



2015-08-28

公司点评报告

增持/维持

舒泰神(300204)

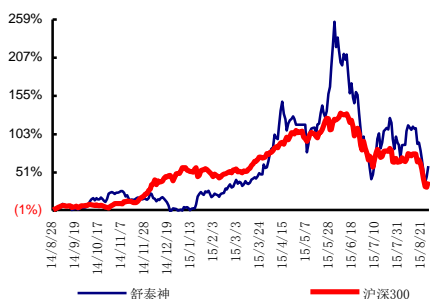
目标价: 33

昨收盘: 27.45

医药生物 生物制品 II

业绩持续稳定增长，股权激励彰显信心

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	336/330
总市值/流通(百万元)	9,228/9,072
12 个月最高/最低(元)	61.23/23.52

相关研究报告:

舒泰神(300204)——业绩稳健增长，外延并购有望期待(2015.3.4)

证券分析师: 景莹

电话: 010-88321902

E-MAIL: jingying@tpyzq.com

执业资格证书编码: S0070513070001

证券分析师: 祝琳琪

电话: 010-88321569

E-MAIL: zhulq@tpyzq.com

事件: 公司近日发布 2015 年中报, 实现营业收入 5.59 亿元, 同比增 12.26%, 归属于上市公司股东净利润 10929.33 万元, 同比增长 80.90%, 扣非后 EPS 为 0.33 元。同时, 公司在 8 月 27 日发布限制性股权激励计划草案, 计划对象为目前公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心团队成员及董事会认为需要激励的人员, 激励对象共计 162 人, 授予 501.60 万股限制性股票, 约占公司股本总额的 1.49%, 授予价格为 15.98 元/股。公司计划授予的限制性股票在锁定期(获得日起 12 个月)满后按 50%、30%、20%三期进行解锁, 解锁条件为以公司 2014 年净利润为基数, 2015-2017 年的净利润增长率不低于 20%、30%和 40%。

主营业务收入稳定增长。公司去年同期终止股权激励计划, 确认了股份支付费用影响 2903.21 万元, 扣除该部分股份支付费用影响, 公司上半年净利润保持 24%左右增速, 仍保持稳定增长。上半年主要产品苏肽生营收 4.959 亿, 同比增长 12.33%, 毛利率增加 0.01%, 在招标降价的大环境下, 公司做到中标价格稳中有降, 降价幅度在可控范围内, 目前苏肽生覆盖 2200 多家医院, 主要集中在三级医院, 未来公司也将逐步将渠道下沉, 开发拓展二级医院, 我们预计在量升降价的影响下, 苏肽生仍将保持稳定增长。公司另外一个主要产品舒泰清上半年受经销商激励不足影响, 实现营收 6223 万, 同比增长 11.82%, 我们预计下半年随着激励问题的解决, 舒泰清的增速有望回升。

费用控制良好, 持续推动业绩增长。上半年公司销售费用 3.78 亿, 占营业收入比例 67.62%, 同比下降 3.74 个百分点; 公司管理费用 3473.65 万元, 占营业收入比例 6.21%, 同比下降 6.09 个百分点, 管理费用大幅下降主要是由于去年确定股权激励费用, 扣除该部分影响, 公司管理费用仍下降 0.26 个百分点; 公司财务费用-1094.51 万元, 主要是由于公司资金面较为充裕。上半年公司期间费用率为 71.87%, 同比下降 9.8 个百分点, 和我们前期预计一致, 公司费用控制持续改善, 随着销售效率的不断优化, 公司销售费用仍有可能下降, 继续提升 2015 年业绩。

行权目标实现概率高, 有效绑定核心人才。截止至 2014 年年底, 公司员工人数为 720 人, 此次公司的激励范围为 162 人, 我们预计基本能够覆盖公司的中、高层核心人才, 能够有效地将公司核心人才与公司未来发展绑定在一起, 充分调动员工积极性, 促进公司长远发展。同时, 此次股权激励解锁条件为相比 2014 年, 15-17 年公司净利润增

速为 20%、30%和 40%，考虑到公司主营业务稳步推进，同时公司未来将推出新产品曲司氯铵是治疗尿失禁最有效的 M 受体拮抗剂类药物，有望为公司带来新的利润点，我们认为此次行权目标实现概率较高。

研发产品布局丰富，外延发展逐步加速。公司具有优秀的研发实力，多项重磅产品在研。注射用凝血因子 X 激活剂正处于二期临床申报阶段，苏肽生新增治疗“糖尿病足”适应症已完成申报，用于治疗视网膜色素变性、乙肝和艾滋病基因药物有望在下半年申请临床。同时，公司积极探索增加核心竞争力的外延式发展，公司近期公告北京德丰瑞，获得德国 InflaRx 的单克隆抗体药物在中国的独占许可权，目前 InflaRx 抗体药物预期在 2015 年 Q4 完成临床 II 期研究，公司在外延式增长迈出坚实一步。同时公司美国子公司和香港子公司也在积极运作，为公司探索新的投资项目，外延并购的步伐在不断增强。

