



东兴证券
DONGXING SECURITIES

舒泰清增速接近40%，创新单抗获批临床，外延有望继续加速

——舒泰神（300204）2017 年年报点评

2018 年 02 月 12 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 年度报告，2017 年全年公司实现营业收入 13.88 亿元，同比下降 1.10%；归属于上市公司股东的净利 2.63 亿元，同比增长 2.24%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.62 亿元，同比增长 2.12%。实现 EPS 为 0.55 元。利润分配预案每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 3.03 亿元，同比下降 22.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.39 亿元，同比下降 28.08%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.38 亿元，同比下降 30.33%。实现 EPS 位 0.08 元。

公司公告 2018 一季度业绩预告，预计盈利 5104.38 万元至 6125.27 万元，同比-25%至-10%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	340.47	393.64	391.1	329.82	378.82	376.19	303.05
增长率（%）	4.42%	16.88%	11.09%	18.59%	11.27%	-4.43%	-22.51%
毛利率（%）	94.59%	95.02%	95.67%	95.19%	94.88%	94.18%	93.46%
期间费用率（%）	74.01%	72.95%	82.37%	74.48%	75.43%	70.82%	81.18%
营业利润率（%）	21.11%	23.74%	15.41%	23.32%	22.30%	25.66%	14.77%
净利润（百万元）	62.72	84.18	53.35	67.29	72.91	81.12	39.02
增长率（%）	06.59%	31.92%	46.95%	23.22%	16.24%	-3.64%	-26.86%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.18	0.11	0.14	0.16	0.17	0.08
资产负债率（%）	17.38%	18.52%	18.39%	18.28%	18.30%	20.07%	15.95%
净资产收益率（%）	3.61%	4.61%	2.78%	3.38%	3.70%	4.10%	1.86%
总资产收益率（%）	2.98%	3.76%	2.27%	2.76%	3.02%	3.28%	1.53%

观点:

1、业绩基本符合预期，苏肽生承压，舒泰清持续高速增长

公司全年营收 13.88 亿元，与去年相比略有下降，归母净利润 2.63 亿，增速 2.24%，基本符合市场预期。公司前三季度收入增长 7.17%，全年收入端下降，主要是 Q4 收入和利润下降较多，影响全年业绩。

公司一季度业绩同比增长-25%-10%，仍然呈现承压状态。

分产品来看：苏肽生销售收入 11.59 亿元 (-6.45%)，销量 586.21 万支 (-3.27%)；舒泰清收入 2.27 亿 (+39.53%)，销量 910.84 万盒 (+39.75%)。舒泰清延续前期高增速，并有加速趋势。公司核心产品苏肽生占收入 83.5%，已降至 85% 以下，未来预计收入占比仍将下降。

财务指标方面，公司销售费用率为 65.95%，比去年同期 66.70% 略有下降；管理费用率为 9.77%，比去年同期 9.10% 上升 0.67pp，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。

