

2019年08月14日

我武生物 (300357.SZ)

脱敏市场空间广阔，看好公司长期发展

■事件：公司 19 年半年度报告归母净利润同比增长 25.53%。我武生物发布 19 年半年度报告，实现营业收入 2.74 亿元，同比增长 25.43%；归母净利润 1.30 亿元，同比增长 25.53%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 28.65%；加权平均 ROE 为 12.02%。

■二季度业绩增速略有波动，销售与研发费用率增加明显。分季度看，公司 19Q2 的营收、归母净利润及扣非净利润增速分别为 21.90%、23.77%及 24.92%，二季度业绩增速略有波动。我们认为，公司目前销售体量仍相对较小，季度间存在销售波动属正常现象；此外，根据半年报数据披露，我们预计公司上半年新增干细胞项目研发投入约 700 万元，这也在一定程度上拖累了利润端增速。从 19 年全年来看，我们预计，公司新患入组及销售增速仍将维持在较高水平，单季度业绩波动并不会对全年业绩增长造成明显影响。公司 19H1 毛利率恢复至 96.46%，同比增加 2.56pct，毛利率上升明显主要由于公司去年同期半成品产量减少，成品分摊费用增加，造成毛利率短期下滑。期间费用率方面，随着销售人员的增加以及市场的不断拓展，公司市场推广费、职工薪酬增加，进而导致销售费用率上升至 35.92%，同比增加 4.19pct；而受新增干细胞项目研发投入的影响，公司研发费用率上升至 5.12%，同比增加 2.48pct；此外，公司管理与财务费用率分别同比下降 1.60pct 和 3.00pct。

■脱敏诊断市场持续扩大，在研产品有望陆续上市。公司公告披露，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。同时，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，进而驱动公司销售额持续快速增长。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，其儿童变应性鼻炎适应症也已处于 III 期临床；此外，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。未来在“南螨北蒿”的产品布局下，北方市场有望持续为公司贡献业绩增量，公司业绩快速增长可期。点刺诊断试剂方面，屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒于 19 年 7 月通过 GMP 认证，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

公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 **增持-A**

维持评级

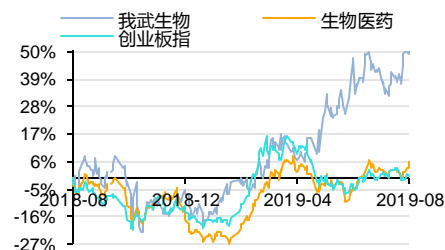
6 个月目标价：**37.70 元**

股价 (2019-08-14) **34.40 元**

交易数据

总市值 (百万元)	18,011.29
流通市值 (百万元)	15,740.76
总股本 (百万股)	523.58
流通股本 (百万股)	457.58
12 个月价格区间	25.25/49.23 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.39	18.07	50.94
绝对收益	7.8	19.49	52.17

马帅

分析师

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

齐震

报告联系人

qizhen@essence.com.cn

相关报告

- 我武生物：Q2 业绩略有波动，长期看好脱敏市场前景/马帅 2019-07-15
- 我武生物：我武生物 Q1 业绩快速增长，黄花蒿粉滴剂申报生产/马帅 2019-04-26

■ **投资建议：** 增持-A 投资评级，6 个月目标价 37.70 元。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 30.3%、29.6%、30.0%，成长性突出；给予增持-A 投资评级，6 个月目标价为 37.70 元，相当于 2019 年 65 倍动态市盈率。

■ **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	303.4	393.1	511.1
每股收益(元)	0.36	0.44	0.58	0.75	0.98
每股净资产(元)	1.53	1.85	2.69	3.20	3.86

