

2019年04月25日

我武生物 (300357.SZ)

## Q1 业绩快速增长，黄花蒿粉滴剂申报生产

■事件：公司 2019Q1 归母净利润同比增长 27.30%。我武生物发布 2019 年一季度报告，实现营业收入 1.38 亿元，同比增长 29.13%；归母净利润 0.66 亿元，同比增长 27.30%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 32.47%；加权平均 ROE 为 6.28%。

■毛利率显著恢复，研发费用大幅增加。根据季报披露数据，2019Q1 公司整体毛利率上升至 96.44%，同比增加 3.07pct，这主要是去年同期因半成品产量减少，产成品分摊费用增加造成营业成本较高所致。随着销售人员数量的增加以及销售市场的不断拓展，公司销售费用率上升至 35.05%，同比增加 3.97pct。干细胞子公司研发费用的增加使公司研发费用同比增长 156.41%，研发费用率上升至 4.66%，同比增加 2.31pct。此外，随着公司经营规模的扩大，管理费用率下降至 5.03%，同比下滑 0.88pct；而利息收入的增加使财务费用率下降至 4.19%，同比下滑 2.97pct。

■脱敏诊断市场持续扩大，在研产品有望陆续上市。2019Q1 公司业绩继续保持快速增长，根据公司公告，这一方面是由于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越来越高；另一方面也是由于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。公司公告显示：公司持续加大研发投入，在研产品有望陆续获批上市。脱敏治疗产品方面，黄花蒿粉滴剂于 19 年 4 月申报生产获得受理，预计有望在 20 年获批上市，粉尘螨滴剂的特应性皮炎适应症也已进入 III 期临床，尘螨合剂正在开展 II 期临床，随着这些产品的陆续上市，将有效丰富公司产品线。点刺诊断试剂方面，屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒于 19 年 3 月获批上市，9 项点刺相关产品正在开展 I 期临床，这些产品将与公司现有粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒相互补充，满足更多患者的变应原检测需求。此外，公司亦公告投资设立干细胞子公司，集中资源在抗衰老和再生医学领域进行重点开拓，未来有望成为公司新的利润增长点。

■投资建议：我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 30.0%、30.8%、31.8%，净利润增速分别为 28.8%、28.7%、30.5%，成长性突出；给予增持-A 投资评级，6 个月目标价为 51.50 元，相当于 2019 年 50 倍动态市盈率。

## 公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 **增持-A**

首次评级

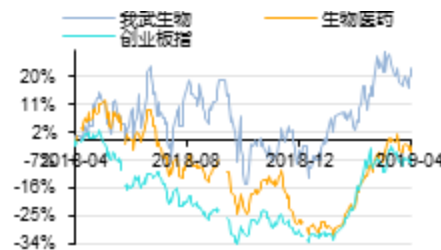
6 个月目标价：**51.50 元**

股价 (2019-04-25) **46.27 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	13,459.02
流通市值 (百万元)	11,752.00
总股本 (百万股)	290.88
流通股本 (百万股)	253.99
12 个月价格区间	32.20/48.47 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.11	-14.59	35.04
绝对收益	0.7	17.41	29.03

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

### 相关报告

**■风险提示:**

产品降价风险、产品市场推广不及预期、新药研发进度不及预期等

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	385.6	500.7	650.8	851.1	1,121.3
净利润	186.1	232.9	299.9	386.1	503.9
每股收益(元)	0.64	0.80	1.03	1.33	1.73
每股净资产(元)	2.75	3.33	4.03	4.94	6.11

