投资评级 优于大市 维持

股票数据

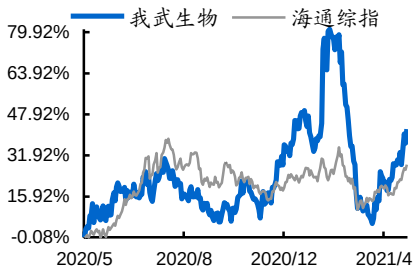
04 月 30 日收盘价(元)	73.37
52 周股价波动（元）	50.56-97.90
总股本/流通 A 股（百万股）	524/469
总市值/流通市值（百万元）	38415/34426

相关研究

《重磅产品黄花蒿粉滴剂获批在即，为公司带来的业绩增量可期》2021.01.26

《处于成长期的脱敏治疗细分领域龙头》2020.04.01

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	23.2	-2.4	-13.9
相对涨幅（%）	22.6	1.6	-9.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心
Tel:(0755)82780398
Email:ywx9461@htsec.com
证书:S0850513110005
分析师:郑琴
Tel:(021)23219808
Email:zq6670@htsec.com
证书:S0850513080005
联系人:彭娉
Tel:(010)68067998
Email:pp13606@htsec.com

业绩增长恢复，今年看“南蟠北蒿”新格局

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年公司实现营业收入 6.36 亿元（-0.49%），归母净利润 2.78 亿元（-6.65%），业绩下滑的原因除上半年尤其是 Q1 销售情况受疫情影响大幅下滑以外，还有干细胞项目相应研发费用增加所致。单 20Q4 来看，公司实现营业收入 1.45 亿元（+4.16%），归母净利润 0.49 亿元（-4.64%）。21Q1 公司实现营业收入 1.65 亿元（+49.31%），归母净利润 7045 万元（+70.31%），业务已全面恢复。
- **点评:**
- 公司的主要产品脱敏滴剂属于处方药，2020 年初受疫情影响门诊新患大幅减少，Q2-Q4 处于一个缓慢恢复的过程，至 21Q1 业务已全面恢复，我们认为今年原粉尘螨过敏的就诊新患将恢复正常增长。另外，公司的另一重磅产品黄花蒿粉滴剂已于今年初获批，形成了“南蟠北蒿”的产品格局，由于蒿属花粉是夏秋季最重要的过敏原，我们预计该产品将在上半年做好充分的销售准备，并在下半年蒿属花粉过敏高发时节快速放量，贡献业绩。
- 2020 年 1 月，汇总专家经验的舌下脱敏治疗英文指南在国际杂志发表，使得公司的学术推广工作迈上新台阶。目前公司主导产品“粉尘螨滴剂”相关文章已累计至 380 篇，其中共有 95 篇收录于 PUBMED 数据库。同时，公司还积极加强对于一线销售人员的专业培训，提高销售人员的学术水平，我们认为这将有利于公司产品临床推广工作的开展。我们认为随着公司学术推广工作的不断深入，脱敏治疗方式在过敏患者群体中的渗透率有望进一步提升。
- 在研产品方面，公司的黄花蒿粉滴剂儿童变应性鼻炎适应症的 III 期临床已完成全部受试者的出组，目前正在进行数据清理与统计工作，九项点刺产品已进入 III 期临床阶段，在过敏性疾病诊疗领域形成了多产品协同发展的格局。此外，公司还依托子公司我武干细胞涉足干细胞领域，依托子公司我武天然药物和我武踏歌药业涉足天然药物领域，我们认为公司在干细胞、天然药物领域的布局将丰富公司的产品结构，分散产品单一的风险。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润为 3.86 亿元、5.27 亿元和 7.16 亿元，对应 EPS 为 0.74 元、1.01 元和 1.37 元。根据 DCF 估值模型，我们估计公司每股合理价值区间为 69.81-78.06 元，对应公司市值区间为 365.50-408.73 亿元，该价值区间对应公司 2021 年估值为 95-106 倍 PE，较可比公司溢价的原因为与现在主要收入来源同重磅级别的新产品即将放量，继续维持“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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	639	636	871	1160	1520
(+/-)YoY(%)	27.7%	-0.5%	36.9%	33.2%	31.0%
净利润(百万元)	298	278	386	527	716
(+/-)YoY(%)	28.1%	-6.7%	38.8%	36.3%	35.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.53	0.74	1.01	1.37
毛利率(%)	96.4%	95.5%	96.0%	96.4%	96.4%
净资产收益率(%)	23.5%	19.1%	21.0%	22.2%	23.2%

