

我武生物 (300357.SZ)  
生物制品

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月28日

评级: 增持(维持)

分析师: 祝嘉琦

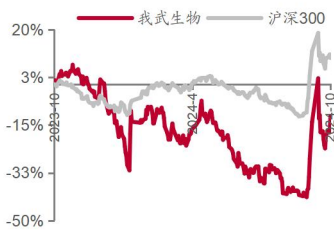
执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	523.58
流通股本(百万股)	484.06
市价(元)	24.63
市值(百万元)	12,895.87
流通市值(百万元)	11,922.50

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1、《我武生物(300357)-2023+2024Q1点评: 粉尘螨滴剂恢复增长, 研发管线渐次丰富》  
2024-04-29

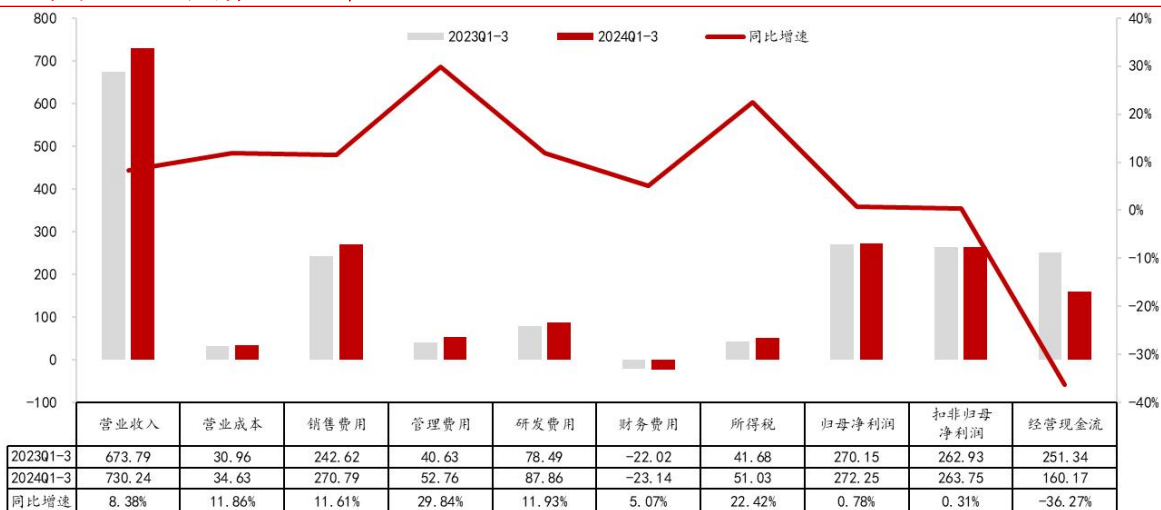
### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	896.02	848.19	930.00	1075.18	1257.50
增长率 yoy%	10.94%	-5.34%	9.64%	15.61%	16.96%
归母净利润(百万元)	348.77	310.18	328.07	376.52	436.69
增长率 yoy%	3.19%	-11.06%	5.77%	14.77%	15.98%
每股收益(元)	0.67	0.59	0.63	0.72	0.83
每股现金流量	1.61	2.24	1.89	1.76	1.58
净资产收益率	17%	13%	13%	14%	15%
P/E	36.97	41.57	39.31	34.25	29.53
P/B	6.51	5.90	5.47	5.01	4.56

备注: 股价截止自2024年10月25日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- **事件: 公司发布2024年三季报, 前三季度实现营业收入7.30亿元, 同比增长8.38%; 归母净利润2.72亿元, 同比增长0.78%; 扣非归母净利润2.64亿元, 同比增长0.31%**
- **收入恢复性增长, 黄花蒿花粉滴剂加速放量。分产品看, 粉尘螨滴剂实现7.01亿元(同比+7.22%), 黄花蒿花粉滴剂实现2057.05万元(同比+87.53%), 皮肤点刺诊断试剂盒569.10万元。黄花蒿花粉滴剂高速放量主要系公司持续加大北方市场推广力度。分季度看, 24Q3实现营收3.01亿元(同比+4.69%, 环比+41.30%), 归母净利润1.23亿元(同比+1.22%, 环比+70.81%)。院内环境依旧复杂背景下, 公司积极开展销售工作, 整体业绩呈现出复苏态势, 预计随着核心产品渗透率的不断提升, 黄花蒿花粉滴剂等新品不断放量, 公司业绩有望实现较快增长。**
- **毛利率保持稳定, 加大研发投入。2024Q1-Q3、24Q3公司整体毛利率分别为95.26%(-0.15pp)、95.70%(-0.31pp, +0.99pp)。费用率: 2024Q1-Q3、24Q3销售费用率分别为37.08%(+1.07pp)、35.67%(+2.51pp), 管理费用率分别为7.22%(+1.19pp)、6.35%(+1.34pp), 财务费用率分别为-3.17%(+0.10pp)、-2.33%(+0.41pp)。研发投入: 2024Q1-Q3、24Q3研发费用分别为8786万元(+11.93%), 2861万元(-1.02%), 研发费率分别为12.03%(+0.38pp), 9.51%(-0.54pp)。**
- **延续舌下脱敏龙头地位, 着力打造更丰富的点刺产品矩阵。1)“悬铃木花粉”、“德国小蠊”、“猫毛皮屑”点刺液, 目前均处于上市许可阶段, 期待明年商业化放量, 为公司业绩带来新的增长点。2)2024年9月提交的的治疗产品“屋尘螨膜剂”(固体剂型)临床试验申请获正式受理; 诊断IV型皮炎贴剂处在II期临床试验阶段; 豚草花粉、狗毛皮屑等多个点刺液品均处在临床试验阶段, 进一步丰富变态反应原制品产品管线, 提升市场竞争力。**
- **盈利预测与投资建议: 根据三季报及未来业务规划, 我们调整预期, 预计2024-2026年营业收入为9.30、10.75、12.58亿元(24-26年调整前为9.86、11.49、13.39亿元), 同比增长9.64%、15.61%、16.96%; 归母净利润为3.28、3.77、4.37亿元(24-26年调整前为3.37、3.87、4.44亿元), 同比增长5.77%、14.77%、15.98%。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, 黄花蒿花粉滴剂持续放量, 管线不断拓宽, 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; 黄花蒿花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。**

