

业绩稳健符合预期，舒泰清速超过30%，创新外延有望加速

——舒泰神（300204）2017年中报点评

2017年08月21日

推荐/维持

舒泰神

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 2017 年半年度报告，2017 年上半年公司实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 14.56%；归属于上市公司股东的净利 1.43 亿元，同比增长 20.45%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.43 亿元，同比增长 20.48%。实现 EPS 为 0.30 元。经营性现金流 1.17 亿，增速 24.39%。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 3.79 亿元，同比增长 11.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 7450.43 万元，同比增长 16.24%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7454.65 万元，同比增长 17.93%。实现 EPS 为 0.16 元。

观点:

1、公司业绩符合预期，苏肽生稳健增长，舒泰清提速

公司上半年营收 7.09 亿元，同比增长 14.56%，归母净利润 1.43 亿，增速 20.45%，符合市场预期。Q2 收入端增速 11.27%，比前一季度略有下降（我们认为主要是受苏肽生价格影响）。

分产品来看：公司收入端稳中有升。苏肽生销售收入 6.06 亿元（+11.94%），占公司总收入的 85%以上，销量 297 万支（+13.21%），销量增速快于收入增速，价格有所下降；舒泰清收入 1.01 亿（+33.47%），销量 402.76 万盒（+32.87%），舒泰清销售有所提速。

财务指标方面，公司销售费用率为 67.02%，比去年同期 65.97%上升了 1.05pp，我们认为主要是舒泰清和舒唯欣推广费用；管理费用率为 8.22%，比去年同期 7.50%上升 0.72pp，主要是公司研发投入加大及确认的股权激励费用增加所致。公司财务费用由于定期存款减少导致利息收入减少而有所上升，但影响不大。整体财务状况良好。

展望 2017 全年，公司业绩有望维持稳健增长：

第一、**苏肽生**维持 10%-15% 稳健增长。鼠神经生长因子整体市场保持两位数增长, 且鼠神经生长因子在神经系统用药领域的地位逐渐提升, 公司在鼠神经生长领域市场份额近年来稳居第一, 未来公司将进一步巩固市场份额和竞争优势, 开展其他适应症的研究 (糖尿病足及周围神经损伤), 从而实现苏肽生持续稳健增长。

第二、**舒泰清**增速提速, 有望超过 30%。舒泰清通过近年不断的市场及推广工作, 不仅成为肠道准备和便秘的一线用药, 2016 年亦成为聚乙二醇类市场份额的第一名。清肠便秘领域病人需求大, 市场空间在 50 亿以上, 但其中产品很多 (药品、保健品、食品等) 舒泰清以其安全、起效快、效果好的特性, 适用于更多特殊人群如妇女、儿童、肝肾有负担人群使用。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放量**。新品曲司氯铵已获准上市销售, 目前已完成了多个省市招标采购等市场准入程序 (根据我们统计, 江西、山西、江苏、北京、宁夏、辽宁、广西 7 省已完成中标)。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”, 在国内多次泌尿系统学术峰会中, 专家对其治疗效果及与同类药物的比较优势给予充分肯定, 为该产品的营销工作奠定了坚实的基础。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) 舒唯欣, 目前逐步推动其进入医院待销售。

第四、公司本期投资收益较去年同期增加 1321 万 (+133.64%), 主要来自于理财收益。预计下半年投资收益还会持续增加。

2、研发投入不断加大, 生物创新药是未来大方向

2017 年上半年, 公司投入研发费用 4209.83 万元, 同比增加 49.26%。研发费用占归母净利润 29.53%, 占营业收入 5.94%, 研发投入增速较快。

公司是一致踏实做研发的生物药企业, 研发主要看点如下:

- ◆ 鼠神经生长因子适应症不断拓展 (2 个新适应症糖尿病足和周围神经损伤不断推进)
- ◆ 全新靶点 C5a 抗体药物有望申报 IND
- ◆ 凝血 X 因子激活剂有望申报 IND (蛇毒中提取, 和现有治疗方法相比有望大大降低成本)
- ◆ 小核酸 HBV 药物有望申报 IND
- ◆ 一致性评价稳步推进, 舒泰神优势优势在于有生产和研发, 能够衔接。在一致性评价和 MAH 制度考虑下, 公司讲开展化药在神经损伤、胃肠道、泌尿领域的合作申报、转让受让批件的活动。去年年报中已经签了两个项目并展开研发。

