

我武生物 (300357.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年4月29日

评级：增持（维持）

市场价格：24.10

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：张楠

执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

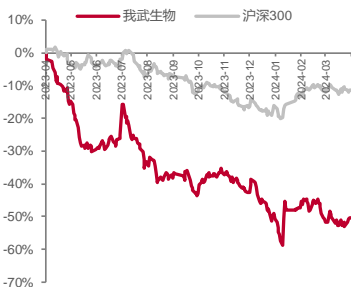
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	896.02	848.19	985.64	1149.28	1339.07
增长率 yoy%	10.94%	-5.34%	16.21%	16.60%	16.51%
净利润 (百万元)	348.77	310.18	336.83	387.07	443.61
增长率 yoy%	3.19%	-11.06%	8.59%	14.91%	14.61%
每股收益 (元)	0.67	0.59	0.64	0.74	0.85
每股现金流量	1.61	2.24	1.87	1.74	1.56
净资产收益率	17%	13%	14%	14%	15%
P/E	36.18	40.68	37.46	32.60	28.44
PEG	11.34	-3.68	4.36	2.19	1.95
P/B	6.37	5.77	5.34	4.87	4.44

备注：数据截止 2024.4.26

基本状况

总股本(百万股)	523.58
流通股本(百万股)	484.06
市价(元)	24.10
市值(百万元)	11,665.95
流通市值(百万元)	12,618.37