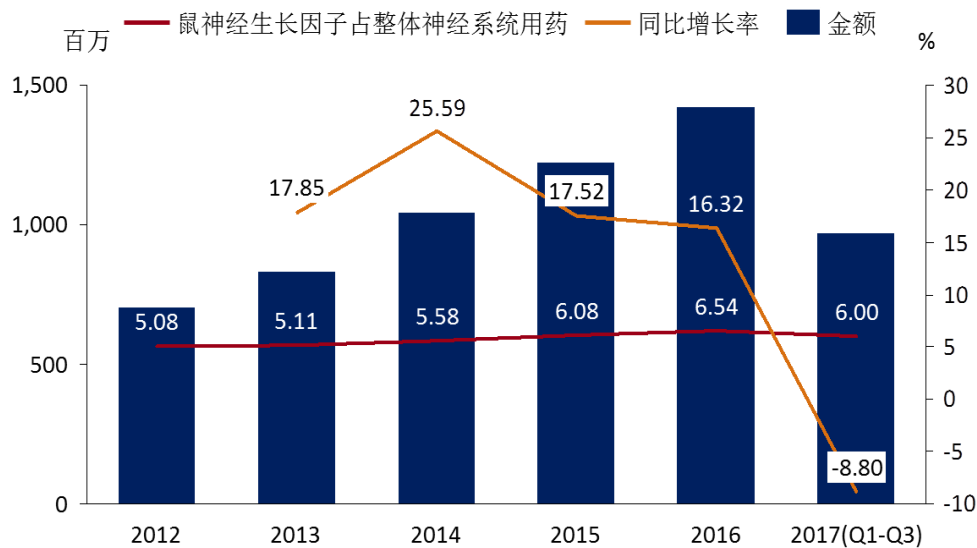
展望 2018 年，公司业绩有望稳健增长：

第一、苏肽生 稳定贡献利润。从样本医院数据来看，公司在鼠神经生长领域市场份额近年来稳居第一，且 2017 年下半年开始市场份额略有回升，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定贡献利润。

第二、舒泰清 进一步高速增长，2017 年舒泰清增速超预期，我们判断 2018 年仍有望实现超过 30% 的增长。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。

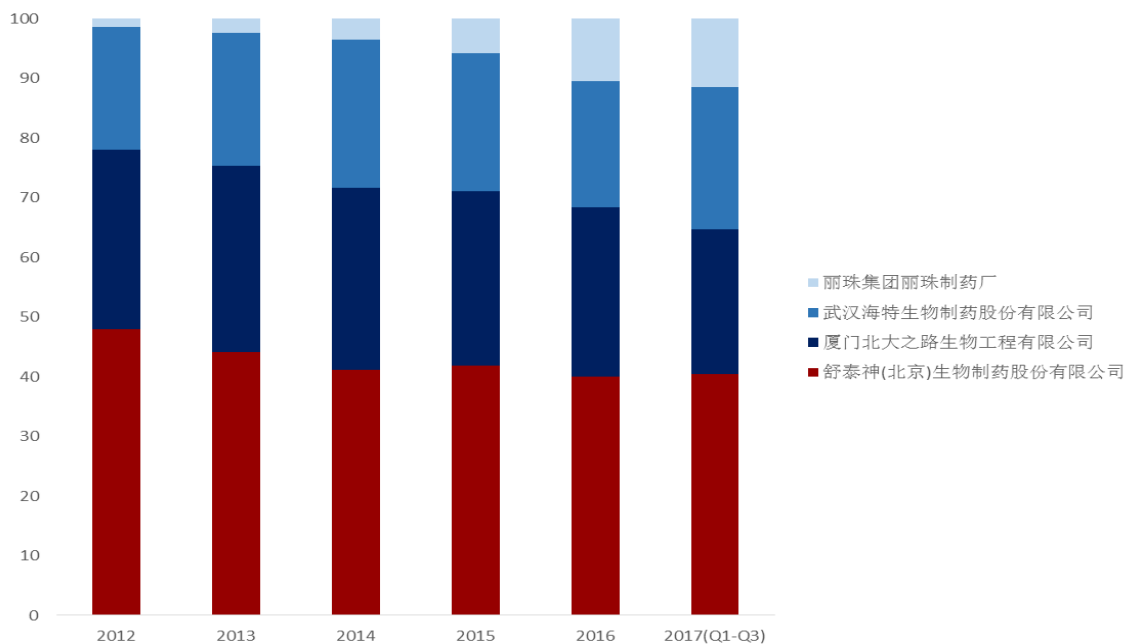
第三、公司新产品曲司氯铵胶囊逐步放量。新品曲司氯铵已获准上市销售，目前已完成了多个省市招标采购等市场准入程序（根据我们统计，江西、山西、江苏、北京、宁夏、辽宁、广西、山东 8 省已完成中标）。主要适应症为“用于膀胱过度活动（OAB）患者尿频、尿急、尿失禁等症状的治疗”，在国内多次泌尿系统学术峰会中，专家对其治疗效果及与同类药物的比较优势给予充分肯定，为该产品的营销工作奠定了坚实的基础。未来随着公司不断推进其学术推广和营销，曲司氯铵有望促进公司收入端和利润端的增长。近两年我国尿失禁市场呈现出快速增长态势，这与中国老龄化社会的快速发展，国医疗保障体系的完善，人民生活水平的提高，息息相关，目前国内 OAB 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。

