

我武生物 (300357)

迈向质量型内生增长,加码突破性原始创新

	丁丹 (分析师)	于溯洋 (研究助理)
	0755-23976735	0755-23976115
	dingdan@gtjas.com	yusuyang@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880115070047

本报告导读:

公司深耕脱敏领域巨大蓝海市场,经营质量有所提升,产品布局有望突破,维持公司增持评级。

投资要点:

深耕脱敏领域巨大蓝海市场。国内样本人口过敏性鼻炎和儿童哮喘发病率已经超过10%,其中儿童哮喘的成因90%由过敏引起,孕育巨大蓝海市场。考虑目前实际销售模式和价格因素,预计对应可执行的实际市场空间大概在百亿元。继续看好公司脱敏产品的增长潜力和新药领域的延展性,维持公司2017-2019年EPS预测1.05/1.34/1.76元,考虑A股创业板估值中枢下移,下调目标价至53.6元,对应2018PE40X,维持增持评级。

实现质量型内生增长,盈利能力提升。公司销售队伍规模2016年479人,环比净增加82人,同比2015年增长21%,预计后续将进一步增加。同时随着学术教育推进,医生、患者依从性的提升是近年增长的主要原因,脱敏维持剂量4号、5号的销售占比在持续提升,实现更有质量的增长,预计未来发展趋势会更好。公司产品独特,定价能力强,医院端价格维护良好,同时受益处方外流,2014-2016年药店终端销售增速分别为49%、80%、95%(中康CMH数据)。公司规模效益逐步显现,利润率持续提升。

坚持原始创新,产品储备有望突破。公司在研“黄花蒿粉滴剂”、“尘螨合剂”临床积极推进,9项点刺相关产品处于申报临床阶段,原有粉尘滴剂2017年首次实现韩国市场出口。未来的产品布局将继续坚持临床刚需、大病种、空白市场、国际申报的原创新药定位,有望进一步构建过敏症状控制用药、同科室用药的产品集群,预计公司未来将整合创新平台,适时突破和超越现有领域介入新的医药领域,向国际医药行业发展前端迈进。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	267	312	384	481	633
(+/-)%	12%	17%	23%	25%	32%
经营利润 (EBIT)	129	150	178	219	289
(+/-)%	19%	17%	19%	23%	32%
净利润	118	129	169	216	284
(+/-)%	18%	10%	31%	28%	31%
每股净收益 (元)	0.73	0.80	1.05	1.34	1.76
每股股利 (元)	0.35	0.25	0.25	0.30	0.35

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	48.2%	48.1%	46.5%	45.5%	45.6%
净资产收益率 (%)	20.2%	19.7%	21.5%	22.7%	24.1%
投入资本回报率 (%)	35.2%	30.4%	66.7%	74.2%	84.0%
EV/EBITDA	44.4	39.7	31.5	25.1	18.3
市盈率	52.5	47.9	36.6	28.6	21.7
股息率 (%)	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 53.60

上次预测: 61.75

当前价格: 37.77

2017.05.17

交易数据

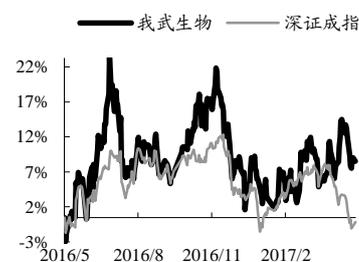
52周内股价区间 (元)	32.05-44.43
总市值 (百万元)	6,104
总股本/流通A股 (百万股)	162/93
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	58%
日均成交量 (百万股)	121.54
日均成交值 (百万元)	44.70

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	694
每股净资产	4.29
市净率	8.8
净负债率	-32.11%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.18	0.24
Q2	0.16	0.23
Q3	0.30	0.35
Q4	0.16	0.23
全年	0.80	1.05

