

三季度业绩超出市场预期，未来核心看点聚焦研发

2016年10月28日

推荐/首次覆盖

舒泰神

财报点评

——舒泰神（300204）三季度财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

舒泰神发布三季报，前三季度实现营业收入 10.12 亿元，同比增加 12.99%；归属于上市公司股东的净利 2.03 亿元，同比增加 17.27%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.02 亿元，同比增加 16.98%。实现 EPS 为 0.43 元。

公司 2016 年 Q3 实现营业收入 3.93 亿元，同比增加 16.88%；实现归属于上市公司股东的净利 9465.35 万元，同比增加 32.65%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8407.31 万元，同比增加 31.97%。实现 EPS 为 0.19 元。

观点:

1、三季度业绩超预期，受益于市场工作细化带来的销售效率提升

公司收入端稳中有升，三季度单季度 16.88%，前三季度整体增速 12.99%，根据 IMS 终端数据，我们推测核心产品苏肽生增速约为 12%左右，舒泰清增速约为 20%左右。净利润增速快于收入增速，主要源于销售效率的改善提升以及成本管控情况较好。

展望全年，公司业绩有望维持稳健增长。

第一、苏肽生处于神经损伤修复领域，该细分领域药物增长较快，未来随着公司进一步巩固市场份额和竞争优势，以及其他适应症研究的开展，我们预计苏肽生仍将保持稳健增长。

第二、舒泰清方面，以其安全、起效快、效果好的特性，其实可以适用于更多特殊人群如妇女、儿童、肝肾有负担人群使用。舒泰清上市十年在清肠领域是处方药一线药物、一线品牌，近年来仍保持着较高增速，未来公司有望通过对其非处方药的调研和开发打开更广阔市场。

第三、公司新产品曲司氯铵胶囊已获准上市销售，主要适应症为“用于膀胱过度活动（OAB）患者尿频、尿急、尿失禁等症状的治疗”，未来随着公司不断推进其学术推广和营销，曲司氯铵有望促进公司收入端和利润端的增长。（近两年我国尿失禁市场呈现出快速增长态势，这与中国老龄化社会的快速发展，国医疗保障体系的完善，人民生活水平的提高，息息相关，目前国内 OAB 市场近 2 亿元人民币，主要产品有托特罗定、奥昔布宁等，未来将高速增长）

公司综合毛利率一直维持在相对较高水平, 体现产品竞争力较强。财务指标方面, 公司销售费用率 65.80%, 去年同期 67.88%, 下降 2.08%, 受益于营销系统软件管理带来的效率提升。管理费用率 7.66%, 去年同期 6.32%, 增长 1.34%, 主要由于公司加大研发投入所致, 预计未来公司仍将持续大力投入研发。

2、股权激励主要激励研发人员, 着眼于公司长远发展

2016年9月20日, 公司公告2016年股权激励计划, 本次公司激励人员178人, 范围比较大, 都是主要技术骨干。公司专注于生物制药领域和创新处方药, 研发是公司非常重要的一部分。公司此次激励方案最大不同之处是, 激励人员中很多都是研发人员。公司整体研发团队120多人, 有70%都在激励名单内。体现公司对研发板块的重视程度。研发是长期的过程, 所以长期的激励会更好的调动人员的积极性, 不断推动项目进展。

3、收购德国 InflaRx GmbH 布局补体孤儿药, 眼光独到

公司9月28日公告全资子公司舒泰神香港投资有限公司使用自有资金1810万欧元认购德国 InflaRx GmbH 新发行的C轮优先股, 占16.3%股权。InflaRx GmbH 是德国的生物医药技术公司, 是在C5a靶点目前研发最领先的公司。类似靶点有对标纳斯达克上市公司 Alexion, Alexion 的 C5 补体抗体药 Soliris (孤儿药) 已经上市。是第一个也是唯一一个批准用于治疗两种特别稀少的严重失调症, 由不受控制补体成分的免疫系统进行慢性激活: 阵发性夜间血红蛋白尿症(PNH), 这是一种特别稀少、危及生命的血液疾病; 以及非典型的溶血性尿毒综合征(aHUS), 这是一种特别稀少、危及生命的遗传疾病。2015年销售额高达25.9亿美金。补体激活后会释放C5, C5会裂解为C5a和C5b, InflaRx GmbH 的靶点是C5a。

InflaRx GmbH 目前在做第二个适应症的II期临床。用于心瓣膜置换后的感染及补体的过度激活。国内国外同步进行。舒泰神在去年投资5000万元收购北京德丰瑞生物技术有限公司, 德丰瑞持有德国 InflaRx 公司授权的在中国境内使用、开发、销售其单克隆抗体药物的独占许可权, 具有其他研发型公司及所运行研发项目的不可替代性。此次进一步投资德国 InflaRx 将有助于公司在抗感染领域的核心竞争力增强, 进一步扩大公司创新生物药的布局, 符合公司国际化定位。

