

投资评级 优于大市 维持

黄花蒿推广进行时，点刺布局不断丰富

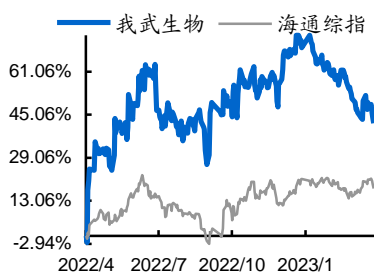
股票数据

04月21日收盘价(元)	44.48
52周股价波动(元)	31.59-58.47
总股本/流通A股(百万股)	524/470
总市值/流通市值(百万元)	23289/20890

相关研究

- 《疫情短期影响新患，黄花蒿粉滴剂持续推广》2022.09.14
- 《粉尘螨疫情下仍然维持稳定销售，黄花蒿期待销售突破》2022.05.03

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.3	-17.2	-19.8
相对涨幅(%)	-13.5	-14.5	-16.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婧

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 8.96 亿元 (+10.94%), 归母净利润 3.49 亿元 (+3.19%), 扣非归母净利润 3.15 亿元 (-0.40%), 为合理配置公司现有研发资源, 聚焦管线中的优势项目, 公司决定终止“尘螨合剂”与“粉尘螨滴剂特异性皮炎适应症”研发项目, 分别计提减值准备 1391.64 万元和 3156.65 万元, 预计分别减少公司净利润 1042.22 万元和 2364.06 万元, 还原回去后公司 2022 年实现归母净利润 3.83 亿元 (+11.71%)。
- 点评:**
 - 23Q1 公司实现营业收入 1.83 亿元 (-7.31%), 归母净利润 7047.81 万元 (-23.17%), 扣非归母净利润 6792.46 万元 (-11.48%), 我们预计 23 年 1 月份疫情防控环境调整后, 公司销售短暂承压, 同时我们认为 22Q1 基数受商业公司发货影响本身较高; 此外政府补助减少, 使得其他收益相较去年同期减少 1300 万元, 进一步影响了利润端的表现。
 - 2022 年粉尘螨滴剂实现收入 8.79 亿元 (+10.44%), 我们认为 22 年全国疫情散发, 对新患入组仍有影响, 我们预计疫后复苏下门诊量有望逐步恢复, 新患入组有望环比改善; 黄花蒿滴剂实现收入 830.58 万元 (+126.17%), 未实现规模化销售, 我们预计跟产品销售还在导入期, 以及患者非花粉季用药意识不足有关, 公司将加大对该产品的推广力度, 同时黄花蒿滴剂儿童鼻炎适应症已处于 CDE 技术审评阶段, 我们认为儿童过敏性疾病的治疗需求更为刚性, 同时对于价格的敏感性更低, 新获批后有望带来该产品销量的进一步提升。此外, 公司正在开发脱敏药物固体剂型, 目前处于临床前研究阶段。
 - 过敏原体内诊断产品方面, 公司当前已有“粉尘螨”和“屋尘螨”点刺液获批, 2022 年点刺产品实现收入 469.18 万元 (-1.79%)。截至 2022 年底, 公司的“黄花蒿花粉”、“白桦花粉”、“葎草花粉”点刺液和“变应原皮肤点刺试验对照液”处于 CDE 技术审评阶段; 另有 5 个点刺品种处于 III 期临床阶段; “皮炎诊断贴剂 01 贴”处于 I 期临床阶段。2023 年 1 月“烟曲霉点刺液”药物临床试验申请获得正式受理。随着上述产品陆续落地, 公司将形成系列化的过敏诊断产品, 同时也将对现有脱敏药物的销售形成积极作用。
 - 盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.71/5.95/7.61 亿元, EPS 分别为 0.90/1.14/1.45 元。公司在脱敏领域持续深度布局, 核心产品具有独占市场的优势, 我们看好公司重磅新品对业绩的贡献, 参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 45-58X PE, 对应合理价值区间为 40.51-52.21 元, 维持“优于大市”评级。
 - 风险提示:** 产品降价的风险; 学术推广不达预期的风险; 行业竞争的风险。

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	808	896	1107	1389	1755
(+/-)YoY(%)	27.0%	10.9%	23.5%	25.5%	26.4%
净利润(百万元)	338	349	471	595	761
(+/-)YoY(%)	21.4%	3.2%	35.1%	26.2%	27.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.65	0.67	0.90	1.14	1.45
毛利率(%)	95.7%	95.4%	95.7%	95.8%	96.0%
净资产收益率(%)	19.5%	17.6%	19.2%	19.5%	20.0%