资料来源：公司年报（2019-2020），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）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入总计（百万）	500.75	639.35	636.21	870.99	1160.05	1519.97
yoy	29.9%	27.7%	-0.5%	36.9%	33.2%	31.0%
毛利率	94.3%	96.4%	95.5%	96.0%	96.4%	96.4%
粉尘螨滴剂（百万）	494.69	630.74	631.01	795.07	1001.79	1252.24
yoy	30.9%	27.5%	0.0%	26.0%	26.0%	25.0%
粉尘螨点刺（百万）	3.73	3.76	2.41	3.13	3.45	3.72
yoy	-5.2%	1.0%	-36.0%	30.0%	10.0%	8.0%
黄花蒿粉滴剂（百万）				69.66	148.37	256.48
yoy					113.0%	72.9%
其他诊断产品（百万）					3.00	3.75
yoy						25.0%
其他业务（百万）	2.33	4.85	2.79	3.12	3.44	3.78
yoy	-36.4%	107.9%	-42.4%	12.0%	10.0%	10.0%

资料来源：wind，海通证券研究所

基于公司各分项收入及盈利，我们对未来 10 年内公司自由现金流进行预测：Beta 权益系根据可比公司 beta 计算出的平均 beta，无风险利率 Rf 取一年期国债收益率，风险溢价由 5 年沪深 300 指数平均收益率减去 Rf 得到。假设公司 10 年后进入稳定增长期，永续增长率为 3%，根据设置的参数计算得到公司的 WACC 为 8.86%，对永续现金流折现估计。

表 2 我武生物 WACC 计算

股票贴现率 Ke		加权平均资本成本 WACC	
Beta 权益	0.8891	股本总额（百万股）	523.58
无风险利率 Rf	2.36%	股价（元）	73.37
风险溢价	7.33%	股本价值 Ve（百万元）	38415.36
股票贴现率 Ke	8.88%		
		债务总额 Vd（百万元）	96.93
		债务利率 Kd	4.00%
		实际税率 Tc	15.83%
		债务比率 D/(E+D)	0.25%
		权益比率 E/(E+D)	99.75%
		WACC	8.86%
		TV 增长率	3.00%

资料来源：wind，海通证券研究所 注：股价为 4 月 30 日收盘价

根据 DCF 估值模型，我们测算得出公司当前合理的股票价值为 386.00 亿元，对应每股价值为 73.72 元。

表 3 我武生物 DCF 估值

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续增长
EBIT	279.96	419.76	584.28	794.47	1144.97	1563.98	2109.74	2738.01	3446.24	4278.52	5098.82	
所得税税率	16.39%	15.83%	15.94%	15.98%	15.94%	15.95%	15.95%	15.95%	15.95%	15.95%	15.95%	
息前税后利润	234.06	353.32	491.16	667.53	962.47	1314.50	1773.20	2301.31	2896.54	3596.07	4285.53	
加：折旧与摊销	16.46	14.76	15.20	15.05	15.10	15.08	15.09	15.09	15.09	15.09	15.09	
减：营运资金的增加	25.63	65.71	96.71	114.50	193.11	217.38	256.65	278.55	328.63	375.23	410.27	
减：资本性投资	54.34	51.89	41.78	36.48	32.92	33.11	33.04	33.06	33.06	33.06	33.06	
加：递延税项变动	-0.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
加：资产损失准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
FCFF	**169.79**	**250.48**	**367.87**	**531.61**	**751.55**	**1079.10**	**1498.60**	**2004.78**	**2549.94**	**3202.87**	**3857.30**	**67758.39**
永续增长率	3%											
WACC	8.86%											
折现因子	1	0.92	0.84	0.78	0.71	0.65	0.60	0.55	0.51	0.47	0.43	
PV	169.79	230.08	310.40	412.04	535.09	705.75	900.31	1106.34	1292.62	1491.42	1649.91	28982.78
投资/非核心资产价值	873.65											
企业价值	**38660.18**											
债务/债务价值/净债务	0.00											
少数股东权益	60.13											
股票价值（百万元）	**38600.05**											
每股价值（元）	**73.72**											

资料来源：wind，海通证券研究所

进一步我们对企业价值进行关于永续增长率、WACC 进行敏感性测算：

保守情景：永续增长率为 2.90%，WACC 为 9.06%，测算每股价值为 69.81 元；

中性情景：永续增长率为 3.00%，WACC 为 8.86%，测算每股价值为 73.72 元；

乐观情景：永续增长率为 3.10%，WACC 为 8.66%，测算每股价值为 78.06 元。

根据敏感性分析，我们估计公司每股价值区间为 69.81-78.06 元，对应公司市值区间为 365.50-408.73 亿元。

表 4 我武生物股票价值敏感性分析（元）

		Wacc						
		8.26%	8.46%	8.66%	8.86%	9.06%	9.26%	9.46%
永续增长率	2.70%	80.50	77.06	73.86	70.88	68.09	65.48	63.03
	2.80%	81.69	78.15	74.86	71.79	68.93	66.26	63.75
	2.90%	82.92	79.27	75.89	72.74	69.81	67.07	64.50
	3.00%	84.20	80.44	76.96	73.72	70.71	67.90	65.27
	3.10%	85.52	81.65	78.06	74.74	71.64	68.76	66.06
	3.20%	86.90	82.91	79.21	75.79	72.61	69.65	66.88
	3.30%	88.34	84.21	80.40	76.88	73.61	70.57	67.73