公司目前募投资金还没有使用完, 账上现金充足, 为来我们推测还会有更多创新生物药相关的外延动作。

4、苏肽生新适应症获批临床, 乙肝小核酸药物 835 万开启临床前研究

2016年10月19日, 公司苏肽生“周围神经损伤”适应症临床申请获批, 目前国内外暂时还没有治疗周围神经损伤的神经生长因子上市销售。苏肽生新适应症获批后具有广阔的市场前景。

公司近日还公告舒泰神及其子公司三诺佳邑委托昭衍新药及其全资子公司苏州昭衍进行“抗乙肝的小核酸基因药物非临床安全性评价试验研究”, 备受瞩目的小核酸药物的各项试验正在逐步顺利进行, 委托昭衍新药来做试验一定程度上节约了公司药物的研发时间和沟通成本, 保障了研发项目的顺利进行。同时我们预计如果前期试验进展顺利, 公司一年之内小核酸药物有望进入临床阶段, 对公司有重大意义。

结论:

公司未来业绩将维持稳健增长, 公司是踏实做研发的创新型企业, 目前研发稳步推进中, 公司对核心研发人员进行了激励。同时公司也在关注国内外最先进的研究方向, 完善公司创新生物药方向布局。我们预计2016-2018年归母净利润分别为2.42亿元、2.78亿元、3.2亿元, 对应增速分别为14.71%、14.73%、15.19%, EPS分别为0.51元、0.68元、0.67元, 对应PE分别为37X、32X、28X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1475	1719	2020	2387	2805	营业收入	1093	1248	1432	1620	1836						
货币资金	900	1032	1592	1904	2258	营业成本	61	68	82	97	114						
应收账款	212	239	275	311	352	营业税金及附加	7	6	13	15	17						
其他应收款	12	12	14	16	18	营业费用	758	852	934	1064	1193						
预付款项	1	1	3	5	7	管理费用	103	94	100	97	112						
存货	29	25	30	35	41	财务费用	-21	-19	0	0	0						
其他流动资产	203	285	28	28	28	资产减值损失	-5.63	27.24	0.00	0.00	0.00						
非流动资产合计	337	352	326	305	283	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	1	1	1	1	1	投资净收益	13.44	18.00	0.00	0.00	0.00						
固定资产	238	239	224	222	238	营业利润	204	238	303	347	400						
无形资产	62	37	34	30	26	营业外收入	29.44	5.47	0.00	0.00	0.00						
其他非流动资产	5	5	5	5	5	营业外支出	0.08	0.41	0.00	0.00	0.00						
资产总计	1812	2071	2346	2692	3088	利润总额	233	243	303	347	400						
流动负债合计	258	353	261	424	609	所得税	38	34	61	69	80						
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	195	209	242	278	320						
应付账款	7	4	5	6	7	少数股东损益	0	-2	0	0	0						
预收款项	4	2	145	307	491	归属母公司净利润	195	211	242	278	320						
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	262	275	322	368	423						
非流动负债合计	40	34	56	56	56	BPS (元)	0.81	0.63	0.51	0.58	0.67						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E						
负债合计	298	387	318	481	666	成长能力											
少数股东权益	0	19	19	19	19	营业收入增长	22.44%	14.17%	14.74%	13.13%	13.33%						
实收资本(或股本)	240	340	476	476	476	营业利润增长	63.54%	16.89%	27.18%	14.73%	15.19%						
资本公积	734	694	694	694	694	归属于母公司净利润	78.22%	8.09%	14.71%	14.73%	15.19%						
未分配利润	472	586	649	722	805	获利能力											
归属母公司股东权益	1514	1665	2009	2193	2404	毛利率(%)	94.39%	94.57%	94.24%	94.04%	93.79%						
负债和所有者权益	1812	2071	2346	2692	3088	净利率(%)	17.87%	16.78%	16.91%	17.15%	17.43%						
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)					12.90%	10.78%	10.19%	10.32%	10.32%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					12.90%	12.68%	12.05%	12.67%	13.31%		
经营活动现金流	207	231	420	406	464	偿债能力											
净利润	195	209	242	278	320	资产负债率(%)	16%	19%	14%	18%	22%						
折旧摊销	80	56	0	21	23	流动比率	5.72	4.86	7.72	5.62	4.60						
财务费用	-21	-19	0	0	0	速动比率	5.61	4.79	7.61	5.54	4.54						
应收账款减少	0	0	-36	-36	-41	营运能力											
预收帐款增加	0	0	143	162	184	总资产周转率	0.65	0.64	0.65	0.64	0.64						
投资活动现金流	-100	-91	10	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	199.87	223.50	315.28	300.14	289.22						
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	每股指标(元)											
投资收益	13	18	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.63	0.51	0.58	0.67						
筹资活动现金流	-24	-16	130	-94	-109	每股净现金流(最新)	0.35	0.37	1.18	0.66	0.75						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.31	4.90	4.22	4.61	5.05						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	100	136	0	0	P/E	23.53	30.25	37.47	32.66	28.35						
资本公积增加	29	-40	0	0	0	P/B	3.02	3.89	4.51	4.14	3.77						
现金净增加额	83	124	560	312	355	EV/EBITDA	14.01	19.78	23.26	19.48	16.11						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。