资料来源: 公司年报(2021A-2022A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 我武生物分项收入 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入总计 (百万)	636.21	807.69	896.01	1106.61	1388.93	1755.14
yoy		27.0%	10.9%	23.5%	25.5%	26.4%
毛利率	95.5%	95.7%	95.5%	95.7%	95.8%	96.0%
粉尘螨滴剂 (百万)	631.01	795.98	879.08	1063.69	1287.06	1550.91
yoy		26.1%	10.4%	21.0%	21.0%	20.5%
检测试剂盒 (百万)	2.41	4.78	4.69	5.16	5.57	6.02
yoy		98.3%	-1.9%	10.0%	8.0%	8.0%
黄花蒿粉滴剂 (百万)		3.67	8.31	33.36	91.23	192.39
yoy			126.4%	301.4%	173.5%	110.9%
其他业务 (百万)	2.79	3.26	3.93	4.40	5.06	5.82
yoy		16.8%	20.6%	12.0%	15.0%	15.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)			每股收益 (元)			市盈率 (X)		
		2023/4/21	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
600276.SH	恒瑞生物	47.32	0.71	0.65	0.76	66.65	72.42	62.02		
300558.SZ	贝达药业	68.03	0.92	0.43	1.12	73.95	158.10	60.70		
000661.SZ	长春高新	163.53	9.28	11.63	12.62	12.96	14.07	12.96		
	平均						81.53	45.23		

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 21 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	896	1107	1389	1755
每股收益	0.67	0.90	1.14	1.45	营业成本	41	48	58	70
每股净资产	3.78	4.68	5.82	7.27	毛利率%	95.4%	95.7%	95.8%	96.0%
每股经营现金流	0.69	0.69	0.99	1.23	营业税金及附加	5	5	7	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	312	384	481	606
P/E	66.77	49.41	39.14	30.61	营业费用率%	34.8%	34.7%	34.6%	34.5%
P/B	11.76	9.50	7.65	6.12	管理费用	48	61	76	97
P/S	25.99	21.05	16.77	13.27	管理费用率%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	63.59	39.99	31.46	24.25	EBIT	413	531	667	848
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-24	-29	-40	-54
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.7%	-2.6%	-2.9%	-3.1%
毛利率	95.4%	95.7%	95.8%	96.0%	资产减值损失	-44	0	0	0
净利润率	38.9%	42.6%	42.8%	43.4%	投资收益	4	6	7	9
净资产收益率	17.6%	19.2%	19.5%	20.0%	营业利润	396	543	685	875
资产回报率	15.9%	17.9%	18.4%	19.1%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	17.0%	17.8%	18.2%	18.7%	利润总额	399	543	685	875
盈利增长 (%)					EBITDA	441	555	692	875
营业收入增长率	10.9%	23.5%	25.5%	26.4%	所得税	63	88	111	142
EBIT 增长率	13.2%	28.6%	25.6%	27.2%	有效所得税率%	15.8%	16.3%	16.2%	16.2%
净利润增长率	3.2%	35.1%	26.2%	27.9%	少数股东损益	-13	-17	-21	-27
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	349	471	595	761
资产负债率	7.8%	5.7%	5.5%	5.1%					
流动比率	14.38	22.52	21.54	22.30	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	13.80	21.57	20.70	21.49	货币资金	841	1109	1537	2092
现金比率	8.18	13.61	14.01	15.30	应收账款及应收票据	254	326	404	511
经营效率指标					存货	48	66	78	93
应收账款周转天数	69.70	71.20	70.59	70.65	其它流动资产	334	334	343	353
存货周转天数	428.07	506.96	491.12	485.89	流动资产合计	1477	1835	2362	3049
总资产周转率	0.41	0.42	0.43	0.44	长期股权投资	78	78	78	78
固定资产周转率	4.44	5.36	6.61	8.26	固定资产	202	206	210	213
					在建工程	226	266	306	346
					无形资产	140	171	202	233
					非流动资产合计	721	796	871	944
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总计	2198	2631	3233	3994
净利润	349	471	595	761	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-13	-17	-21	-27	应付票据及应付账款	8	8	10	12
非现金支出	74	24	25	26	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1	-6	-7	-9	其它流动负债	95	73	99	124
营运资金变动	-48	-110	-71	-105	流动负债合计	103	81	110	137
经营活动现金流	360	363	521	646	长期借款	0	0	0	0
资产	-189	-100	-100	-100	其它长期负债	68	68	68	68
投资	25	0	0	0	非流动负债合计	68	68	68	68
其他	46	6	7	9	负债总计	171	150	178	205
投资活动现金流	-118	-94	-93	-91	实收资本	524	524	524	524
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1980	2451	3046	3807
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	47	31	9	-18
其他	-111	0	0	0	负债和所有者权益合计	2198	2631	3233	3994
融资活动现金流	-111	0	0	0					
现金净流量	131	269	428	555					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。