

神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

阿达木单抗获批，八项适应症一次拿全

事件

2023年6月12日，公司公告，其阿达木单抗注射液（商品名：安佳润）获国家药监局批准上市；用于治疗类风湿关节炎、强直性脊柱炎、银屑病、克罗恩病、葡萄膜炎、多关节型幼年特发性关节炎、儿童斑块状银屑病和儿童克罗恩病等8项适应症。

点评

商业化提速，继重组八因子、CD20之后，公司第三款生物药获批。

(1) 2021年7月，公司国产独家重组八因子获批上市，首年销售过亿元，次年销售过10亿元。2022年8月，公司CD20单抗瑞帕妥单抗以1.1新药获批。(2) 此次，公司获批的阿达木单抗安佳润，是一款重组全人源抗TNF- α 的IgG1单克隆抗体，通过与TNF- α 的特异性结合，抑制TNF- α 的生物活性以达到有效减轻炎症的治疗效果。此次获批，安佳润一次性取得原研药在国内的全部8个适应症。(3) 目前国内已获批上市的阿达木单抗药物共7款，包括原研药AbbVie的修美乐[®]以及6款生物类似药。修美乐2010年进入中国市场，2022年全球销售额212.37亿美元。核心专利2017年在中国到期，2019年11月进入乙类医保后，价格由3160元/支下降到1290元/支，其中医保付费比例为50%-80%，自费比例为20%-50%。海正药业、百奥泰、复宏汉霖、信达生物、正大天晴、君实生物分别于2015/2019/2020/2020/2022/2022年获批上市，并且全部纳入医保。

适应症全面展开与医保纳入，阿达木单抗国内市场将进一步打开。

(1) 我国人口基数高，适用患者总数较多，2019年我国类风湿关节炎、强直性脊柱炎、银屑病、克罗恩病、多关节型幼年特发性关节炎患者达1656万，但受医保纳入时间晚且纳入前售价较高等影响，阿达木单抗国内销售规模不及全球份额的0.2%，远低于欧美等发达国家。(2) 截至2022年12月31日，修美乐[®]在中国获批适应症共8个，而在全球获批准适应症达17个，未来随着中国患者临床可及性进一步提升，阿达木单抗市场空间有望扩容。(3) 我国阿达木单抗的销售规模2020/21/22年分别为9.1、17.3、22亿元以上，放量趋势明显。随着阿达木单抗被纳入国家医保以及适应症不断拓展，市场渗透率有望快速提升。

盈利预测、估值与评级

考虑到新获批的阿达木单抗仍要经历销售爬坡的过程，我们维持盈利预测，预计公司2023/24/25年营18/28/45亿元，归母净利润-0.37/3.10/9.23亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发及商业推广不达预期、市场竞争加剧等风险。

医药组

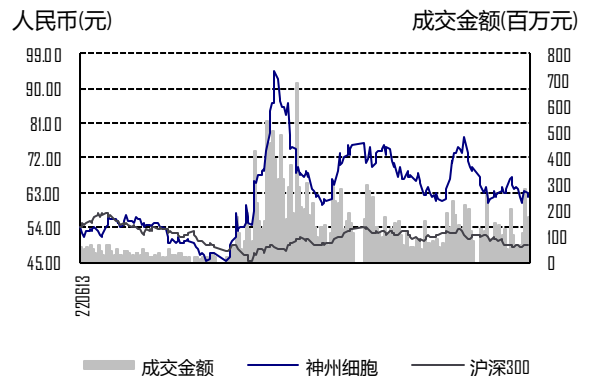
分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：61.96元

相关报告：

- 1.《神州细胞半年报点评：八因子销售过10亿，新冠获批，在研可期》，2023.4.26
- 2.《神州细胞公司点评：全球首个4价新冠疫苗获批紧急使用》，2023.3.23
- 3.《神州细胞新冠疫苗获批点评-新一代重组蛋白2价新冠疫苗获批紧急...》，2022.12.4



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	134	1,023	1,823	2,832	4,500
营业收入增长率	n.a.	n.a.	78%	55.35%	58.90%
归母净利润(百万元)	-867	-519	-37	310	923
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	198%
摊薄每股收益(元)	-1.991	-1.165	-0.084	0.696	2.073
每股经营性现金流净额	-1.98	-0.96	1.99	2.67	5.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	96.24%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	88.97	29.89
P/B	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28.77