表 1:舒泰神重点项目概览

项目名称	进展情况
凝血因子 X 激活剂项目	考虑到申报临床时临床医学界有关治疗认识、治疗实践与当前的理念、治疗指南存在较大差距, 诺维康主动撤回注射用凝血因子 X 激活剂申报“用于治疗外科手术出血和出血性疾病”适应症的 II、III 期临床试验的申请。目前已经完成新适应症药学及药效学研究, 正在进行药代动力学和毒理学研究。计划 2017 年申报临床试验。
苏肽生新增适应症项目	新增治疗“糖尿病足”和“用于治疗周围神经损伤”的适应症已获得临床批件, 正在进行临床试验。
苏肽生生产工艺改造项目	处于临床前安全性评价阶段, 进行申报准备工作。
人源神经生长因子	药学研究工作基本完成, 相关适应症完成了主要药效研究, 启动了正式毒理研究。计划 2017 年完成临床申报。
治疗视网膜色素变性的基因药物	处于临床前安全性评价阶段, 完成大量实验工作
治疗乙肝的小核酸基因药物	处于临床前研究阶段, 药学部分确定中试生产工艺及制剂处方; 药理部分完成药效前期研究, 确定毒理研究方案, 计划开展实验。
治疗艾滋病的小核酸基因药物	进行体外试验和安全性评价的准备工作
单克隆抗体药物	已完成临床前的药学研究、中试规模的生产和质量控制以及部分临床前安全性评价工作。
盐酸美金刚缓释胶囊	完成立项, 处于小试开发阶段
西格列汀盐酸二甲双胍缓释片	完成立项, 处于小试开发阶段

资料来源: 东兴证券研究所

我们推测公司最快的新药将是凝血 X 因子, 其次是苏肽生升级产品, 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。

3、增资香港投资公司, 自有资金 5 亿设立投资公司, 与投资机构合作, 未来外延动作有望加速收购

公司去年 9 月完成了对德国 InflaRx GmbH 的收购, 布局补体孤儿药眼光独到 (详细见前期点评分析)。

报告期内公司投资方面动作颇多

- ◆ 6 月 27 日, 公司以自有资金 3000 万美金舒泰神香港投资有限公司 STAIDSON HONG KONG INVESTMENT COMPANY LIMITED 增加投资
- ◆ 7 月 1 日, 公司自有资金 5 亿设立舒泰神投资公司
- ◆ 7 月 4 日, 公告舒泰神投资有限公司拟出资 1805 万元投资北京原创客股权投资基金管理中心 (有限合伙), 本次投资完成后, 公司子公司舒泰神浙江成为原创客基金的合伙人之一, 出资比例占原创客基金总出资额的 25.79%。

我们认为这一系列动作标志着公司未来外延动作有望呈现加速状态。公司创始人是研发出身, 在创新药方面有着多年的经验, 眼光独到, 我们推测未来公司会有更多创新生物药相关的外延动作。

4、生产投入为未来发展奠定基础

6月, 公司公告使用超募资金 1.5 亿元投资建设蛋白药物中试生产车间项目, 为抗感染单抗药物的临床开发提供准备

6月公司公告计划使用超募资金 1 亿元投资扩建冻干粉针剂 (以苏肽生计) 和固体制剂 (以舒泰清计) 生产车间项目, 同时购置生产车间配套的公用工程设施设备和生产设备 67 台 (套)。生产车间建成后, 公司将尽快申请通过国家食品药品监督管理局的 GMP 认证, 届时公司将具备苏肽生年产 2300 万瓶、舒泰清年产 3000 万盒的产能规模。

以上新项目的建设投产将保证公司未来产品稳定、持续、高质量的供应。

结论:

我们预计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 2017-2019 年归母净利润分别为 3.01 亿元、3.48 亿元、4.00 亿元, 对应增速分别为 16.84%, 15.66%, 15.05%, EPS 分别为 0.63 元、0.73 元、0.84 元, 对应 PE 分别为 26X、22X、19X。维持“推荐”评级。

风险提示:

苏肽生降价风险, 创新药研发风险

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1719	1842	2179	2638	3163	营业收入	1248	1403	1589	1800	2044
货币资金	1032	350	1712	2110	2563	营业成本	68	71	94	111	132
应收账款	239	278	305	345	392	营业税金及附加	6	7	8	9	10
其他应收款	12	8	9	10	12	营业费用	852	936	1036	1183	1328
预付款项	1	2	4	6	9	管理费用	94	128	111	108	125
存货	25	33	34	40	48	财务费用	-19	-7	0	0	0
其他流动资产	285	1021	28	28	28	资产减值损失	27.24	5.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	352	509	338	317	294	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	2	2	2	2	投资净收益	18.00	31.71	10.00	15.00	17.00
固定资产	239	243	227	225	241	营业利润	238	295	350	404	465
无形资产	37	37	33	30	26	营业外收入	5.47	1.25	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5	7	7	7	7	营业外支出	0.41	0.20	0.00	0.00	0.00
资产总计	2071	2351	2517	2956	3458	利润总额	243	296	350	404	465
流动负债合计	353	399	284	465	671	所得税	34	41	49	57	65
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	209	255	301	348	400
应付账款	4	6	6	7	8	少数股东损益	-2	-2	0	0	0
预收款项	2	1	160	340	544	归属母公司净利润	211	257	301	348	400
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	275	347	369	425	488
非流动负债合计	34	33	56	56	56	BPS (元)	0.63	0.54	0.63	0.73	0.84
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	387	432	341	522	728	成长能力					
少数股东权益	19	16	16	16	16	营业收入增长	14.17%	12.46%	13.20%	13.32%	13.52%
实收资本(或股本)	340	479	478	478	478	营业利润增长	16.89%	24.06%	18.40%	15.66%	15.05%
资本公积	694	591	591	591	591	归属于母公司净利润	8.09%	21.89%	16.84%	15.66%	15.05%
未分配利润	586	749	851	969	1105	获利能力					
归属母公司股东权	1665	1902	2161	2418	2714	毛利率(%)	94.57%	94.97%	94.07%	93.82%	93.53%
负债和所有者权益	2071	2351	2517	2956	3458	净利率(%)	16.78%	18.16%	18.92%	19.31%	19.57%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	10.19%	10.95%	11.94%	11.76%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.68%	13.53%	13.91%	14.38%	14.74%
经营活动现金流	231	213	1214	473	540	偿债能力					
净利润	209	255	301	348	400	资产负债率(%)	19%	18%	14%	18%	21%
折旧摊销	56	59	0	21	23	流动比率	4.86	4.62	7.67	5.67	4.71
财务费用	-19	-7	0	0	0	速动比率	4.79	4.53	7.55	5.58	4.64
应收账款减少	0	0	-27	-41	-47	营运能力					
预收帐款增加	0	0	159	180	204	总资产周转率	0.64	0.63	0.65	0.66	0.64
投资活动现金流	-91	-876	162	15	17	应收账款周转率	6	5	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	223.50	268.34	264.26	290.94	278.57
长期股权投资减少	0	0	151	0	0	每股指标(元)					
投资收益	18	32	10	15	17	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.54	0.63	0.73	0.84
筹资活动现金流	-16	-33	-13	-90	-104	每股净现金流(最新)	0.37	-1.46	2.85	0.83	0.95
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.90	3.97	4.52	5.06	5.68
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	100	139	0	0	0	P/E	25.70	29.98	25.75	22.27	19.35
资本公积增加	-40	-103	0	0	0	P/B	3.30	4.07	3.58	3.20	2.85
现金净增加额	124	-697	1362	398	453	EV/EBITDA	16.23	21.32	16.36	13.25	10.61

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第 1 名组长，2015 年新财富第 7 名团队核心成员，2015 年水晶球第 3 名团队核心成员。北京大学药理学硕士、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。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

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。