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	96.8	77.3	59.4	45.8	35.2
市净率(倍)	22.5	18.6	12.8	10.7	8.9
净利润率	48.3%	46.5%	46.6%	46.2%	45.6%
净资产收益率	23.2%	24.0%	21.5%	23.5%	25.3%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%
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
营业收入	385.6	500.7	650.8	851.1	1,121.3	成长性					
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%	31.3%	29.2%	30.1%
销售费用	128.9	168.3	218.0	289.4	383.5	净利润增长率	44.0%	25.1%	30.3%	29.6%	30.0%
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	-22.2	-32.6	-40.6	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%	44.1%	18.6%	20.4%
营业利润	216.2	271.4	356.3	460.2	598.9	利润率					
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%
利润总额	219.0	273.0	356.4	461.7	600.0	营业利润率	56.1%	54.2%	54.8%	54.1%	53.4%
减:所得税	32.9	41.1	53.4	69.4	90.1	净利润率	48.3%	46.5%	46.6%	46.2%	45.6%
净利润	186.1	232.9	303.4	393.1	511.1	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%
						运营效率					
资产负债表						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
货币资金	185.8	460.0	813.9	1,053.1	1,274.5	流动资本周转天数	558	517	554	577	543
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	85	79	83	82	81
应收帐款	103.7	115.5	183.2	205.2	300.5	存货周转天数	16	16	14	15	15
应收票据	40.7	53.2	81.5	87.9	134.0	总资产周转天数	721	685	704	689	626
预付帐款	4.4	8.8	4.5	16.6	13.2	投资资本周转天数	475	403	311	262	223
存货	19.8	23.5	26.6	42.2	51.3	投资回报率					
其他流动资产	301.9	120.7	110.0	105.0	100.0	ROE	23.2%	24.0%	21.5%	23.5%	25.3%
可供出售金融资产	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	ROA	21.9%	21.9%	20.4%	22.2%	24.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	43.2%	36.8%	54.6%	60.1%	75.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	33.4%	33.6%	33.5%	34.0%	34.2%
固定资产	114.8	119.7	114.1	108.5	102.9	管理费用率	8.8%	6.8%	10.0%	10.0%	9.7%
在建工程	8.8	18.0	18.0	18.0	18.0	财务费用率	-1.0%	-2.2%	-3.4%	-3.8%	-3.6%
无形资产	53.1	123.4	121.2	119.0	116.9	三费/营业收入	41.2%	38.2%	40.1%	40.2%	40.3%
其他非流动资产	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8	偿债能力					
资产总额	848.3	1,057.9	1,488.0	1,770.5	2,126.3	资产负债率	5.5%	5.9%	3.6%	4.0%	3.7%
短期债务	-	-	-	-	-	负债权益比	5.9%	6.3%	3.8%	4.1%	3.9%
应付帐款	15.8	19.7	21.5	34.9	41.0	流动比率	15.56	13.57	24.79	23.20	25.11
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	15.09	13.16	24.25	22.55	24.42
其他流动负债	26.4	38.0	27.7	30.2	33.6	利息保障倍数	-56.12	-24.49	-15.03	-13.13	-13.75
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	DPS(元)	0.12	0.14	0.19	0.24	0.31
负债总额	47.1	62.5	54.1	69.9	79.5	分红比率	34.7%	31.2%	32.0%	32.0%	32.0%
少数股东权益	-	25.9	25.5	24.7	23.4	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%
股本	161.6	290.9	523.6	523.6	523.6						
留存收益	639.7	678.6	884.9	1,152.3	1,499.9						
股东权益	801.3	995.4	1,434.0	1,700.6	2,046.8						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	186.1	231.9	303.4	393.1	511.1	EPS(元)	0.36	0.44	0.58	0.75	0.98
加:折旧和摊销	6.5	7.4	7.8	7.8	7.8	BVPS(元)	1.53	1.85	2.69	3.20	3.86
资产减值准备	2.1	1.1	-	-	-	PE(X)	96.8	77.3	59.4	45.8	35.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.5	18.6	12.8	10.7	8.9
财务费用	-0.0	0.0	-22.2	-32.6	-40.6	P/FCF	5,171.4	57.5	82.4	49.3	46.6
投资损失	-7.6	-7.8	-6.3	-7.2	-7.1	P/S	46.7	36.0	27.7	21.2	16.1
少数股东损益	-	-1.0	-0.4	-0.8	-1.3	EV/EBITDA	35.6	36.7	50.3	39.0	29.6
营运资金的变动	-142.8	166.5	-92.4	-35.2	-132.6	CAGR(%)	28.2%	30.0%	32.9%	28.2%	30.0%
经营活动产生现金流量	159.1	206.5	189.8	325.2	337.3	PEG	3.4	2.6	1.8	1.6	1.2
投资活动产生现金流量	-168.4	132.4	6.3	7.2	7.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-40.4	-64.6	157.8	-93.2	-123.0	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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@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