图 1：样本医院鼠神经生长因子整体情况



资料来源：样本医院终端，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：样本医院终端，东兴证券研究所

2、研发投入加大，自主研发+投资双轮驱动

2017 年，公司投入研发费用 9213.42 万元，较去年同期 7533.17 万元增长 22.30%，收入占比 6.64%，占归属于上市公司股东的净利润的 35.03%，研发投入增速较快体现公司重视。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
蛋白药物	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。
蛋白药物	单克隆抗体药物 “BDB-001 注射液”	2018 年 2 月提交新药临床注册申请并获得受理通知书。
蛋白药物	凝血因子 X 激活剂项目	目前已经完成新适应临床前研究相关工作， 准备提交新药临床注册申请 。
蛋白药物	苏肽生生产工艺改造项目	原液工艺变更方面，完成技术审评的相关补充研究工作， 预计 2018 年上半年完成审评 。
蛋白药物	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，具体内容保密。
基因药物	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
基因药物	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
基因药物	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
化学药物	曲司氯铵缓释胶囊	获得临床批件，正在准备开展 BE 临床
化学药物	盐酸美金刚缓释胶囊	完成小试研究，准备进入中试阶段
化学药物	西格列汀二甲双胍缓释 片	完成小试研究，准备进入中试阶段

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司单抗药物“**BDB-001 注射液**”刚刚于 2 月 8 日获得新药临床批文。靶点为 C5a，申请的适应症为：中重度化脓性汗腺炎。化脓性汗腺炎 (Hidradenitis suppurativa, HS)，又名反常性痤疮 (Acne inversa, AI) 目前中国尚无有效治疗药物。BDB-001 注射液通过阻断 C5a 可以有效控制炎症反应，从而控制 HS 相关疾病症状。同靶点药物 IFX-1 的临床研究已经证明能够安全有效的治疗中重度 HS。BDB-001 具有和 IFX-1 类似的生物学活性。这是公司蛋白药物研发进展的又一突破，同时我们认为该药符合“具有明显临床价值”、“罕见病用药”两项条件，未来大概率会进入优先审批而加速获批。

报告期内公司投资方面动作颇多

- ◆ 2017 年 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
- ◆ 2017 年 7 月 1 日，公司自有资金 5 亿设立舒泰神投资公司
- ◆ 2017 年 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%。
- ◆ 2017 年 8 月 22 日，公司全资子公司舒泰神浙江使用自有资金 5,000 万元参与投资人工智能产业投资基金“广州天目人工智能产业投资基金合伙企业（有限合伙），该基金本次计划募集规模人民币 5 亿元。
- ◆ 2017 年 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等治疗领域化学药品方向的产业布局，提升公司整体实力。
- ◆ 2018 年 2 月 12 日，全资子公司舒泰神浙江拟使用自有资金 3546 万元受让 ZHIJUN JIANG 持有的法尔麦斯的部分出资额，出资比例占 0.31%（神经系统等治疗领域化学产品的产业布局）。
- ◆ 2018 年 2 月 12 日，公司拟使用部分超募资金 1 亿元，在四川省眉山经济开发区新区设立全资子公司，实施建设医药产业基地项目，并与眉山市东坡区人民政府签署项目投资合同书。