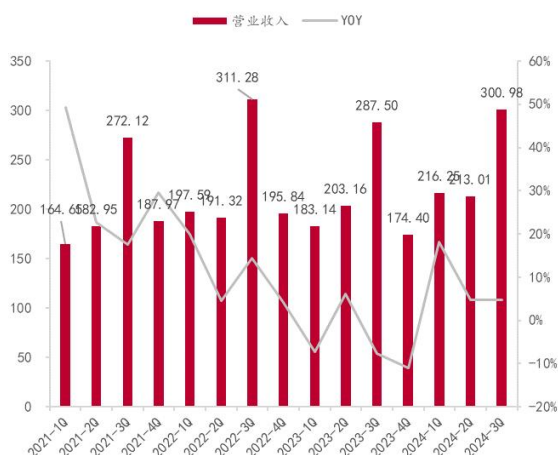
**图表 1: 我武生物主要财务指标 (单位: 百万元, %)**


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	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	2024-2Q	2024-3Q
营业收入	164.65	182.95	272.12	187.97	197.59	191.32	311.28	195.84	183.14	203.16	287.50	174.40	216.25	213.01	300.98
营业收入同比	49.31%	22.66%	17.48%	29.50%	20.00%	4.57%	14.39%	4.18%	-7.31%	6.19%	-7.64%	-10.95%	18.08%	4.85%	4.69%
营业收入环比	13.44%	11.11%	48.74%	-30.92%	5.12%	-3.17%	62.70%	-37.09%	-6.48%	10.93%	41.51%	-39.34%	24.00%	-1.50%	41.30%
营业成本	6.96	8.12	10.42	8.94	8.19	8.33	14.09	10.66	9.62	9.86	11.48	9.23	10.42	11.27	12.95
毛利率	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%	94.71%	95.70%
销售费用	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	82.48	107.36
管理费用	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	17.19	19.11
研发费用	20.15	18.60	22.16	27.02	26.85	21.82	27.65	29.70	24.41	25.18	28.90	33.70	30.56	28.69	28.61
财务费用	-5.07	-6.24	-5.49	-5.35	-5.67	-6.13	-5.89	-6.53	-6.45	-7.68	-7.89	-7.46	-7.30	-8.82	-7.02
营业利润	80.96	86.70	151.30	73.94	104.95	102.08	169.34	19.83	74.54	85.17	140.88	44.39	88.01	84.43	143.74
利润总额	80.88	88.64	151.44	72.03	106.12	102.60	169.79	20.23	74.70	85.90	140.86	44.49	87.80	82.70	143.03
所得税	13.16	14.27	27.25	12.03	17.15	15.33	27.12	3.42	7.67	11.21	22.79	8.75	13.88	14.00	23.15
归母净利润	70.45	76.86	127.28	63.40	91.74	89.35	146.13	21.56	70.48	78.13	121.54	40.04	77.21	72.02	123.02
归母净利润同比	70.31%	17.01%	4.26%	28.55%	30.21%	16.24%	14.82%	-66.00%	-23.17%	-12.56%	-16.83%	85.72%	9.55%	-7.81%	1.22%
净利率	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%	33.81%	40.87%
扣非归母净利润	60.10	72.72	125.59	57.42	76.73	77.30	139.04	21.49	67.92	74.56	120.44	35.28	72.54	68.96	122.24
扣非归母净利润同比	49.67%	12.65%	10.17%	34.23%	27.68%	6.31%	10.71%	-62.58%	-11.48%	-3.55%	-13.38%	64.21%	6.80%	-7.52%	1.50%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

