

我武生物 (300357.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年04月23日

评级: 增持 (维持)

市场价格: 44.48

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人: 张楠

Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

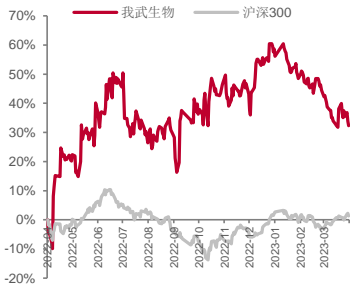
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	807.69	896.02	1089.51	1310.45	1572.55
增长率 yoy%	26.95%	10.94%	21.59%	20.28%	20.00%
净利润 (百万元)	337.99	348.77	427.83	517.47	624.47
增长率 yoy%	21.38%	3.19%	22.67%	20.95%	20.68%
每股收益 (元)	0.65	0.67	0.82	0.99	1.19
每股现金流量	1.24	1.61	1.57	1.77	2.04
净资产收益率	19%	17%	19%	20%	21%
P/E	68.90	66.77	54.44	45.01	37.29
PEG	3.22	20.93	2.40	2.15	1.80
P/B	13.41	11.76	10.35	9.05	7.86

备注: 数据截止 2023.4.21

基本状况

总股本(百万股)	523.58
流通股本(百万股)	469.65
市价(元)	44.48
市值(百万元)	20,889.82
流通市值(百万元)	23,289.02

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 我武生物(300357)-2022 预告点评: Q4 承压明显, 23 年有望迎来复苏-增持-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20230130

投资要点

- **事件:** 2022 年 4 月 20 日, 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年实现营业收入 8.96 亿元, 同比增长 10.94%; 归母净利润 3.49 亿元, 同比增长 3.19%; 扣非归母净利润 3.12 亿元, 同比下滑 0.40%。2023Q1 实现营业收入 1.83 亿元, 同比下滑 7.31%; 归母净利润 7048 万元, 同比下滑 23.17%; 扣非归母净利润 6792 万元, 同比下滑 11.48%。
- **核心品种粉尘螨滴剂 23Q1 承压, 看好全年恢复。**2022 年粉尘螨滴剂实现收入 8.79 亿元(+10.44%), 占收入比重 98.11%。分季度看, 22Q4 实现营收 1.96 亿元(+4.19%), 归母净利润 2155 万元(-66.00%), 22Q4 疫情防控、疫情感染限制人员流动等导致增速放缓, 同时公司终止两个研发项目并计提资产减值, 利润出现较大程度下滑。23Q1 实现营收 1.83 亿元(-7.31%), 归母净利润 7048 万元(-23.17%), 疫情大规模感染导致人员流动受限, 一季度上旬承压明显, 3 月开始公司积极恢复终端销售。
- **期间费率保持稳定, 研发投入快速增长。**2022 年公司整体业务毛利率 95.39%(-0.34pp), 持续保持高毛利水平。2022 年公司销售费用 3.12 亿元(+10.53%), 销售费率 34.80%(-0.13pp), 费率保持稳定。管理费用 4782 万元(-7.79%), 管理费率 5.34%(-1.08pp)。研发费用 1.06 亿元(+20.58%), 研发费率 11.83%(+0.95pp), 研发继续保持快速增长。财务费率-2.70%(+0.04pp)。
- **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花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。同时粉尘螨滴剂新适应症、黄花蒿粉拓展儿童群体等项目稳步推进, 系列点刺产品正处于 III 期/申请上市, 进一步夯实舌下脱敏龙头地位。2) 干细胞/天然药物: 22 年初我武干细胞开发的人毛囊间充质干细胞已启动申请临床, 合营企业凯屹医药的“吸入用苦丁皂苷 A 溶液”处于 I 期。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 2023-2025 年营业收入为 10.90、13.10、15.73 亿元 (2023-24 年调整前值为 10.33、12.41 亿元), 同比增长 21.59%、20.28%、20.00%; 归母净利润为 4.28、5.17、6.24 亿元 (2023-24 年调整前值为 4.17、4.98 亿元), 同比增长 22.67%、20.95%、20.68%。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。