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 2018-2020 年归母净利润分别为 2.83 亿元、3.08 亿元、3.42 亿元，对应增速分别为 7.46%，8.97%，10.87%，EPS 分别为 0.59 元、0.64 元、0.71 元，对应 PE 分别为 21X、19X、17X。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					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1842	1820	2203	2460	2907	营业收入	1403	1388	1419	1537	1712
货币资金	350	401	1787	2006	2395	营业成本	71	77	90	111	141
应收账款	278	200	272	295	328	营业税金及附加	7	10	7	8	9
其他应收款	8	1	1	1	2	营业费用	936	915	923	996	1095
预付款项	2	2	4	6	9	管理费用	128	136	114	117	127
存货	33	37	32	40	51	财务费用	-7	-7	0	0	0
其他流动资产	1021	1001	28	28	28	资产减值损失	5.27	-1.34	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	509	808	355	479	456	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	2	2	2	2	投资净收益	31.71	42.48	40.00	50.00	55.00
固定资产	243	240	225	223	239	营业利润	295	303	326	356	395
无形资产	37	36	33	29	26	营业外收入	1.25	0.30	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7	23	23	168	168	营业外支出	0.20	0.36	0.00	0.00	0.00
资产总计	2351	2629	2558	2939	3364	利润总额	296	303	326	356	395
流动负债合计	399	348	236	392	565	所得税	41	42	46	50	55
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	255	260	281	306	340
应付账款	6	5	5	7	9	少数股东损益	-2	-3	-2	-2	-2
预收款项	1	2	144	298	469	归属母公司净利润	257	263	283	308	342
一年内到期的非流	0	4	4	4	4	EBITDA	347	356	345	376	418
非流动负债合计	33	71	56	56	56	BPS (元)	0.54	0.55	0.59	0.64	0.71
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	432	419	293	448	621	成长能力					
少数股东权益	16	0	-2	-4	-6	营业收入增长	12.46%	-1.10%	2.26%	8.27%	11.39%
实收资本(或股本)	479	478	478	478	478	营业利润增长	24.06%	2.53%	7.82%	9.04%	10.94%
资本公积	591	535	535	535	535	归属于母公司净利润	21.89%	2.24%	7.46%	8.97%	10.87%
未分配利润	749	898	994	1099	1215	获利能力					
归属母公司股东权	1902	2209	2267	2495	2748	毛利率(%)	94.97%	94.45%	93.68%	92.80%	91.75%
负债和所有者权益	2351	2629	2558	2939	3364	净利率(%)	18.16%	18.76%	19.77%	19.92%	19.84%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.90%	10.95%	10.01%	11.05%	10.48%
单位：百万元						ROE(%)	13.53%	11.91%	12.47%	12.34%	12.43%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	213	274	1127	393	423	资产负债率(%)	18%	16%	11%	15%	18%
净利润	255	260	281	306	340	流动比率	4.62	5.23	9.32	6.28	5.15
折旧摊销	59	61	0	21	23	速动比率	4.53	5.12	9.18	6.18	5.06
财务费用	-7	-7	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	0	-73	-23	-34	总资产周转率	0.63	0.56	0.55	0.56	0.54
预收账款增加	0	0	142	154	171	应收账款周转率	5	6	6	5	5
投资活动现金流	-876	-80	474	-95	55	应付账款周转率	268.34	251.33	280.88	254.50	225.58
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	434	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.55	0.59	0.64	0.71
投资收益	32	42	40	50	55	每股净现金流(最新)	-1.46	0.12	2.90	0.46	0.82
筹资活动现金流	-33	-138	-215	-80	-89	每股净资产(最新摊)	3.97	4.62	4.75	5.22	5.75
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	22.69	22.27	20.71	19.00	17.14
普通股增加	139	-1	0	0	0	P/B	3.08	2.65	2.58	2.35	2.13
资本公积增加	-103	-57	0	0	0	EV/EBITDA	15.89	15.31	11.79	10.23	8.29
现金净增加额	-697	55	1386	218	390						

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。