

# 我武生物 (300357)

证券研究报告

2019年03月31日

## 业绩快速增长，持续巩固脱敏市场龙头地位

### 2018年业绩快速增长，2019年一季度预增15%-35%

公司公告了2018年年报：实现营收5.01亿元，同比增长29.87%，归母净利润2.33亿元，同比增长25.14%；归母扣非后净利润2.25亿元，同比增长27.33%，整体业绩基本符合市场预期；公司2018年利润分配预案为：每10股派发现金股利人民币2.50元（含税），同时每10股送红股8股。公司同时发布了2019年一季度业绩预告：盈利5,974.76万元-7,013.84万元，同比增长15%-35%，延续了快速增长的势头。

### 核心品种粉尘螨滴剂实现高增长，持续发力营销拓展

公司的核心品种粉尘螨滴剂收入4.95亿元，同比增长30.88%，毛利率下降2.42%至94.63%，公司毛利率下降主要原因报告期内半成品生产车间进行GMP复认证使半成品产量减少，导致产成品分摊费用增加所致，这也导致了公司2018年归母净利润增速低于收入增速。舌下免疫治疗作为变应原免疫治疗的新方式，得到了世界过敏反应组织的推荐，中国《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变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。经过多年发展，我国的临床医生对于变应原免疫治疗，尤其是舌下免疫治疗的接受度越来越高，其临床疗效认可度也持续提升。目前国内可供临床使用的舌下含服标准化变应原疫苗仅有粉尘螨滴剂一种，相信未来随着本公司其他新产品的陆续上市，国内舌下免疫治疗的市场将进一步扩大，自2012年起，公司的“粉尘螨滴剂”在尘螨类脱敏药物市场占有率中排名第一，竞争优势明显。

公司持续发力营销拓展，产品已覆盖全国30多个省、市、自治区，销售网络已进入到全国大多数省级城市和部分地县级城市，患者规模不断扩大，通过多层次的学术会议加大产品在全国市场的推广力度，推进过敏性疾病专家队伍建设，通过逐级逐层的培训提高医生对公司产品的认知；协助医院建立患者教育服务平台进行有力营销，报告期内公司销售费用增长达到30.57%，随着公司营销的持续开拓，有望推动公司粉尘螨滴剂等的持续快速增长。

### 研发持续推进，持续稳固国内脱敏市场龙头地位

公司研发管线持续推进，“黄花蒿粉滴剂”用于治疗变应性鼻炎的多中心、多剂量、随机、双盲安慰剂平行对照的III期临床研究已完成全部研究工作，收到的临床试验总结报告显示，试验组（黄花蒿粉滴剂治疗组）和对照组（安慰剂组）在各项疗效指标上均出现了显著性差异（ $P < 0.05$ ），未出现与试验药物肯定有关或可能有关的严重不良事件，后续将进行生产申报。“黄花蒿粉滴剂”儿童I期临床试验已完成总结报告，具备充分的安全性依据开展后续临床试验；尘螨合剂处于II期临床试验阶段，粉尘螨滴剂用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗处于III期临床试验阶段；黄花蒿花粉点刺液、悬铃木花粉点刺液等9项在研点刺产品的一期临床研究进展顺利；“屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”已获批上市。公司逐步形成了过敏性疾病诊疗领域多种产品协同发展的产品格局，将持续巩固国内脱敏市场龙头地位。

### 脱敏领域的“蓝海龙头”，看好持续高成长

预计公司2019-2021年EPS分别为1.04、1.37及1.85元（考虑到2018年业绩处于此前预告中位数，我们小幅调整19/20年盈利预测，分别调整-7.09%/-8.06%），对应PE分别为46、35及26倍。公司作为国内脱敏治疗领域的龙头企业，产品竞争格局良好，不占用医保资源，未来有望随脱敏治疗市场的不断扩容和产品渗透率的提升获得持续的快速增长，产品管线不断推进夯实龙头地位，维持增持评级。