内容目录

粉尘螨滴剂阶段性承压，看好全年恢复	- 3 -
核心品种粉尘螨滴剂 23Q1 承压	- 3 -
期间费率保持稳定，研发投入快速增长	- 4 -
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	- 5 -
投资建议	- 6 -
风险提示	- 6 -

图表目录

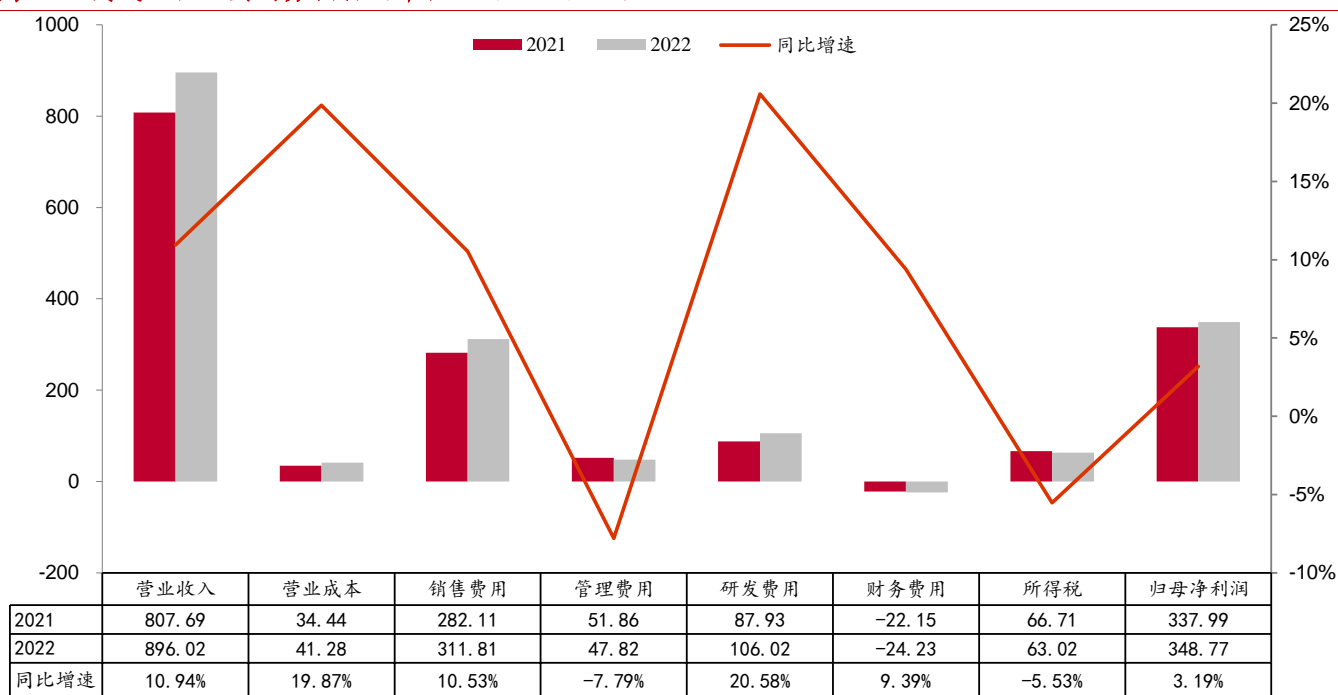
图表 1: 我武生物主要财务指标 (单位: 百万元, %)	- 3 -
图表 2: 我武生物分季度财务数据 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 3: 我武生物分季度收入情况 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 4: 我武生物分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 5: 我武生物利润水平 (单位: %)	- 5 -
图表 6: 我武生物费用率情况 (单位: %)	- 5 -
图表 7: 我武生物应收账款及票据情况 (单位: %)	- 5 -
图表 8: 我武生物存货情况 (单位: %)	- 5 -
图表 9: 我武生物在研管线	- 6 -
图表 10: 我武生物财务模型预测	- 7 -