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

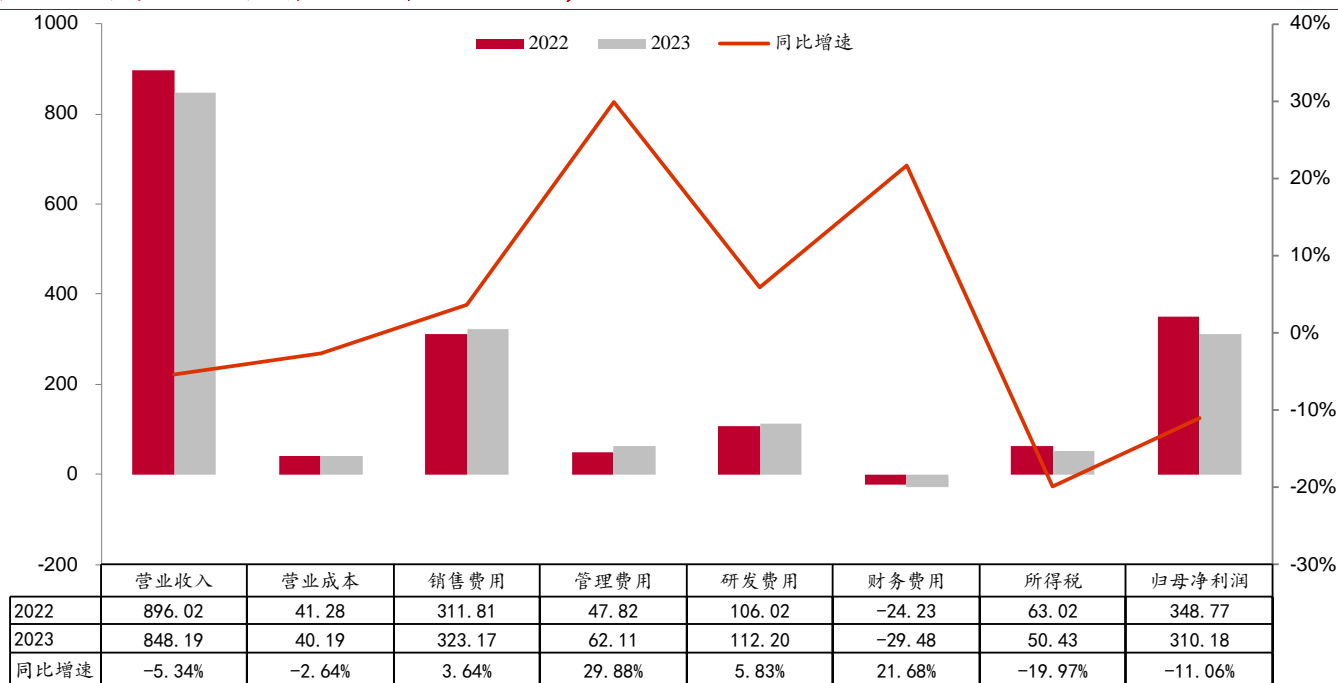
- **事件：公司发布 2023 年报及 2024 年一季报，2023 年实现营业收入 8.48 亿元，同比下滑 5.34%；归母净利润 3.10 亿元，同比下滑 11.06%；扣非归母净利润 2.98 亿元，同比下滑 5.20%。2024Q1 实现营收 2.16 亿元 (+18.08%)，归母净利润 7721 万元 (+9.55%)，扣非归母净利润 7254 万元 (+6.81%)**
- **核心品种粉尘螨滴剂 24Q1 恢复增长。**2023 年粉尘螨滴剂实现收入 8.21 亿元 (-6.60%)，占收入比重 96.80%，由于医疗反腐造成公司入院有所影响、收入承压，利润表观高增主要在于去年同期研发项目终止造成利润低基数。分季度看，23Q4 实现营收 1.74 亿元 (-10.95%)，归母净利润 4004 万元 (+85.75%)，由于医疗反腐造成公司入院有所影响、收入承压，利润表观高增主要在于去年同期研发项目终止造成利润低基数。24Q1 实现营收 2.16 亿元 (+18.08%)，归母净利润 7721 万元 (+9.55%)，24Q1 公司积极开展院内销售工作，收入增长可观。由于公司销售费用、研发费用等绝对值依然增长，导致利润增速慢于收入增速。
- **期间费率增长明显，研发投入持续。**2023 年公司整体业务毛利率 95.26% (-0.13pp)，持续保持高毛利水平。2023 年公司销售费用 3.23 亿元 (+3.64%)，销售费率 38.10% (+3.30pp)。管理费用 6211 万元 (+29.88%)，管理费率 7.32% (+1.99pp)。研发费用 1.12 亿元 (+5.83%)，研发费率 13.23% (+1.40pp)，研发继续保持增长。财务费率 -3.48% (-0.77pp)。
- **夯实舌下脱敏龙头地位，积极拓展干细胞/天然药物研发项目。**1) 舌下脱敏：目前粉尘螨滴剂和黄蒿花粉滴剂均为公司独家品种，其中黄花蒿粉 2021.2 上市，有望打开北方市场，与公司核心品种粉尘螨滴剂互为补充，进一步开拓过敏治疗市场。同时黄花蒿粉拓展儿童群体、黄花蒿粉点刺液产品上市，进一步夯实舌下脱敏龙头地位。2) 干细胞/天然药物：子公司我武干细胞持续开展干细胞领域的研究开发，完成了自研完全培养基、分化培养基（成脂、成骨、成软骨）的开发；子公司我武翼方持续开展新型抗感染药物的研究开发，集中对几个重点化合物进行了系统的成药性评价工作，确定若干具有体内药效的化合物。
- **盈利预测与投资建议：**根据公司 23 年业绩及未来业务规划，我们调整 2024-2026 年营业收入为 9.86、11.49、13.39 亿元（24-25 年调整前值为 10.76、12.39 亿元），同比增长 16.21%、16.60%、16.51%；归母净利润为 3.37、3.87、4.44 亿元（24-25 年调整前值为 4.17、4.81 亿元），同比增长 8.59%、14.91%、14.61%。国内过敏性疾病患病人群多、脱敏市场空间大，公司是国内市占率超过 80%的龙头企业，大品种黄花蒿粉滴剂 21 年获批上市、有望逐步上量，维持“增持”评级。
- **风险提示：**粉尘螨滴剂学术推广不及预期的风险；黄花蒿粉滴剂推广不及预期的风险；药品招标降价的风险；粉尘螨滴剂竞争加剧的风险。

## 积极开展粉尘螨滴剂销售工作

### 核心品种粉尘螨滴剂积极做好入院工作

- 2023 年实现营业收入 8.48 亿元，同比下滑 5.34%；归母净利润 3.10 亿元，同比下滑 11.06%；扣非归母净利润 2.98 亿元，同比下滑 5.20%。分季度看，23Q4 实现营收 1.74 亿元（-10.95%），归母净利润 4004 万元（+85.75%），由于医疗反腐造成公司入院有所影响、收入承压，利润表观高增主要在于去年同期研发项目终止造成利润低基数。
- 24Q1 实现营收 2.16 亿元（+18.08%），归母净利润 7721 万元（+9.55%），24Q1 公司积极开展院内销售工作，收入增长可观。由于公司销售费用、研发费用等绝对值依然增长，导致利润增速慢于收入增速。