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	6%	11%
相对指数	6%	8%	10%

相关报告

《销售、品种兼具弹性,业绩回归快速增长》2017.04.26

《产品销售双维改善,进入加速成长期》2017.04.09

《持股比例提升,迈入成长新阶段》2017.03.08

《期间费用大幅增长,销售潜力等待释放》2016.08.25

《业绩符合预期,挖潜第二终端》2016.04.22

模型更新时间: 2017.05.17

股票研究

必需消费
医药

我武生物 (300357)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **53.60**

上次预测: 61.75

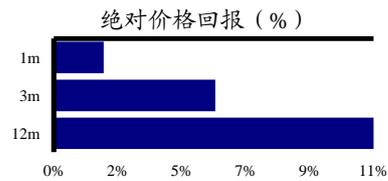
当前价格: 37.77

公司网址

www.wolwobiotech.com

公司简介

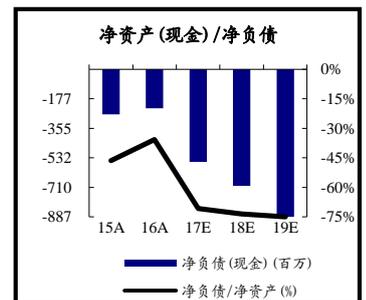
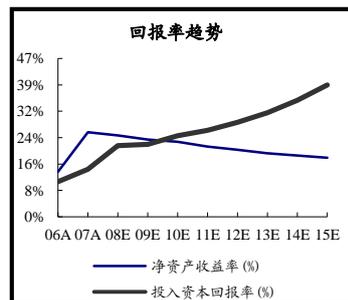
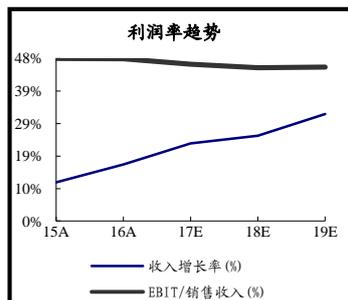
公司是一家以应变原产品的研发、生产和销售为主营业务的生物制药类企业。公司持续研发各类脱敏治疗药物和诊断试剂。



52 周价格范围 32.05-44.43
市值 (百万) 6,104

财务预测 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
损益表					
营业总收入	267	312	384	481	633
营业成本	13	12	14	15	19
税金及附加	1	1	2	2	3
销售费用	96	114	146	188	247
管理费用	28	35	44	58	76
EBIT	129	150	178	219	289
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	0	0	0
财务费用	-5	-4	-17	-33	-43
营业利润	134	156	196	252	332
所得税	21	23	30	38	50
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	118	129	169	216	284
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	272	235	557	702	888
其他流动资产	100	172	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	97	119	117	115	114
无形及其他资产	29	37	46	57	67
资产合计	611	697	870	1,056	1,309
流动负债	25	36	86	104	129
非流动负债	4	5	0	0	0
股东权益	583	656	784	952	1,180
投入资本(IC)	311	420	227	251	292
现金流量表					
NOPLAT	109	128	152	186	245
折旧与摊销	5	0	0	0	0
流动资金增量	6	-7	-1	-23	-40
资本支出	-32	0	-4	-5	-6
自由现金流	88	121	147	158	199
经营现金流	115	0	330	191	241
投资现金流	-70	0	-4	-5	-6
融资现金流	-48	0	-5	-40	-48
现金流净增加额	-4	0	321	145	186
财务指标					
成长性					
收入增长率	11.5%	16.8%	23.0%	25.3%	31.7%
EBIT 增长率	19.4%	16.6%	18.9%	22.6%	32.0%
净利润增长率	18.3%	9.7%	30.8%	28.1%	31.4%
利润率					
毛利率	95.1%	96.3%	96.4%	96.9%	97.0%
EBIT 率	48.2%	48.1%	46.5%	45.5%	45.6%
净利润率	44.1%	41.4%	44.0%	45.0%	44.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.2%	19.7%	21.5%	22.7%	24.1%
总资产收益率(ROA)	19.3%	18.5%	19.4%	20.5%	21.7%
投入资本回报率(ROIC)	35.2%	30.4%	66.7%	74.2%	84.0%
运营能力					
存货周转天数	293	366	300	300	300
应收账款周转天数	87	83	85	83	83
总资产周转天数	781	765	745	731	682
净利润现金含量	0.97	0.00	1.95	0.88	0.85
资本支出/收入	12%	0%	1%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	4.7%	5.9%	9.9%	9.9%	9.9%
净负债率	-46.6%	-35.9%	-71.0%	-73.7%	-75.2%
估值比率					
PE	52.5	47.9	36.6	28.6	21.7
PB	10.6	9.4	7.9	6.5	5.2
EV/EBITDA	44.4	39.7	31.5	25.1	18.3
P/S	23.2	19.8	16.1	12.9	9.8
股息率	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		