粉尘螨滴剂阶段性承压，看好全年恢复

核心品种粉尘螨滴剂 23Q1 承压

- 2022 年实现营业收入 8.96 亿元，同比增长 10.94%；归母净利润 3.49 亿元，同比增长 3.19%；扣非归母净利润 3.12 亿元，同比下滑 0.40%。其中粉尘螨滴剂实现收入 8.79 亿元(+10.44%)，占收入比重 98.11%。分季度看，22Q4 实现营收 1.96 亿元(+4.19%)，归母净利润 2155 万元(-66.00%)，22Q4 疫情防控、疫情感染限制人员流动等导致增速放缓，同时公司终止两个研发项目并计提资产减值，利润出现较大程度下滑。
- 23Q1 实现营收 1.83 亿元(-7.31%)，归母净利润 7048 万元(-23.17%)，疫情大规模感染导致人员流动受限，一季度上旬承压明显，3 月开始公司积极恢复终端销售。

图表 1: 我武生物主要财务指标 (单位: 百万元, %)

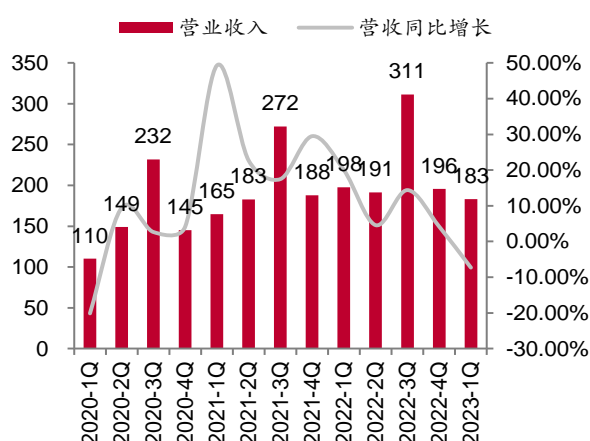


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

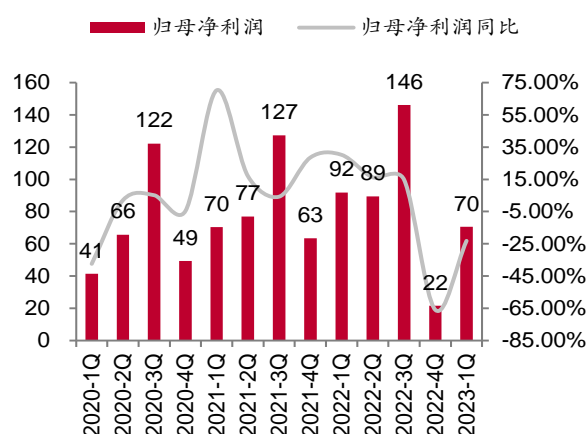
图表 2: 我武生物分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

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
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
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%
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%
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
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%
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
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
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
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)
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
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
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
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
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%
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%
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
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%

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, %)


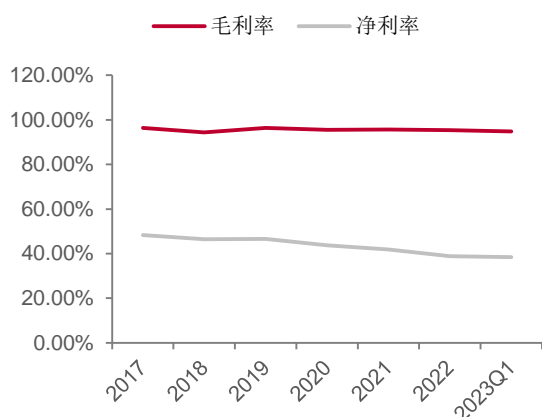
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 我武生物分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)


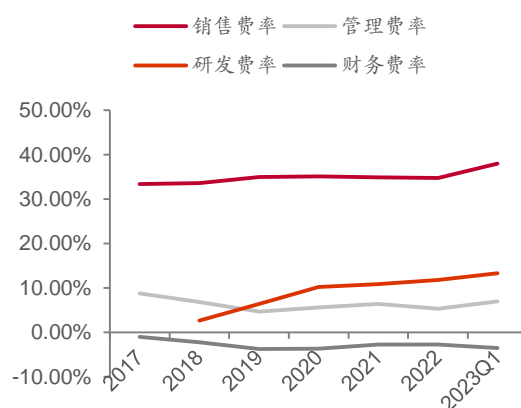
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