图表 1：我武生物主要财务指标（单位：百万元，%）

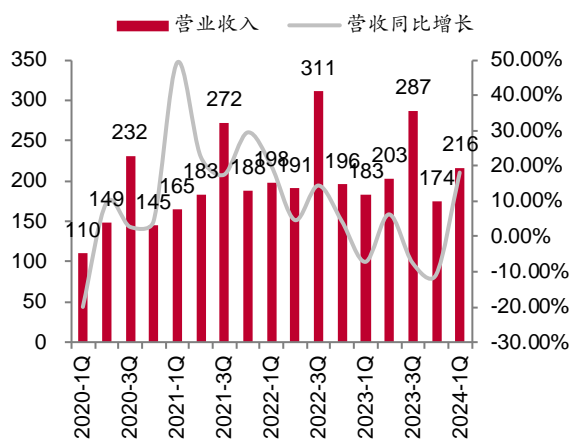


来源：公司公告，中泰证券研究所

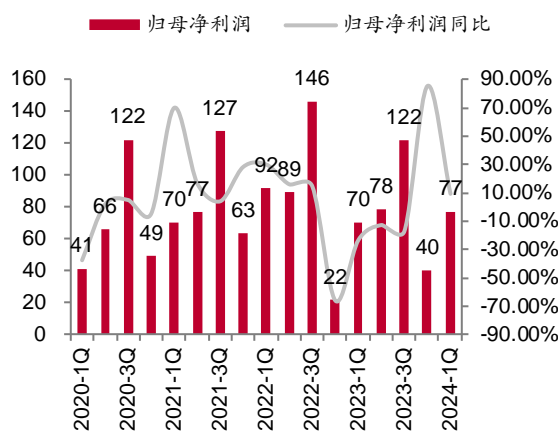
**图表 2：我武生物分季度财务数据（单位：百万元，%）**

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	110.28	149.15	231.63	145.15	164.65	182.95	272.12	187.97	197.59	191.31	311.28	195.84	183.14	203.16	287.50	174.40	216.25
营收同比增长	-20.14%	9.47%	2.64%	4.16%	49.31%	22.66%	17.48%	29.50%	20.00%	4.57%	14.39%	4.19%	-7.31%	6.19%	-7.64%	-10.95%	18.08%
营收环比增长	-20.87%	35.25%	55.30%	-37.34%	13.44%	11.11%	48.74%	-30.92%	5.12%	-3.18%	62.71%	-37.09%	-6.48%	10.93%	41.51%	-39.34%	24.00%
营业成本	4.85	9.31	8.26	6.12	6.96	8.12	10.42	8.94	8.19	8.33	14.09	10.67	9.62	9.86	11.48	9.23	10.42
毛利率	95.60%	93.76%	96.43%	95.78%	95.77%	95.56%	96.17%	95.24%	95.85%	95.65%	95.47%	94.55%	94.75%	95.15%	96.01%	94.71%	95.18%
销售费用	46.52	49.41	64.37	63.35	61.11	65.42	78.96	76.61	67.06	67.48	93.45	83.82	69.64	77.65	95.33	80.55	80.96
管理费用	7.58	6.75	10.21	11.37	11.54	10.50	13.21	16.61	10.89	9.54	14.29	13.10	12.80	13.42	14.41	21.48	16.46
研发费用	10.92	13.97	19.60	20.38	20.15	18.60	22.16	27.02	26.85	21.82	27.65	29.70	24.41	25.18	28.91	33.70	30.56
财务费用	(6.59)	(6.42)	(7.50)	(2.68)	(5.07)	(6.24)	(5.49)	(5.35)	(5.67)	(6.13)	(5.89)	(6.54)	(6.45)	(7.68)	(7.89)	(7.46)	(7.30)
营业利润	46.75	74.89	134.03	65.84	80.96	86.70	151.30	73.94	104.95	102.08	169.34	19.84	74.54	85.17	140.88	44.39	88.01
利润总额	47.98	75.75	142.27	56.62	80.88	88.64	151.44	72.03	106.12	102.60	169.80	20.23	74.70	85.90	140.86	44.49	87.80
所得税	7.75	11.92	22.96	10.27	13.16	14.27	27.25	12.03	17.15	15.33	27.12	3.42	7.67	11.21	22.80	8.75	13.88
归母净利润	41.37	65.69	122.08	49.32	70.45	76.86	127.28	63.40	91.74	89.34	146.14	21.55	70.48	78.13	121.54	40.04	77.21
归母净利润同比	-37.45%	2.09%	5.14%	-4.64%	70.31%	17.01%	4.26%	28.55%	30.21%	16.24%	14.82%	-66.00%	-23.17%	-12.56%	-16.83%	85.75%	9.55%
净利率	37.51%	44.04%	52.70%	33.98%	42.79%	42.01%	46.77%	33.73%	46.43%	46.70%	46.95%	11.01%	38.48%	38.46%	42.28%	22.96%	35.70%
扣非归母净利润	40.15	64.55	114.00	42.77	60.10	72.72	125.59	57.42	76.73	77.31	139.04	21.48	67.92	74.56	120.44	35.28	72.54
扣非归母净利润同比	-38.21%	3.24%	-0.34%	-18.30%	49.67%	12.65%	10.17%	34.23%	27.68%	6.32%	10.71%	-62.58%	-11.48%	-3.55%	-13.37%	64.24%	6.81%