**风险提示：**研发进展和结果的不确定性风险；药品招标降价的风险；现有主导产品较为集中的风险

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	47.68元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	290.88
流通A股股本(百万股)	253.99
A股总市值(百万元)	13,869.16
流通A股市值(百万元)	12,110.13
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	5.91
一年内最高/最低(元)	67.20/31.06

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《我武生物-半年报点评:业绩持续快速增长，蓝海蛟龙加速前行》  
2018-08-15
- 《我武生物-季报点评:业绩快速增长，脱敏创新小龙头未来可期》  
2017-10-28
- 《我武生物-年报点评报告:业绩增速符合预期，公司重回高增长轨道》  
2017-04-27



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	385.58	500.74	658.99	861.12	1,162.68
增长率(%)	23.55	29.87	31.60	30.67	35.02
EBITDA(百万元)	217.83	280.97	347.65	457.56	619.72
净利润(百万元)	186.10	232.88	303.23	399.72	537.97
增长率(%)	44.04	25.14	30.21	31.82	34.59
EPS(元/股)	0.64	0.80	1.04	1.37	1.85
市盈率(P/E)	74.52	59.55	45.74	34.70	25.78
市净率(P/B)	17.31	14.31	11.50	9.06	6.95
市销率(P/S)	35.97	27.70	21.05	16.11	11.93
EV/EBITDA	35.58	36.70	38.25	28.81	20.59

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	185.81	460.04	583.58	694.28	1,118.23
应收账款	103.75	115.47	140.80	170.16	249.70
预付账款	4.45	8.78	7.27	10.85	13.13
存货	19.83	23.47	34.55	43.11	53.85
其他	342.66	173.89	254.90	293.88	290.30
<b>流动资产合计</b>	<b>656.50</b>	<b>781.66</b>	<b>1,021.11</b>	<b>1,212.28</b>	<b>1,725.21</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.80	119.65	143.56	184.45	222.53
在建工程	8.76	18.03	46.82	76.09	75.65
无形资产	53.14	123.35	121.19	119.02	116.86
其他	15.11	15.20	14.99	14.92	14.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>191.81</b>	<b>276.23</b>	<b>326.55</b>	<b>394.48</b>	<b>429.89</b>
<b>资产总计</b>	<b>848.31</b>	<b>1,057.89</b>	<b>1,347.66</b>	<b>1,606.76</b>	<b>2,155.10</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	15.81	19.66	83.62	16.91	96.98
其他	26.39	37.96	27.71	30.18	35.24
<b>流动负债合计</b>	<b>42.20</b>	<b>57.62</b>	<b>111.34</b>	<b>47.09</b>	<b>132.22</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.85	4.85	4.85	4.85	4.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.85</b>	<b>4.85</b>	<b>4.85</b>	<b>4.85</b>	<b>4.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>47.05</b>	<b>62.47</b>	<b>116.19</b>	<b>51.95</b>	<b>137.08</b>
少数股东权益	0.00	25.90	25.46	24.68	23.28
股本	161.60	290.88	290.88	290.88	290.88
资本公积	181.71	52.43	52.43	52.43	52.43
留存收益	639.65	678.62	915.13	1,239.26	1,703.87
其他	(181.70)	(52.41)	(52.43)	(52.43)	(52.43)
<b>股东权益合计</b>	<b>801.26</b>	<b>995.42</b>	<b>1,231.47</b>	<b>1,554.82</b>	<b>2,018.03</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>848.31</b>	<b>1,057.89</b>	<b>1,347.66</b>	<b>1,606.76</b>	<b>2,155.10</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	186.10	231.86	303.23	399.72	537.97
折旧摊销	6.52	7.36	9.46	12.00	14.52
财务费用	(0.01)	0.01	(18.21)	(22.29)	(25.00)
投资损失	(7.61)	(7.80)	(6.28)	(6.28)	(6.28)
营运资金变动	(142.77)	166.47	(61.98)	(144.65)	(3.77)
其它	116.90	(191.45)	(0.44)	(0.78)	(1.40)
<b>经营活动现金流</b>	<b>159.13</b>	<b>206.45</b>	<b>225.78</b>	<b>237.71</b>	<b>516.04</b>
资本支出	27.59	91.58	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(195.95)	40.81	(113.72)	(153.72)	(93.72)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(168.36)</b>	<b>132.39</b>	<b>(53.72)</b>	<b>(73.72)</b>	<b>(43.72)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.75	11.19	18.19	22.29	25.00
其他	(44.15)	(75.83)	(66.71)	(75.59)	(73.37)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(40.40)</b>	<b>(64.64)</b>	<b>(48.53)</b>	<b>(53.30)</b>	<b>(48.37)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(49.63)</b>	<b>274.20</b>	<b>123.54</b>	<b>110.69</b>	<b>423.96</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>385.58</b>	<b>500.74</b>	<b>658.99</b>	<b>861.12</b>	<b>1,162.68</b>
营业成本	14.09	28.52	41.78	46.60	58.18
营业税金及附加	2.61	2.72	3.56	5.05	6.47
营业费用	128.89	168.29	217.47	284.17	383.68
管理费用	33.89	34.16	62.60	84.39	113.94
财务费用	(3.77)	(11.18)	(18.21)	(22.29)	(25.00)
资产减值损失	2.05	1.15	1.68	1.63	1.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.61	7.80	6.28	6.28	6.28
其他	(16.02)	(2.07)	(12.57)	(12.57)	(12.57)
<b>营业利润</b>	<b>216.22</b>	<b>271.36</b>	<b>356.40</b>	<b>467.86</b>	<b>630.20</b>
营业外收入	2.83	2.69	2.01	2.51	2.40
营业外支出	0.09	1.06	1.93	1.03	1.34
<b>利润总额</b>	<b>218.97</b>	<b>272.98</b>	<b>356.48</b>	<b>469.34</b>	<b>631.26</b>
所得税	32.87	41.12	53.69	70.40	94.69
<b>净利润</b>	<b>186.10</b>	<b>231.86</b>	<b>302.78</b>	<b>398.94</b>	<b>536.57</b>
少数股东损益	0.00	(1.02)	(0.44)	(0.78)	(1.40)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>186.10</b>	<b>232.88</b>	<b>303.23</b>	<b>399.72</b>	<b>537.97</b>
每股收益(元)	0.64	0.80	1.04	1.37	1.85