期间费率保持稳定, 研发投入快速增长

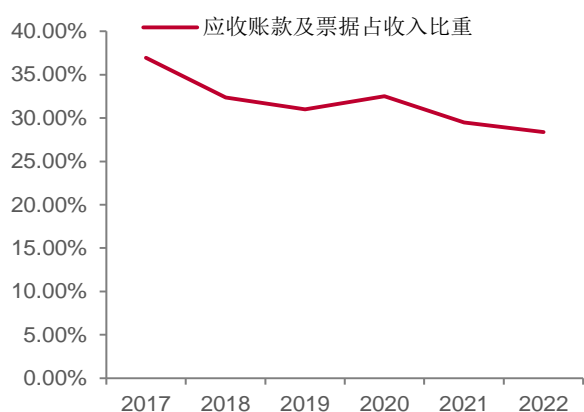
- 2022 年公司整体业务毛利率 95.39%(-0.34pp), 持续保持高毛利水平。2022 年公司销售费用 3.12 亿元(+10.53%), 销售费率 34.80%(-0.13pp), 费率保持稳定。管理费用 4782 万元(-7.79%), 管理费率 5.34%(-1.08pp)。研发费用 1.06 亿元(+20.58%), 研发费率 11.83%(+0.95pp), 研发继续保持快速增长。财务费率-2.70%(+0.04pp)。

图表 5: 我武生物利润水平 (单位: %)


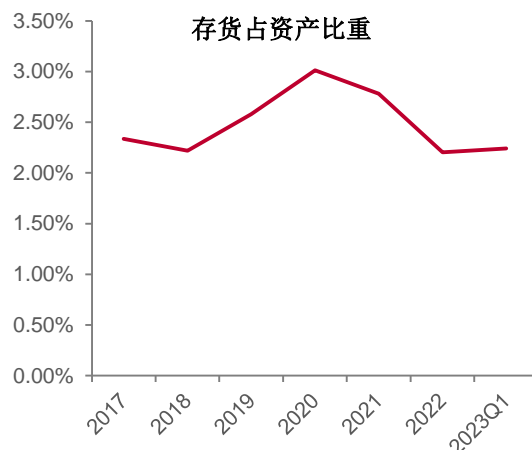
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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。同时粉尘螨滴剂新适应症、黄花蒿粉拓展儿童群体等项目稳步推进, 系列点刺产品正处于 III 期/申请上市, 进一步夯实舌下脱敏龙头地位。
- **2) 干细胞:** 22 年干细胞、天然药物研发投入为 5678 万元, 2022 年初我武干细胞开发的人毛囊间充质干细胞治疗药物取得中国食品药品检定研究院的质量复核检验报告, 检验结果合格。2022 年 5 月, 人毛囊间充质干细胞治疗药物通过了浙江省卫健委与浙江省药监局的审查与现场检查, 该项目顺利递交至国家卫健委, 本项目拟定适应症为治疗骨质疏松。同时, 我武干细胞已全面启动第二个干细胞治疗药物 (治疗骨关节炎) 的临床前研究。
- **3) 天然药物:** 22 年天然药物研发投入为 1298 万元, 联营公司凯屹医药研发的“吸入用苦丁皂苷 A 溶液”2022 年 12 月完成了多次给药在健康志愿者中的随机、双盲、剂量递增、安慰剂平行对照的安全性、耐受性、药代动力学研究的 I 期临床试验, 目前正在稳步推进。

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	III期临床（儿童变应性鼻炎）	扩大用药人群，提升市场竞争力
黄花蒿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	申请上市	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	申请上市	丰富产品线，提升市场竞争力
悬铃木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	III期临床	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（在健康志愿者中多次给药），22.8取得I期（单次给药）临床总结报告	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	获批临床	丰富产品线，提升市场竞争力
皮炎诊断贴剂 01 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	22.6获批临床	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

