



转型期苏肽生承压影响业绩，舒泰清快速增长，创新持续推进

——舒泰神（300204）2018年半年报点评

2018年08月28日

推荐/维持

舒泰神

财报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号：S1480516080001
胡培碧	研究助理 hurb@dxzq.net.cn 010-66554041	

事件：

舒泰神发布2018年上半年度报告，2018年上半年公司实现营业收入4.44亿元，同比下降37.30%；归属于上市公司股东的净利0.97亿元，同比下降32.11%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润0.92亿元，同比下降35.30%。实现EPS为0.20元。

2018年Q2公司实现营业收入1.71亿元，同比下降54.83%；归属于上市公司股东的净利0.41亿元，同比下降44.69%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润0.36亿元，同比下降50.67%。实现EPS为0.09元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	391.1	329.82	378.82	376.19	303.05	273.21	171.11
增长率（%）	11.09%	18.59%	11.27%	-4.43%	-22.51%	-17.17%	-54.83%
毛利率（%）	95.67%	95.19%	94.88%	94.18%	93.46%	92.25%	90.68%
期间费用率（%）	82.37%	74.48%	75.43%	70.82%	81.17%	71.74%	70.76%
营业利润率（%）	15.41%	23.32%	22.30%	25.66%	14.77%	24.29%	28.67%
净利润（百万元）	53.35	67.29	72.91	81.12	39.02	55.58	41.21
增长率（%）	46.95%	23.22%	16.24%	-03.64%	-26.86%	-17.41%	-43.48%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.14	0.16	0.17	0.08	0.12	0.09
资产负债率（%）	18.39%	18.28%	18.30%	20.07%	15.95%	18.12%	14.47%
净资产收益率（%）	2.78%	3.38%	3.70%	4.10%	1.77%	2.56%	1.84%
总资产收益率（%）	2.27%	2.76%	3.02%	3.28%	1.48%	2.12%	1.54%

观点：

1、转型期苏肽生承压影响业绩，舒泰清快速增长

公司一季度营收 4.44 亿元，与去年相比下降 37.30%，归母净利润 0.97 亿，增速-32.11%，受医药行业政策调整及市场环境的影响，公司主要产品苏肽生的销售收入发生波动影响当期业绩。

分产品来看：

- ◆ 核心产品苏肽生收入 3.22 亿，叠加降价影响，整体收入端下降 46.92。主要受医保控费、总量控制、重点监控目录等负向政策带来的营销挑战。苏肽生 2017 年全年收入占比 83.5%，2018 年 H1 收入占比进一步下降至 72.5%。
- ◆ 舒泰清高增速延续，上半年收入 1.21 亿，销量增速 24.51%，收入增速 19.63%，该产品未来空间和潜力巨大。

财务指标方面，公司一季度销售费用率为 56.98%，比去年同期 67.02% 下降 10.04pp，主要是通过对销售过程的精细化管理，实现了销售系统效率的提升，加速了销售链条中各层级的反馈，同时销售服务的流程得到优化，同时由于苏肽生收入同比下降，公司加强费用控制，销售费用率整体下降。管理费用率为 15.11%，比去年同期 8.22% 上升 6.89pp，主要是公司研发投入加大，且整体收入下降，导致费用率上涨。公司财务费整体影响不大。

展望 2018 年，公司主要产品情况如下：

第一、苏肽生尽可能缩窄收入下滑。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），从而实现苏肽生下滑缩窄。

第二、舒泰清进一步高速增长，收入占比持续提升。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、贵州 9 省已完成中标），上半年暂时未形成规模销售，但是全年预计销量达到数十万盒，收入达到百万规模。曲司氯铵主要适应症为“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。相比较现有膀胱过度活动症的治疗药物而言，舒唯欣具有靶向性好、不进入中枢神经系统和最小影响合并用药的优势，为国内受此疾病影响的 7000 万人增加有效的治疗药物。

2、研发进度再梳理，未来公司看点主要在创新研发

2018 年上半年公司研发投入 4,706.31 万元，占营业收入的 10.59%，占归母净利润的 48.63%。公司一直是踏实做研发的创新型企，在小核酸药物，大分子蛋白，孤儿药单抗都有布局，且稳步推进，并且创新外延合作也在不断推进。公司主要在研项目见表 1。其中包括多个具有自主知识产权的国家 I 类蛋白药物、基因药物和特色化学药品。

2018 年 2 月，公司及全资子公司德丰瑞在研的全新靶点单克隆抗体药物“BDB-001 注射液”提交新药临床注册申请并获得受理通知书；短短 5 个月的时间，即 2018 年 7 月，没有补充及更新申报资料的情况下，单克隆抗体药物“BDB-001 注射液”获得新药临床试验批件（该药物在相关靶点的研发状态中处于领先地位，国际上德国公司 InflaRx 于 2011 年 11 月完成临床 I 期研究，于 2014 年 02 月开始临床 II 期研究，目前临床试验进展符合预期）

丰富的在研项目储备、对创新生物药物的持续关注和外延拓展为公司未来的持续发展奠定了良好的基础。

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，2018 年 7 月获得新药临床试验批件
蛋白药物	凝血因子 X 激活剂项目	目前已经完成新适应症前研究相关工作，准备提交新药临床注册申请，预计 2018 年第 4 季度申报临床。
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 年底 2019 年初取得生产批件。
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 药物	完成中试研究及药效学确证，目前药效学结果良好，正在进行安全性评价，预计 2019 年上半年申报临床。
基因药物	治疗艾滋病的小核酸基 药物	正在开展中试工艺研究、质量研究和功能性试验，准备开展