维持“增持”评级。股权激励计划的发布能够有效地将公司核心人才与公司绑定在一起，彰显公司长期发展信心。同时，公司核心产品保持良好增速，销售费用有望持续下降。公司多项重磅产品在研，也在积极探索外延式增长具备极大的成长空间。我们预测 15-17 年的 EPS 为 0.70 元，0.84 元和 1.02 元，对应 15-17 年 PE 为 39 倍、33 倍和 27 倍，维持“增持”评级。

风险提示：药品降价风险，销费用下降不及预期，外延并购不及预期。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2013年	2014年	2015E	2016E	2017E	会计年度	2013年	2014年	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,229	1,475	1,505	1,480	1,787	营业收入	893	1,093	1,353	1,665	2,036
现金	816	900	1,136	954	1,190	营业成本	44	61	79	106	136
应收账款	179	212	210	321	334	营业税金及附加	8	7	9	10	13
其它应收款	2	12	14	16	20	营业费用	651	758	900	1,099	1,334
预付账款	2	1	3	4	5	管理费用	90	103	122	150	183
存货	34	29	42	55	71	财务费用	(21)	(21)	(23)	(24)	(25)
其他	195	322	99	130	165	资产减值损失	3	(6)	0	0	0
非流动资产	341	337	573	785	745	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	2	1	1	1	1	投资净收益	6	13	-	-	-
固定资产	244	238	354	517	576	营业利润	124	204	266	323	395
无形资产	63	62	51	40	31	营业外收入	9	29	10	10	10
其他	32	36	167	227	138	营业外支出	1	0	0	0	0
资产总计	1,569	1,812	2,078	2,265	2,532	利润总额	132	233	275	333	405
流动负债	219	258	226	229	234	所得税	23	38	41	50	61
短期借款	-	-	-	-	-	净利润	110	195	233	283	344
应付账款	4	7	9	12	16	少数股东损益	-	-	-	-	-
其他	215	251	217	217	218	归属母公司净利润	110	195	234	284	344
非流动负债	37	40	67	69	68	EBITDA	132	226	271	343	428
长期借款	-	-	50	50	50	EPS (元)	0.46	0.81	0.70	0.84	1.02
其他	37	40	17	19	18	主要财务比率					
负债合计	255	298	293	298	301	会计年度	2013年	2014年	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	-	-	-	-	-	成长能力					
股本	240	240	336	336	336	营业收入	25.8%	22.4%	23.8%	23.1%	22.3%
资本公积	705	734	734	734	734	营业利润	318.5%	63.5%	30.9%	21.4%	22.1%
留存收益	369	540	321	504	766	归属于母公司净利润	276.3%	78.2%	19.7%	21.3%	21.4%
归属母公司股东权益	1,314	1,514	1,391	1,574	1,836	盈利能力					
负债和股东权益	1,569	1,812	1,685	1,873	2,139	毛利率	95.1%	94.4%	94.2%	93.6%	93.3%
现金流量表						期间费用率	76.9%	73.8%	73.6%	73.3%	73.8%
单位:百万元						净利率	12.3%	17.9%	17.3%	17.0%	16.9%
会计年度	2013年	2014年	2015E	2016E	2017E	ROE	8.3%	12.9%	16.8%	18.0%	18.7%
经营活动现金流	34	66	398	151	311	ROIC	21.3%	30.8%	36.4%	29.0%	35.0%
净利润	110	195	233	283	344	偿债能力					
折旧摊销	28	44	28	44	58	资产负债率	16.3%	16.4%	17.4%	15.9%	14.1%
财务费用	(21)	(21)	(23)	(24)	(25)	净负债比率	0.00%	0.00%	18.10%	17.28%	17.16%
投资损失	(6)	(13)	-	-	-	流动比率	5.61	5.72	6.65	6.46	7.65
营运资金变动	(69)	(112)	155	(152)	(66)	速动比率	5.45	5.61	6.46	6.22	7.34
其它	(8)	(26)	5	0	(0)	营运能力					
投资活动现金流	286	30	(261)	(255)	(18)	总资产周转率	0.65	0.65	0.70	0.77	0.85
资本支出	(219)	(5)	268	268	25	应收账款周转率	7.16	5.60	6.42	6.27	6.21
长期投资	(60)	(1)	9	(4)	1	应付账款周转率	0.98	11.22	9.65	10.05	9.91
其他	7	24	15	9	8	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	21	27	101	(79)	(57)	EPS	0.33	0.58	0.70	0.84	1.02
短期借款	(227)	(181)	(124)	-	-	每股经营现金流	0.33	0.62	0.00	0.00	0.02
长期借款	(65)	(149)	-	-	-	每股净资产	3.91	4.50	4.14	4.68	5.46
普通股增加	114	-	96	-	-	估值比率					
资本公积增加	178	29	-	-	-	P/E	61.5	34.5	40.4	33.3	27.4
其他	22	328	129	(79)	(57)	P/B	5.13	4.45	6.78	5.99	5.14
现金净增加额	341	122	237	(182)	236	EV/EBITDA	50.2	29.3	24.4	19.3	15.5

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。