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：我武生物分季度收入情况（单位：百万元，%）**


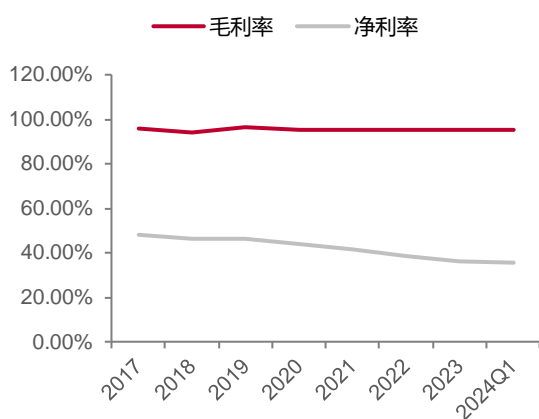
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：我武生物分季度归母净利润情况（单位：百万元，%）**


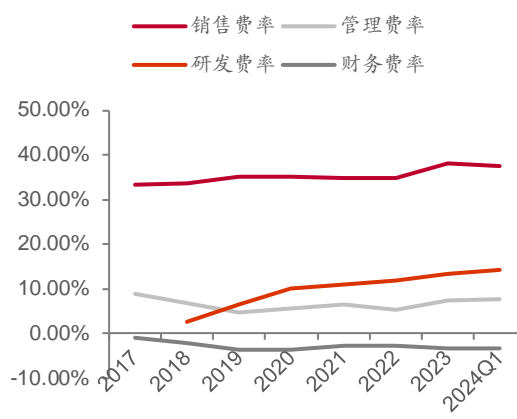
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 期间费率增长明显，研发投入持续

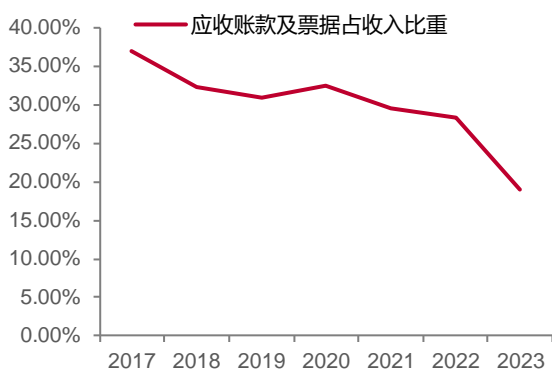
- 2023 年公司整体业务毛利率 95.26%(-0.13pp)，持续保持高毛利水平。2023 年公司销售费用 3.23 亿元(+3.64%)，销售费率 38.10%(+3.30pp)。管理费用 6211 万元(+29.88%)，管理费 7.32% (+1.99pp)。研发费用 1.12 亿元(+5.83%)，研发费率 13.23% (+1.40pp)，研发继续保持增长。财务费率-3.48% (-0.77pp)。

