



舒泰清速超过30%，整体业绩符合预期，创新外延有望加速

——舒泰神（300204）2017 年三季报点评

2017 年 10 月 27 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	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041

事件：

舒泰神发布 2017 三季度报告，2017 年前三季度公司实现营业收入 10.85 亿元，同比增长 7.17%；归属于上市公司股东的净利 2.24 亿元，同比增长 10.34%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.24 亿元，同比增长 10.60%。实现 EPS 为 0.47 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 3.76 亿元，同比下降 4.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元，同比下降 3.80%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.81 亿元，同比下降 3.57%。实现 EPS 位 0.17 元。

公司公告以自有资金 7613 万元投资入股珠海泓昌股权投资基金。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	278.11	340.47	393.64	391.1	329.82	378.82	376.19
增长率（%）	19.37%	4.42%	16.88%	11.09%	18.59%	11.27%	-4.43%
毛利率（%）	94.38%	94.59%	95.02%	95.67%	95.19%	94.88%	94.18%
期间费用率（%）	70.34%	74.01%	72.95%	82.37%	74.48%	75.43%	70.82%
营业利润率（%）	25.04%	21.11%	23.74%	15.41%	23.32%	22.30%	25.66%
净利润（百万元）	54.61	62.72	84.18	53.35	67.29	72.91	81.12
增长率（%）	08.26%	06.59%	31.92%	46.95%	23.22%	16.24%	-03.64%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.13	0.18	0.11	0.14	0.16	0.17
资产负债率（%）	18.48%	17.38%	18.52%	18.39%	18.28%	18.30%	20.07%
净资产收益率（%）	3.14%	3.61%	4.61%	2.78%	3.38%	3.70%	4.10%
总资产收益率（%）	2.56%	2.98%	3.76%	2.27%	2.76%	3.02%	3.28%

观点：

1、收入端整体平稳增长符合预期，舒泰清持续高速增长

公司前三季度营收 10.85 亿元，同比增长 7.17%，归母净利润 2.24 亿，增长 10.34%。收入端和业绩均平稳增长，符合预期，Q3 收入端增速环比 Q2 略有下降，主要原因是苏肽生增速有所放缓。

分产品来看：核心产品苏肽生仍占收入 85%以上，前三季度增速在 5%左右。舒泰清延续中报趋势，销量增速在 30%以上。

财务指标方面，公司销售费用率为 65.70%，比去年同期 65.80%略有下降；管理费用率为 8.21%，比去年同期 7.66%上升 0.55pp，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 10-15%稳健增长：

第一、**苏肽生**维持个位数稳健增长。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，全年增速有望超过 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逐步放量**。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 1463.77 万（+73.23%），主要来自于理财收益。预计四季度投资收益还会进一步增加。

2、投资方面动作颇多，未来外延动作有望加速

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 STADSON 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%。
- ◆ 10 月 26 日，公司公告以自有资金 7613 万元投资入股珠海泓昌股权投资基金。主要围绕公司在神经系统治疗领域化学药品方向的产业布局，提升公司整体实力，

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。

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 2.94 亿元、3.32 亿元、3.75 亿元，对应增速分别为 14.47%、12.91%、12.80%，EPS 分别为 0.62 元、0.70 元、0.78 元，对应 PE 分别为 26X、23X、20X。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	2171	2611	3104	营业收入	1248	1403	1555	1719	1911
货币资金	1032	350	1713	2105	2540	营业成本	68	71	92	106	124
应收账款	239	278	298	330	367	营业税金及附加	6	7	8	9	10
其他应收款	12	8	9	10	11	营业费用	852	936	1014	1129	1242
预付款项	1	2	4	6	9	管理费用	94	128	109	103	117
存货	25	33	33	38	45	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	342	387	436
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	2509	2928	3398	利润总额	243	296	342	387	436
流动负债合计	353	399	281	454	646	所得税	34	41	48	54	61
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	209	255	294	332	375
应付账款	4	6	6	6	7	少数股东损益	-2	-2	0	0	0
预收款项	2	1	157	329	520	归属母公司净利润	211	257	294	332	375
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	275	347	362	407	459
非流动负债合计	34	33	56	56	56	BPS（元）	0.63	0.54	0.62	0.70	0.78
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	387	432	337	510	702	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%	10.83%	10.49%	11.22%
实收资本(或股本)	340	479	478	478	478	营业利润增长	16.89%	24.06%	15.99%	12.91%	12.80%
资本公积	694	591	591	591	591	归属于母公司净利润	8.09%	21.89%	14.47%	12.91%	12.80%
未分配利润	586	749	849	962	1089	获利能力					
归属母公司股东权	1665	1902	2156	2402	2680	毛利率(%)	94.57%	94.97%	94.07%	93.82%	93.53%
负债和所有者权益	2071	2351	2509	2928	3398	净利率(%)	16.78%	18.16%	18.93%	19.35%	19.62%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.90%	10.19%	10.95%	11.74%	11.35%
单位：百万元						ROE(%)	12.68%	13.53%	13.66%	13.84%	14.00%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	231	213	1214	463	516	资产负债率(%)	19%	18%	13%	17%	21%
净利润	209	255	294	332	375	流动比率	4.86	4.62	7.73	5.76	4.80
折旧摊销	56	59	0	21	23	速动比率	4.79	4.53	7.62	5.67	4.74
财务费用	-19	-7	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	0	-21	-31	-37	总资产周转率	0.64	0.63	0.64	0.63	0.60
预收账款增加	0	0	156	172	191	应收账款周转率	6	5	5	5	5
投资活动现金流	-91	-876	162	15	17	应付账款周转率	223.50	268.34	261.31	287.56	275.96
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	151	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.54	0.62	0.70	0.78
投资收益	18	32	10	15	17	每股净现金流(最新)	0.37	-1.46	2.85	0.82	0.91
筹资活动现金流	-16	-33	-12	-86	-98	每股净资产(最新摊)	4.90	3.97	4.51	5.02	5.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	25.27	29.48	25.85	22.89	20.30
普通股增加	100	139	0	0	0	P/B	3.25	4.01	3.53	3.17	2.84
资本公积增加	-40	-103	0	0	0	EV/EBITDA	15.90	20.95	16.32	13.52	11.05
现金净增加额	124	-697	1364	391	435						

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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。