资料来源：wind，海通证券研究所

该价值区间对应公司 2021 年估值为 95-106 倍 PE，较可比公司溢价的原因为与现在主要收入来源同重磅级别的新产品即将放量。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，疫情影响消退后主业有望恢复稳健增长，继续维持“优于大市”评级。

表 5 可比公司估值

代码	简称	收盘价（元）	每股收益（元）			市盈率（X）		
		2021/4/30	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600276.SH	恒瑞生物	84.10	1.19	1.46	1.77	70.67	57.45	47.42
300558.SZ	贝达药业	107.00	1.50	1.15	1.57	71.33	93.03	68.34
000661.SZ	长春高新	497.60	7.53	10.02	12.85	38.72	49.67	38.72
	平均						66.72	51.49

资料来源：wind，海通证券研究所 注：收盘价为 2021 年 4 月 30 日价格，EPS 为 wind 一致预期

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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标（元）				
每股收益	0.53	0.74	1.01	1.37
每股净资产	2.78	3.52	4.53	5.89
每股经营现金流	0.49	0.59	0.81	1.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	137.96	99.40	72.91	53.67
P/B	26.39	20.85	16.21	12.45
P/S	60.38	44.11	33.12	25.27
EV/EBITDA	133.51	86.43	62.00	45.23
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	95.5%	96.0%	96.4%	96.4%
净利润率	43.8%	44.4%	45.4%	47.1%
净资产收益率	19.1%	21.0%	22.2%	23.2%
资产回报率	17.4%	19.3%	20.9%	22.0%
投资回报率	15.3%	18.6%	20.4%	21.5%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-0.5%	36.9%	33.2%	31.0%
EBIT 增长率	-12.0%	49.9%	39.2%	36.0%
净利润增长率	-6.7%	38.8%	36.3%	35.8%
偿债能力指标				
资产负债率	4.8%	4.8%	4.4%	4.3%
流动比率	21.13	20.24	22.43	22.81
速动比率	20.16	19.39	21.57	21.96
现金比率	10.53	11.35	13.76	15.06
经营效率指标				
应收帐款周转天数	77.03	76.76	76.85	76.82
存货周转天数	618.17	608.14	611.48	610.37
总资产周转率	0.40	0.44	0.46	0.47
固定资产周转率	3.98	4.99	6.23	7.64

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**636**	**871**	**1160**	**1520**
营业成本	29	35	42	55
毛利率%	95.5%	96.0%	96.4%	96.4%
营业税金及附加	3	4	6	8
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	224	299	377	471
营业费用率%	35.2%	34.3%	32.5%	31.0%
管理费用	36	46	55	64
管理费用率%	5.6%	5.3%	4.7%	4.2%
EBIT	280	420	584	794
财务费用	-23	0	0	0
财务费用率%	-3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	4	4	6
营业利润	**322**	**434**	**604**	**822**
营业外收支	1	11	3	3
利润总额	**323**	**445**	**607**	**825**
EBITDA	296	435	599	810
所得税	53	70	97	132
有效所得税率%	16.4%	15.8%	15.9%	16.0%
少数股东损益	-9	-12	-17	-22
归属母公司所有者净利润	**278**	**386**	**527**	**716**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	584	860	1245	1803
应收账款及应收票据	207	279	373	488
存货	48	58	70	92
其它流动资产	332	337	342	349
流动资产合计	1171	1533	2030	2732
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	160	175	186	199
在建工程	80	100	115	123
无形资产	61	63	63	64
非流动资产合计	434	466	494	515
资产总计	**1605**	**1999**	**2525**	**3247**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6	9	10	13
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	50	67	81	106
流动负债合计	55	76	91	120
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债总计	**77**	**97**	**112**	**141**
实收资本	524	524	524	524
归属于母公司所有者权益	1456	1842	2369	3085
少数股东权益	72	60	44	21
负债和所有者权益合计	**1605**	**1999**	**2525**	**3247**

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	278	386	527	716
少数股东损益	-9	-12	-17	-22
非现金支出	17	15	15	15
非经营收益	-5	-15	-7	-9
营运资金变动	-26	-66	-97	-114
经营活动现金流	**256**	**309**	**422**	**585**
资产	-70	-37	-40	-33
投资	-27	0	0	0
其他	6	4	4	6
投资活动现金流	**-91**	**-32**	**-36**	**-27**
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-94	0	0	0
融资活动现金流	**-94**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**71**	**276**	**386**	**558**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2020），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑琴　　医药行业
余文心　　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：　片仔癀,华兰生物,万泰生物,贝瑞基因,万孚生物,云南白药,通策医疗,艾德生物,派林生物,长春高新,天坛生物,我武生物

投资评级说明

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。	类　别	评　级	说　明
	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范围包括证券投资咨询业务。