  

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.55%	29.87%	31.60%	30.67%	35.02%
营业利润	38.63%	25.50%	31.34%	31.27%	34.70%
归属于母公司净利润	44.04%	25.14%	30.21%	31.82%	34.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	96.35%	94.30%	93.66%	94.59%	95.00%
净利率	48.27%	46.51%	46.01%	46.42%	46.27%
ROE	23.23%	24.02%	25.14%	26.12%	26.97%
ROIC	43.23%	36.81%	55.22%	59.84%	60.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	5.55%	5.91%	8.62%	3.23%	6.36%
净负债率	-24.23%	-13.94%	-32.28%	-30.06%	-31.83%
流动比率	15.56	13.57	9.17	25.74	13.05
速动比率	15.09	13.16	8.86	24.83	12.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.23	4.57	5.14	5.54	5.54
存货周转率	22.77	23.13	22.71	22.18	23.98
总资产周转率	0.50	0.53	0.55	0.58	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.64	0.80	1.04	1.37	1.85
每股经营现金流	0.55	0.71	0.78	0.82	1.77
每股净资产	2.75	3.33	4.15	5.26	6.86
<b>估值比率</b>					
市盈率	74.52	59.55	45.74	34.70	25.78
市净率	17.31	14.31	11.50	9.06	6.95
EV/EBITDA	35.58	36.70	38.25	28.81	20.59
EV/EBIT	36.62	37.67	39.32	29.59	21.08

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com