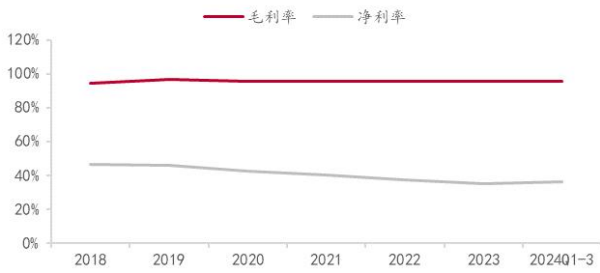
**图表 3: 我武生物分季度收入情况 (单位: 百万元, %)**


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, %)**

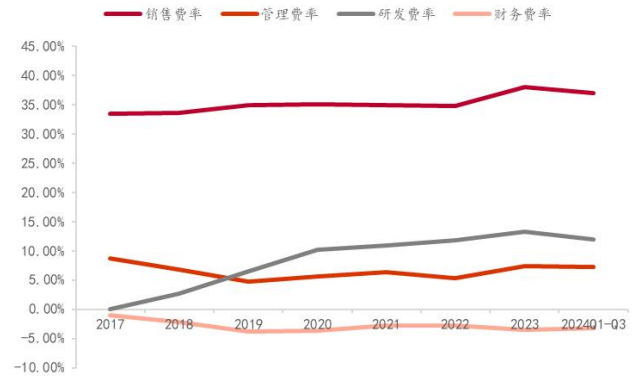

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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

**图表 9：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	989	923	825	营业收入	848	930	1,075	1,258
应收票据	19	77	80	86	营业成本	40	45	52	63
应收账款	143	180	201	233	税金及附加	6	5	6	7
预付账款	6	9	10	13	销售费用	323	353	403	465
存货	59	67	74	87	管理费用	62	67	77	91
合同资产	0	0	0	0	研发费用	112	119	140	163
其他流动资产	172	187	197	208	财务费用	-29	-9	-7	-3
流动资产合计	1,570	1,509	1,485	1,452	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	371	426	494
其他非流动资产	80	82	82	84	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	992	1,215	1,478	1,787	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>2,562</b>	<b>2,724</b>	<b>2,963</b>	<b>3,239</b>	<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>372</b>	<b>427</b>	<b>495</b>
短期借款	34	69	103	138	所得税	50	59	68	79
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>296</b>	<b>313</b>	<b>359</b>	<b>416</b>
应付账款	8	8	9	12	少数股东损益	-15	-16	-18	-21
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>328</b>	<b>377</b>	<b>437</b>
合同负债	0	0	0	1	NOPLAT	270	305	353	413
其他应付款	84	84	84	84	EPS (摊薄)	0.59	0.63	0.72	0.83
一年内到期的非流动负债	7	4	5	5					
其他流动负债	44	51	118	96	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	177	216	319	336	<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%	9.6%	15.6%	17.0%
其他非流动负债	81	49	57	64	EBIT增长率	-15.5%	14.6%	16.0%	17.0%
非流动负债合计	81	49	57	64	归母公司净利润增长率	-11.1%	5.8%	14.8%	16.0%
<b>负债合计</b>	<b>258</b>	<b>265</b>	<b>376</b>	<b>400</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,185	2,356	2,576	2,827	毛利率	95.3%	95.1%	95.1%	95.0%
少数股东权益	119	103	11	12	净利率	34.8%	33.6%	33.4%	33.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,304</b>	<b>2,459</b>	<b>2,587</b>	<b>2,839</b>	ROE	13.5%	13.3%	14.1%	15.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,562</b>	<b>2,724</b>	<b>2,963</b>	<b>3,239</b>	ROIC	13.7%	14.7%	15.5%	16.5%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	10.1%	9.8%	10.7%	11.5%
					债务权益比	5.3%	5.0%	6.2%	7.1%
					流动比率	8.9	7.0	4.7	4.3
					速动比率	8.5	6.7	4.4	4.1
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>33</b>	<b>343</b>	<b>341</b>	<b>-295</b>	应收账款周转天数	67	62	64	62
现金收益	298	351	418	498	应付账款周转天数	70	65	61	60
存货影响	-11	-8	-7	-12	存货周转天数	481	501	486	463
经营性应收影响	98	-98	-25	-39	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	50	0	1	2	每股收益	0.59	0.63	0.72	0.83
其他影响	-403	97	-45	-744	每股现金流量	2.24	1.89	1.76	1.58
<b>投资活动现金流</b>	<b>-192</b>	<b>-271</b>	<b>-329</b>	<b>-394</b>	每股净资产	4.17	4.50	4.92	5.40
资本支出	-302	-269	-328	-393	<b>估值比率</b>				
股权投资	4	0	0	0	P/E	42	39	34	30
其他长期资产变化	106	-2	-1	-1	P/B	6	5	5	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>-23</b>	<b>-138</b>	<b>-110</b>	<b>-136</b>	PEG	4	5	6	7
借款增加	37	32	35	34					
股利及利息支付	-106	-150	-177	-202					
股东融资	86	0	0	0					
其他影响	-40	-20	32	32					

来源: wind, 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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。