



业绩稳健符合预期，创新研发稳步推进

2017年03月21日

推荐/维持

舒泰神

财报点评

——舒泰神（300204）2016年年报点评

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

事件:

舒泰神发布2016年年度报告，2016年全年公司实现营业收入14.03亿元，同比增长12.46%；归属于上市公司股东的净利2.57亿元，同比增长21.89%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润2.56亿元，同比增长24.04%。实现EPS为0.54元。公司公告利润分配预案，拟向全体股东按每10股派送现金1.80元（含税）。

公司2016年Q4实现营业收入3.91亿元，同比增长11.09%；实现归属于上市公司股东的净利润5426.15万元，同比增长42.92%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润5429.93万元，同比增长59.92%。实现EPS为0.11元。

公司发布2017Q1业绩预告，预计公司2017一季度归属于上市公司净利润6041.39-7139.82万元，同比增长10-30%。

观点:

1、公司业绩符合预期，苏肽生舒泰清稳健增长

公司全年营收14.03亿元，同比增长12.46%，归母净利润2.57亿，增速21.89%，符合市场预期。Q4收入端增速11.09%，比前三季度略有下降，而Q4业绩增速为42.92%，远高于收入增速，主要原因是15年四季度公司诺维康凝血因子项目撤回造成了资产减值，基数较低。

公司一季度业绩同比增长10-30%，经营情况良好。

分产品来看：公司收入端稳中有升。苏肽生销售收入12.39亿元(+12.05%)，占公司总收入的88%以上，销量606万支(+13.82%)；舒泰清收入1.63亿(+15.81%)，销量652万盒(+18.78%)。

财务指标方面，公司销售费用率为66.70%，比去年同期68.28%下降了1.58pp；管理费用率为9.10%，比去年同期7.52%上升1.58pp，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。整体财务状况良好。

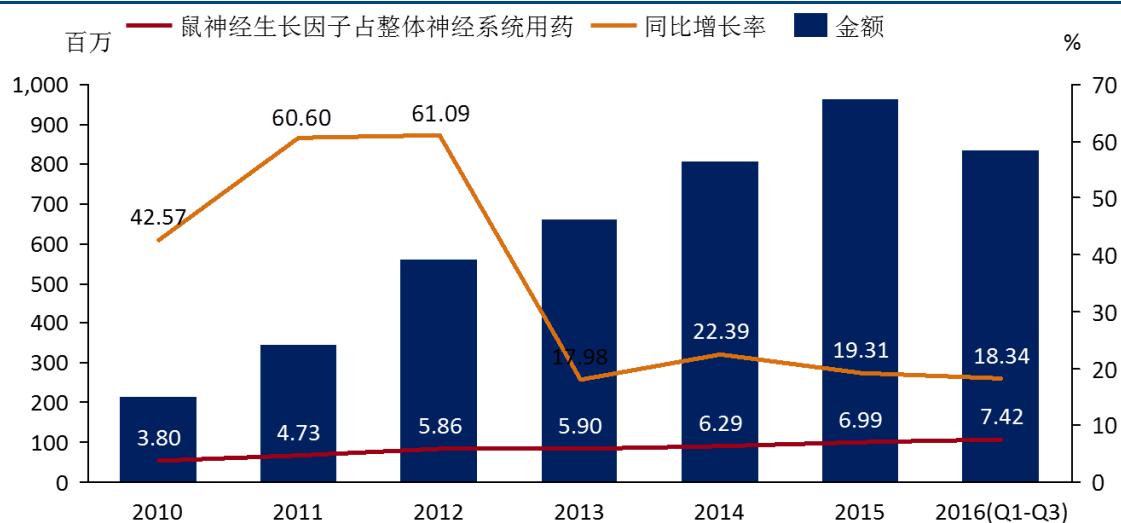
展望 2017, 公司业绩有望维持稳健增长:

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 (图 1), 公司在鼠神经生长领域市场份额近年来稳居第一 (图 2), 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。

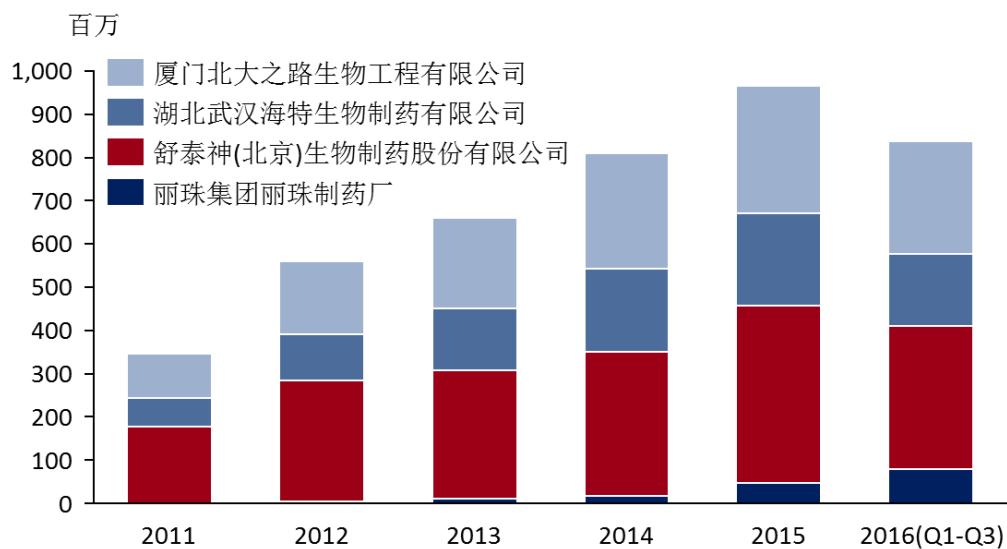
第二、舒泰清方面 15%以上高速增长。清肠便秘领域病人需求大, 市场空间在 50 亿以上, 但其中产品很多 (药品、保健品、食品等) 舒泰清以其安全、起效快、效果好的特性, 适用于更多特殊人群如妇女、儿童、肝肾有负担人群使用。舒泰清上市十年在清肠领域是处方药一线药物、一线品牌, 近年来仍保持着较高增速, 未来公司有望通过对其非处方药的调研和开发打开更广阔市场。

第三、公司新产品曲司氯铵胶囊放量。曲司氯铵已获准上市销售, 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)

图 1:样本医院鼠神经生长因子整体情况



资料来源: PDB 东兴证券研究所

图 2:鼠神经生长因子竞争格局情况


资料来源: PDB, 东兴证券研究所

2. 低调聚焦研发, 投入加大, 17-18 年创新药有望集中申报临床

2016 年, 公司投入研发费用 7533.17 元, 比去年同期增长 34.28%, 收入占比 5.37%, 研发投入增速较快。公司主要在研项目见表 1

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	处于临床前安全性评价阶段, 完成大量实验工作
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	处于临床前安全性评价阶段, 完成大量实验工作
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。

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。

公司去年 9 月公告了 2016 股权激励, 主要激励研发人员, 着眼于公司长远发展。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。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。

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

3、收购德国 InflaRx GmbH 布局补体孤儿药, 眼光独到

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。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。

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 28X、24X、21X。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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产合计	1719	1842	2179	2639	3164	营业收入	1248	1403	1589	1800	2044			
货币资金	1032	350	1713	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	2518	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	479	479	479	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	盈利能力								
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	2071	2351	2518	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	5.05	5.67			
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	27.84	32.48	27.92	24.14	20.98			
资本公积增加	-40	-103	0	0	0	P/B	3.58	4.41	3.88	3.47	3.09			
现金净增加额	124	-697	1363	398	453	EV/EBITDA	17.90	23.18	18.13	14.78	11.95			

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

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。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。