1.02 元、1.31 元和 1.71 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阔，短期渠道布局迎来收获期，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)	47.68
一年最低/最高价	31.06/49.44
市净率(倍)	14.31
流通 A 股市值(百万元)	12110.13

基础数据

每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	5.91
总股本(百万股)	290.88
流通 A 股(百万股)	253.99

相关研究

1、《我武生物 (300357)：核心尘螨滴剂持续放量，驱动业绩增速 25.14%，符合预期》

2019-02-26

2、《我武生物 (300357)：收入增速 31.36%，业绩符合预期，在研品种进展顺利》2018-10-24

3、《我武生物 (300357)：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》2018-08-15

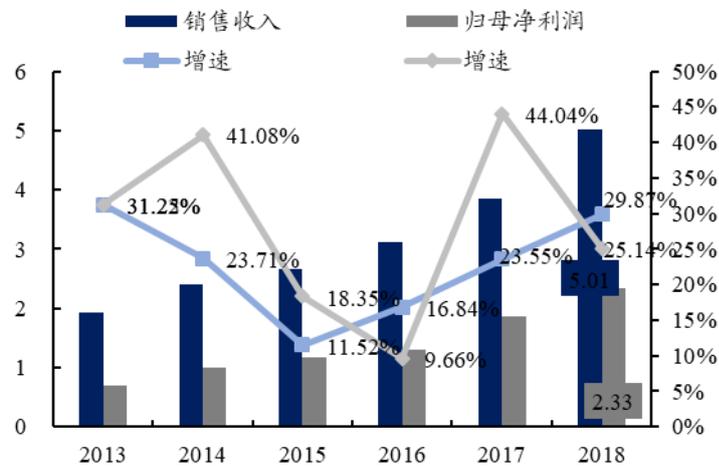
1. 事件：公司发布年报，业绩增长 25.14%符合预期

2018 年公司实现营业收入 5.01 亿元，比上年同期增长 29.87%；归属于上市公司股东的净利润 2.33 亿元，比上年同期增长 25.14%，符合预期。

根据公告业绩数据，计算公司 2018 年 Q4 实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 25.00%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.44 亿元、同比增长 15.79%，略低于预期。

同时公司公布 2019 年一季度业绩预告，预计实现归属于上市公司股东的净利润 5,974.76 万元-7,013.84 万元，同比增长 15%-35%，符合预期。

图 1：我武生物 2013-2018 年营业收入与净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 2018 年收入端实现快速增长，销售推广力度加大带来销售费用提升，长期业绩增长有保障。

2.1. 消费升级叠加销售推广力度增加带来业绩高增长

公司业绩维持稳定增长的主要原因为：核心产品尘螨滴剂在公司持续的学术推广、医生认知提升、消费者需求加大的多重因素下保持了高速快速增长。

在客观条件上舌下免疫疗法成为变应性鼻炎的一线疗法，同时在我国最新的《变应性鼻炎诊断和治疗指南》明确提出变应原特异性免疫治疗为鼻炎的一线方法，临床推荐使用。与此同时，在主观条件上公司持续加大学术推广力度，配合指南的出台，形成覆盖 30 多个省、市、自治区的销售网络，其尘螨滴剂产品已经进入多数省市一级的三甲医院，推动产品的快速销售放量。公司积极扩展销售团队，销售人员从 2017 年的 473 人增加到 2018 年底的 587 人。随着销售推广力度的增加，公司未来业绩的增长有所保障。

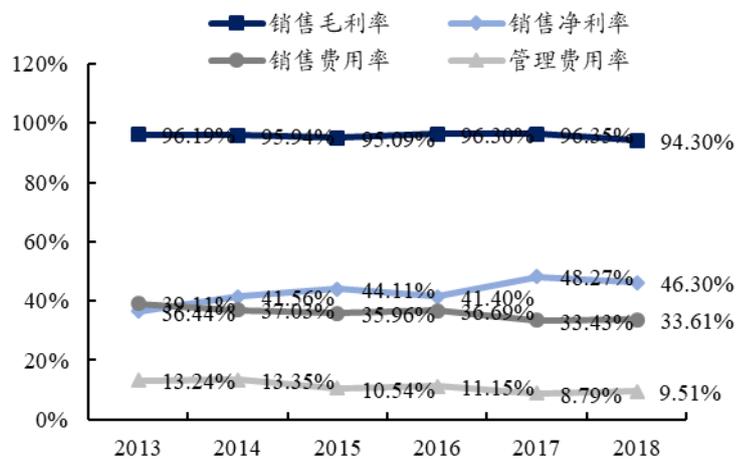
根据草根调研，我们推测公司 2019 年一季度销售状况良好，公司销售收入有望维持 30% 左右的增长。

2.2. 销售推广力度加大带来费用率小幅提升，利好公司长期发展

公司毛利率出现小幅度下降，使得公司净利率出现同比下滑。我们认为毛利率的波动在正常水平。

公司销售费用率出现小幅度上升，我们认为主要原因为公司加大销售推广力度带来。我们认为，随着销售费用的提升、销售推广队伍的扩大，公司长期的业绩增长值得期待。我们认为随着公司未来产品线的丰富，销售团队的扩大，未来公司销售费用有可能进一步提高。

图 2：2013-2018 年公司毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率变化情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 盈利预测与评级

我们预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元，归母净利润分别为 2.97 亿元、3.82 亿元和 4.98 亿元，对应 EPS 分别 1.02 元、1.31 元和 1.71 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阔，短期渠道布局迎来收获期，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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	782	951	1,158	1,482	营业收入	501	663	863	1,121
现金	460	556	697	904	减:营业成本	29	25	33	45
应收账款	109	170	192	279	营业税金及附加	3	3	5	6
存货	23	14	35	33	营业费用	168	239	309	392
其他流动资产	189	210	233	267	管理费用	34	63	86	117
非流动资产	276	341	420	517	财务费用	-11	-9	-12	-16
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产	120	163	218	287	加:投资净收益	8	5	6	7
在建工程	18	20	20	22	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	143	166	193	营业利润	271	347	448	583
其他非流动资产	15	15	15	15	加:营业外净收支	2	1	0	1
资产总计	1,058	1,291	1,577	1,999	利润总额	273	349	449	584
流动负债	58	67	63	76	减:所得税费用	41	52	67	88
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
应付账款	3	1	5	3	归属母公司净利润	233	297	382	498
其他流动负债	54	67	58	73	EBIT	259	333	430	560
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	267	342	441	575
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	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	62	72	68	81	每股收益(元)	0.80	1.02	1.31	1.71
少数股东权益	26	26	25	24	每股净资产(元)	3.33	4.10	5.10	6.51
					发行在外股份(百万股)	291	291	291	291
归属母公司股东权益	970	1,194	1,485	1,894	ROIC(%)	22.6%	23.7%	24.5%	25.1%
负债和股东权益	1,058	1,291	1,577	1,999	ROE(%)	23.3%	24.3%	25.3%	25.9%
					毛利率(%)	94.3%	96.2%	96.2%	96.0%
					销售净利率(%)	46.5%	44.7%	44.3%	44.4%
					资产负债率(%)	5.9%	5.6%	4.3%	4.0%
					收入增长率(%)	29.9%	32.5%	30.0%	30.0%
					净利润增长率(%)	25.1%	27.4%	28.7%	30.3%
					P/E	59.55	46.74	36.31	27.87
					P/B	14.31	11.62	9.34	7.32
					EV/EBITDA	50.42	39.05	29.92	22.58

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>