投资建议

- 我们预计 2023-2025 年营业收入为 10.90、13.10、15.73 亿元（2023-24 年调整前值为 10.33、12.41 亿元），同比增长 21.59%、20.28%、20.00%；归母净利润为 4.28、5.17、6.24 亿元（2023-24 年调整前值为 4.17、4.98 亿元），同比增长 22.67%、20.95%、20.68%。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。**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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	841	824	929	1,067	营业收入	896	1,090	1,310	1,573
应收票据	83	112	135	157	营业成本	41	48	57	63
应收账款	171	223	265	312	税金及附加	5	5	7	8
预付账款	11	10	12	14	销售费用	312	376	452	543
存货	48	72	85	90	管理费用	48	58	70	84
合同资产	0	0	0	0	研发费用	106	98	122	149
其他流动资产	323	327	333	341	财务费用	-24	-12	-12	-9
流动资产合计	1,477	1,568	1,759	1,981	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	-44	-44	-44	-44
长期股权投资	78	78	78	78	公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
固定资产	202	355	490	654	投资收益	4	3	4	4
在建工程	226	226	226	226	其他收益	31	16	20	21
无形资产	140	157	170	184	营业利润	396	489	592	714
其他非流动资产	75	77	78	79	营业外收入	3	2	2	3
非流动资产合计	721	893	1,042	1,221	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	2,198	2,461	2,801	3,202	利润总额	399	490	593	716
短期借款	0	0	0	0	所得税	63	78	95	115
应付票据	0	0	0	0	净利润	336	412	498	601
应付账款	8	11	11	12	少数股东损益	-13	-16	-19	-23
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	349	428	517	624
合同负债	0	1	1	1	NOPLAT	315	402	488	593
其他应付款	34	34	34	34	EPS (摊薄)	0.67	0.82	0.99	1.19
一年内到期的非流动负债	4	2	3	4					
其他流动负债	57	99	131	136	主要财务比率				
流动负债合计	103	147	180	187	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	10.9%	21.6%	20.3%	20.0%
其他非流动负债	68	33	37	42	EBIT增长率	1.0%	27.8%	21.5%	21.5%
非流动负债合计	68	33	37	42	归母公司净利润增长率	3.2%	22.7%	21.0%	20.7%
负债合计	171	180	217	229	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,980	2,250	2,572	2,962	毛利率	95.4%	95.6%	95.6%	96.0%
少数股东权益	47	31	12	11	净利率	37.5%	37.8%	38.0%	38.2%
所有者权益合计	2,027	2,281	2,584	2,973	ROE	17.2%	18.7%	20.0%	21.2%
负债和股东权益	2,198	2,461	2,801	3,202	ROIC	21.3%	23.7%	24.7%	25.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	7.8%	6.1%	6.0%	5.9%
					债务权益比	3.6%	1.6%	1.6%	1.5%
单位:百万元					流动比率	14.3	10.7	9.8	10.6
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	速动比率	13.9	10.2	9.3	10.1
经营活动现金流	212	442	470	-648	营运能力				
现金收益	334	428	527	645	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
存货影响	5	-24	-13	-5	应收账款周转天数	66	65	67	66
经营性应收影响	24	-35	-23	-27	应付账款周转天数	56	70	68	65
经营性应付影响	26	3	0	1	存货周转天数	445	455	495	501
其他影响	-178	70	-21	-1,262	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-118	-200	-190	-231	每股收益	0.67	0.82	0.99	1.19
资本支出	-203	-199	-188	-231	每股经营现金流	0.84	0.90	-1.24	0.00
股权投资	5	0	0	0	每股净资产	3.78	4.30	4.91	5.66
其他长期资产变化	80	-1	-2	0	估值比率				
融资活动现金流	-111	-137	-142	-188	P/E	67	54	45	37
借款增加	-2	-2	1	1	P/B	12	10	9	8
股利及利息支付	-105	-188	-226	-274	PEG	3	4	5	6
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-4	53	83	85					

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。