**图表 5：我武生物利润水平（单位：%）**


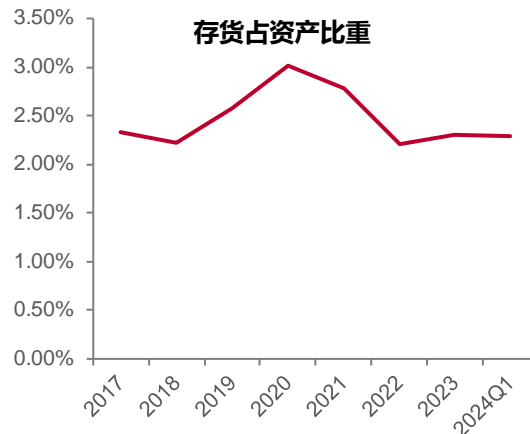
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6：我武生物费用率情况（单位：%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 7：我武生物应收账款及票据情况（单位：%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 8：我武生物存货情况（单位：%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 夯实舌下脱敏龙头地位，积极拓展干细胞/天然药物研发项目

- **1) 舌下脱敏：**目前粉尘螨滴剂和黄蒿花粉滴剂均为公司独家品种，其中黄蒿花粉 2021.2 上市，有望打开北方市场，与公司核心品种粉尘螨滴剂互为补充，进一步开拓过敏治疗市场。同时黄蒿花粉拓展儿童群体、黄蒿花粉点刺液产品上市，进一步夯实舌下脱敏龙头地位。
- **2) 干细胞：**子公司我武干细胞持续开展干细胞领域的研究开发，完成了自研完全培养基、分化培养基（成脂、成骨、成软骨）的开发，相关培养基已应用于干细胞治疗骨关节炎项目中。完成了多个适配于干细胞治疗产品产业化生产的自研设备的开发和样机生产，包括适用于培养箱内细胞实时观察的显微镜系统、用于采集物和干细胞治疗产品运输和暂存的医用冷链箱等。此外，开发和优化了多个适用于干细胞治疗产品的人源病毒检测平台，并已投入使用。
- **3) 天然药物：**子公司我武翼方持续开展新型抗感染药物的研究开发，集中对几个重点化合物进行了系统的成药性评价工作，确定若干具有体内药效的化合物。

**图表 9：我武生物在研管线**

产品名称	适应症	进展情况	对公司未来的影响
黄花蒿花粉变应原舌下滴剂	黄花蒿/艾蒿花粉过敏引起的变应性鼻炎（或伴有结膜炎）的儿童患者	2023年5月，获得扩展儿童适应症人群的《药品补充申请批准通知书》	扩大用药人群，提升市场竞争力
黄花蒿花粉、白桦花粉、葎草花粉点刺液等点刺产品	点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	2023年5月，获得《药品注册证书》	丰富产品线，提升市场竞争力
变应原皮肤点刺试验对照液	用于点刺试验，作为变应原点刺液进行点刺试验临床操作时的对照，提供判断依据	2023年6月，收到《药品注册申请终止通知书》	丰富产品线，提升市场竞争力
悬铃木花粉、德国小蠊、猫毛皮屑点刺液等点刺产品	点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	申请上市	丰富产品线，提升市场竞争力
豚草花粉点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与豚草花粉致敏相关的 I 型变态反应性疾病	获得 III 期临床试验总结报告	丰富产品线，提升市场竞争力
狗毛皮屑点刺液	用于皮肤点刺试验，辅助诊断与狗毛皮屑致敏相关的 I 型变态反应性疾病	获得 III 期临床试验总结报告	丰富产品线，提升市场竞争力
吸入用苦丁皂苷 A 溶液	支气管扩张	I 期临床试验阶段（单/多次给药在中度慢性阻塞性肺疾病患者中的安全性、药效学研究）	完善“对症+对因”的过敏性疾病药物治疗方案，并延伸至慢性阻塞性肺疾病的治疗
烟曲霉点刺液	点刺试验，辅助诊断 I 型变态反应性疾病	I 期临床	丰富产品线，提升市场竞争力
皮炎诊断贴剂 O1 贴	通过斑贴试验，诊断由镍、铬、钴 3 种金属过敏原引起的变应性接触性皮炎	获得 I 期临床总结报告	丰富产品线，提升市场竞争力