因药物		安全性评价。
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

在现有产品拓展及仿制药方面：

- ◆ 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）
- ◆ 舒泰清口服液和儿童散剂 2018 年有望申报生产
- ◆ 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。根据年报披露，有曲司氯铵胶囊和盐酸美金刚缓释胶囊等。曲司氯铵胶囊进度较快，今年大概率完成 BE 并上报。

创新药方面：

- ◆ 全新 C5a 靶点单抗药物：2018 年 2 月，公司及全资子公司德丰瑞在研的全新靶点单克隆抗体药物“BDB-001 注射液”提交新药临床注册申请并获得受理通知书；短短 5 个月的时间，即 2018 年 7 月，没有补充及更新申报资料的情况下，单克隆抗体药物“BDB-001 注射液”获得新药临床试验批件（该药物在相关靶点的研发状态中处于领先地位，国际上德国公司 InflaRx 于 2011 年 11 月完成临床 I 期研究，于 2014 年 02 月开始临床 II 期研究，目前临床试验进展符合预期）。该药物靶点为 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。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。
- ◆ 凝血因子 X 激活剂：完成临床前研究所有工作，今年上半年准备做 IND 申报。
- ◆ 治疗乙肝/艾滋病的小核酸基因药物：siRNA 为基础，大部分完成临床前工作，今年准备 IND 申报。

外延方面：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：

公司是踏实做研发的创新型企，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 1.84 亿元、1.86 亿元、2.19 亿元, 对应增速分别为-29.95%, 0.86%, 18.07%, EPS 分别为 0.39 元、0.39 元、0.46 元, 对应 PE 分别为 28X、27X、23X。维持“推荐”评级。

风险提示:

苏肽生下滑风险, 创新药研发风险

舒泰神 (300204): 转型期苏肽生承压影响业绩，舒泰清快速增长，创新持续推进

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	1842	1820	2085	2193	2484	营业收入	1403	1388	975	957	1071			
货币资金	350	401	1780	1887	2145	营业成本	71	77	86	96	103			
应收账款	278	200	187	184	205	营业税金及附加	7	10	5	5	5			
其他应收款	8	1	1	1	1	营业费用	936	915	633	620	686			
预付款项	2	2	4	6	8	管理费用	128	136	78	73	79			
存货	33	37	31	35	37	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	212	214	253			
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	2440	2672	2940	利润总额	296	303	212	214	253			
流动负债合计	399	348	192	288	396	所得税	41	42	30	30	35			
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	255	260	182	184	217			
应付账款	6	5	5	6	6	少数股东损益	-2	-3	-2	-2	-2			
预收款项	1	2	100	196	303	归属母公司净利润	257	263	184	186	219			
一年内到期的非流	0	4	4	4	4	EBITDA	347	356	231	234	276			
非流动负债合计	33	71	56	56	56	EPS (元)	0.54	0.55	0.39	0.39	0.46			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	432	419	248	344	452	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%	-29.78	-1.79%	11.94%			
实收资本(或股本)	479	478	477	477	477	营业利润增长	24.06%	2.53%	-29.99	0.87%	18.26%			
资本公积	591	535	535	535	535	归属于母公司净利润	21.89%	2.24%	-29.95	0.86%	18.07%			
未分配利润	749	898	961	1024	1098	盈利能力								
归属母公司股东权	1902	2209	2194	2331	2494	毛利率(%)	94.97%	94.45%	91.14%	90.01%	90.36%			
负债和所有者权	2351	2629	2440	2672	2940	净利率(%)	18.16%	18.76%	18.70%	19.21%	20.29%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	10.95%	10.01%	7.55%	6.96%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	13.53%	11.91%	8.40%	7.97%	8.80%			
经营活动现金流	213	274	1095	250	260	偿债能力								
净利润	255	260	182	184	217	资产负债率(%)	18%	16%	10%	13%	15%			
折旧摊销	59	61	0	21	23	流动比率	4.62	5.23	10.88	7.61	6.28			
财务费用	-7	-7	0	0	0	速动比率	4.53	5.12	10.72	7.49	6.18			
应收账款减少	0	0	13	3	-22	营运能力								
预收帐款增加	0	0	97	96	107	总资产周转率	0.63	0.56	0.38	0.37	0.38			
投资活动现金流	-876	-80	474	-95	55	应收账款周转率	5	6	5	5	6			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	268.34	251.33	196.88	174.54	178.78			
长期股权投资减少	0	0	434	0	0	每股指标(元)								
投资收益	32	42	40	50	55	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.55	0.39	0.39	0.46			
筹资活动现金流	-33	-138	-190	-48	-57	每股净现金流(最新)	-1.46	0.12	2.89	0.22	0.54			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.97	4.62	4.60	4.89	5.23			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	139	-1	-1	0	0	P/E	19.74	19.38	27.59	27.35	23.17			
资本公积增加	-103	-57	0	0	0	P/B	2.68	2.31	2.32	2.18	2.04			
现金净增加额	-697	55	1379	107	258	EV/EBITDA	13.69	13.17	14.33	13.65	10.68			

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。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：

看涨：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。