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	72.3	57.8	44.9	34.9	26.7
市净率(倍)	16.8	13.9	11.5	9.4	7.6
净利润率	48.3%	46.5%	46.1%	45.4%	44.9%
净资产收益率	23.2%	24.0%	25.6%	26.9%	28.3%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%
ROIC	43.2%	36.8%	54.6%	60.1%	75.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	385.6	500.7	650.8	851.1	1,121.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	14.1	28.5	34.7	49.5	70.2	营业收入增长率	23.5%	29.9%	30.0%	30.8%	31.8%
营业税费	2.6	2.7	3.5	5.0	6.2	营业利润增长率	38.6%	25.5%	29.8%	28.3%	30.6%
销售费用	128.9	168.3	218.0	289.4	383.5	净利润增长率	44.0%	25.1%	28.8%	28.7%	30.5%
管理费用	33.9	34.2	65.1	85.1	108.8	EBITDA 增长率	38.5%	29.0%	21.7%	27.4%	30.0%
财务费用	-3.8	-11.2	-18.1	-24.3	-32.2	EBIT 增长率	39.6%	29.3%	22.1%	28.0%	30.5%
资产减值损失	2.1	1.1	1.7	1.6	1.5	NOPLAT 增长率	40.0%	22.4%	28.5%	28.0%	30.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.7%	-13.4%	16.3%	4.5%	19.7%
投资和汇兑收益	7.6	7.8	6.3	7.2	7.1	净资产增长率	22.2%	24.2%	20.4%	21.8%	23.4%
<b>营业利润</b>	216.2	271.4	352.2	452.0	590.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.7	1.6	0.1	1.5	1.1	毛利率	96.3%	94.3%	94.7%	94.2%	93.7%
<b>利润总额</b>	219.0	273.0	352.3	453.4	591.5	营业利润率	56.1%	54.2%	54.1%	53.1%	52.7%
减:所得税	32.9	41.1	52.8	68.1	88.9	净利润率	48.3%	46.5%	46.1%	45.4%	44.9%
<b>净利润</b>	186.1	232.9	299.9	386.1	503.9	EBITDA/营业收入	56.5%	56.1%	52.5%	51.2%	50.5%
						EBIT/营业收入	54.9%	54.7%	51.3%	50.3%	49.8%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	108	84	65	47	34
						流动资产周转天数	325	249	172	158	147
						流动资产周转天数	558	517	489	477	465
						应收帐款周转天数	85	79	83	82	81
						存货周转天数	16	16	14	15	15
						总资产周转天数	721	685	639	589	548
						投资资本周转天数	475	403	311	262	223
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	23.2%	24.0%	25.6%	26.9%	28.3%
						ROA	21.9%	21.9%	23.9%	25.2%	26.7%
						ROIC	43.2%	36.8%	54.6%	60.1%	75.0%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	33.4%	33.6%	33.5%	34.0%	34.2%
						管理费用率	8.8%	6.8%	10.0%	10.0%	9.7%
						财务费用率	-1.0%	-2.2%	-2.8%	-2.9%	-2.9%
						三费/营业收入	41.2%	38.2%	40.7%	41.1%	41.0%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	5.5%	5.9%	4.3%	4.6%	4.2%
						负债权益比	5.9%	6.3%	4.5%	4.8%	4.4%
						流动比率	15.56	13.57	20.01	19.51	21.83
						速动比率	15.09	13.16	19.47	18.87	21.14
						利息保障倍数	-56.12	-24.49	-18.43	-17.61	-17.36
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.22	0.25	0.33	0.42	0.55
						分红比率	34.7%	31.2%	32.0%	32.0%	32.0%
						股息收益率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	185.8	460.0	578.9	813.2	1,029.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	103.7	115.5	183.2	205.2	300.5
应收票据	40.7	53.2	81.5	87.9	134.0
预付帐款	4.4	8.8	4.5	16.6	13.2
存货	19.8	23.5	26.6	42.2	51.3
其他流动资产	301.9	120.7	110.0	105.0	100.0
可供出售金融资产	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	114.8	119.7	114.1	108.5	102.9
在建工程	8.8	18.0	18.0	18.0	18.0
无形资产	53.1	123.4	121.2	119.0	116.9
其他非流动资产	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8
<b>资产总额</b>	848.3	1,057.9	1,253.0	1,530.6	1,881.5
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	15.8	19.7	21.5	34.9	41.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	26.4	38.0	27.7	30.2	33.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>负债总额</b>	47.1	62.5	54.1	69.9	79.5
少数股东权益	-	25.9	25.5	24.7	23.4
股本	161.6	290.9	290.9	290.9	290.9
留存收益	639.7	678.6	882.6	1,145.1	1,487.8
<b>股东权益</b>	801.3	995.4	1,198.9	1,460.7	1,802.1

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	186.1	231.9	299.9	386.1	503.9
加:折旧和摊销	6.5	7.4	7.8	7.8	7.8
资产减值准备	2.1	1.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-0.0	0.0	-18.1	-24.3	-32.2
投资损失	-7.6	-7.8	-6.3	-7.2	-7.1
少数股东损益	-	-1.0	-0.4	-0.8	-1.3
营运资金的变动	-142.8	166.5	-92.4	-35.2	-132.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	159.1	206.5	190.4	326.4	338.6
投资活动产生现金流量	-168.4	132.4	6.3	7.2	7.1
融资活动产生现金流量	-40.4	-64.6	-77.9	-99.3	-129.1

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.64	0.80	1.03	1.33	1.73
BVPS(元)	2.75	3.33	4.03	4.94	6.11
PE(X)	72.3	57.8	44.9	34.9	26.7
PB(X)	16.8	13.9	11.5	9.4	7.6
P/FCF	3,864.4	43.0	62.6	37.5	35.5
P/S	34.9	26.9	20.7	15.8	12.0
EV/EBITDA	35.6	36.7	37.7	29.1	22.0
CAGR(%)	27.5%	29.4%	32.3%	27.5%	29.4%
PEG	2.6	2.0	1.4	1.3	0.9
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马帅声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034