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 风险提示

- **粉尘螨滴剂学术推广不及预期的风险。**公司目前主要的利润增长依靠核心产品粉尘螨滴剂，粉尘螨滴剂所在的脱敏市场在国内尚处于培育期，存在学术推广不及预期的风险。
- **黄花蒿粉滴剂推广不及预期的风险。**公司黄花蒿粉滴剂已经获批上市，仍然需要要进行挂网、渠道铺设等准备工作。
- **药品招标降价的风险。**在严控药占比的情况下药品招标降价的风险较大，公司核心产品粉尘螨滴剂收入占比较大，若降价对公司经营影响较大。
- **粉尘螨滴剂竞争加剧的风险。**公司核心产品粉尘螨滴剂目前暂无同剂型竞争产品，未来不排除其余厂家同类产品上市、竞争加剧的风险。

图表 10：我武生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,171	978	912	817	营业收入	848	986	1,149	1,339
应收票据	19	81	86	91	营业成本	40	45	53	61
应收账款	143	191	215	248	税金及附加	6	5	6	8
预付账款	6	9	11	12	销售费用	323	375	437	509
存货	59	67	75	84	管理费用	62	72	84	98
合同资产	0	0	0	0	研发费用	112	138	161	187
其他流动资产	172	191	201	216	财务费用	-29	-9	-7	-3
流动资产合计	1,570	1,517	1,500	1,468	信用减值损失	1	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	74	74	74	74	公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
固定资产	449	657	906	1,195	投资收益	2	3	4	3
在建工程	228	228	228	228	其他收益	9	18	19	19
无形资产	161	174	188	206	营业利润	345	381	438	502
其他非流动资产	80	82	82	83	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	992	1,215	1,478	1,786	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>2,562</b>	<b>2,732</b>	<b>2,978</b>	<b>3,254</b>	利润总额	346	382	439	503
短期借款	34	69	103	138	所得税	50	61	70	80
应付票据	0	0	0	0	净利润	296	321	369	423
应付账款	8	8	9	11	少数股东损益	-15	-16	-18	-21
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	311	337	387	444
合同负债	0	0	1	1	NOPLAT	270	313	363	420
其他应付款	84	84	84	84	EPS (摊薄)	0.59	0.64	0.74	0.85
一年内到期的非流动负债	7	4	5	5					
其他流动负债	44	50	117	95	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	177	215	319	334	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-5.3%	16.2%	16.6%	16.5%
其他非流动负债	81	49	57	64	EBIT增长率	-15.5%	17.7%	16.1%	15.6%
非流动负债合计	81	49	57	64	归母公司净利润增长率	-11.1%	8.6%	14.9%	14.6%
<b>负债合计</b>	<b>258</b>	<b>264</b>	<b>376</b>	<b>398</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,185	2,365	2,591	2,844	毛利率	95.3%	95.4%	95.4%	95.5%
少数股东权益	119	103	11	12	净利率	34.8%	32.6%	32.1%	31.6%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,304</b>	<b>2,468</b>	<b>2,602</b>	<b>2,856</b>	ROE	13.5%	13.7%	14.5%	15.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,562</b>	<b>2,732</b>	<b>2,978</b>	<b>3,254</b>	ROIC	13.7%	15.1%	15.9%	16.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	10.1%	9.9%	10.8%	11.5%
					债务权益比	5.3%	5.0%	6.2%	7.1%
					流动比率	8.9	7.1	4.7	4.4
					速动比率	8.5	6.7	4.5	4.1
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	67	61	63	62
					应付账款周转天数	70	65	61	61
					存货周转天数	481	500	486	470
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.59	0.64	0.74	0.85
					每股经营现金流	0.04	0.66	0.66	-0.54
					每股净资产	4.17	4.52	4.95	5.43
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41	37	33	28
					P/B	6	5	5	4
					PEG	4	5	6	7

来源：中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。