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	0	134	1,023	1,823	2,832	4,500	货币资金	950	349	972	252	636	1,816
增长率	n.a.	n.a.	n.a.	78%	55.3%	58.9%	应收款项	2	85	278	222	344	547
主营业务成本	0	-7	-34	-182	-340	-630	存货	39	90	192	826	1,539	2,853
%销售收入	18.1%	5.2%	3.3%	10.0%	12.0%	14.0%	其他流动资产	22	66	90	241	445	823
毛利	0	127	989	1,641	2,492	3,870	流动资产	1,013	591	1,531	1,540	2,965	6,039
%销售收入	81.9%	94.8%	96.7%	90.0%	88.0%	86.0%	%总资产	60.9%	43.0%	56.0%	58.3%	70.1%	80.8%
营业税金及附加	-2	-4	-9	-16	-25	-40	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	699%	3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	531	618	890	1,045	1,211	1,376
销售费用	-16	-121	-265	-365	-566	-900	%总资产	31.9%	45.0%	32.5%	39.6%	28.6%	18.4%
%销售收入	#####	90%	25.9%	20.0%	20.0%	20.0%	无形资产	31	35	123	38	40	42
管理费用	-125	-128	-131	-164	-255	-360	非流动资产	651	783	1,205	1,100	1,267	1,433
%销售收入	n.a.	n.a.	12.9%	9.0%	9.0%	8.0%	%总资产	39.1%	57.0%	44.0%	41.7%	29.9%	19.2%
研发费用	-610	-733	-886	-711	-708	-702	资产总计	1,664	1,373	2,736	2,640	4,232	7,472
%销售收入	n.a.	n.a.	87%	39%	25.0%	15.6%	短期借款	191	373	916	508	508	508
息税前利润 (EBIT)	-754	-858	-302	385	938	1,868	应付款项	190	220	287	1,549	2,791	5,044
%销售收入	n.a.	n.a.	n.a.	21.1%	33.1%	41.5%	其他流动负债	92	75	168	123	163	228
财务费用	-15	-29	-88	-64	-67	-51	流动负债	473	668	1,372	2,181	3,463	5,780
%销售收入	4441%	22%	8.6%	3.5%	2.4%	1.1%	长期贷款	391	697	730	730	730	730
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	248	240	876	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,111	1,604	2,978	2,919	4,201	6,519
投资收益	10	10	6	6	6	6	普通股股东权益	591	-227	-237	-274	36	959
%税前利润	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-16.3%	2.0%	0.7%	其中：股本	435	435	445	445	445	445
营业利润	-714	-857	-358	327	877	1,823	未分配利润	-2,145	-3,011	-3,530	-3,568	-3,258	-2,335
营业利润率	n.a.	n.a.	n.a.	17.9%	31.0%	40.5%	少数股东权益	-2	-4	-6	-6	-6	-6
营业外收支	0	-12	-162	-365	-566	-900	负债股东权益合计	1,664	1,373	2,736	2,640	4,232	7,472
税前利润	-714	-869	-520	-37	310	923	比率分析						
利润率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.0%	20.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	0	0	0	0	0	0	每股指标						
所得税率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	每股收益	-1.637	-1.991	-1.165	-0.084	0.696	2.073
净利润	-714	-869	-520	-37	310	923	每股净资产	1.357	-0.520	-0.531	-0.616	0.081	2.154
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-1.234	-1.982	-0.961	1.991	2.669	5.204
归属于母公司的净利润	-713	-867	-519	-37	310	923	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.0%	20.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	96.24%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7.33%	12.35%
净利润	-714	-869	-520	-37	310	923	投入资本收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73.90%	85.22%
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0	增长率						
非现金支出	40	53	69	1	1	1	主营业务收入增长率	n.a.	n.a.	n.a.	78%	55.35%	58.90%
非经营收益	9	24	82	435	637	970	EBIT增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
营运资金变动	128	-72	-59	488	241	423	净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
经营活动现金净流	-537	-863	-428	887	1,189	2,318	总资产增长率	120.27%	-19%	99.24%	-4%	60.31%	76.57%
资本开支	-117	-194	-555	-261	-734	-1,067	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	n.a.	n.a.	61.3	40.0	40.0	40.0
其他	10	10	6	6	6	6	存货周转天数	257,598	3,344	1,517	1,653.0	1,653.0	1,653.0
投资活动现金净流	-107	-184	-548	-255	-728	-1,061	应付账款周转天数	768,130	7,105	1,742	2,817.0	2,817.0	2,817.0
股权募资	1,221	0	478	0	0	0	固定资产周转天数	397,682	1,370	256	150.0	101.7	67.2
债权募资	278	490	575	-1,275	0	0	偿债能力						
其他	-68	-45	546	-77	-77	-77	净负债/股东权益	-63%	-312.03%	-278%	-353%	1975%	-61%
筹资活动现金净流	1,431	446	1,598	-1,352	-77	-77	EBIT利息保障倍数	-51.7	-29.6	-3.4	6.0	13.9	36.5
现金净流量	786	-601	622	-720	384	1,180	资产负债率	65.38%	116.82%	109%	110.59%	99.28%	87.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-24	买入	51.60	N/A
2	2022-08-31	买入	50.01	N/A
3	2022-10-18	买入	51.43	N/A
4	2022-10-24	买入	54.30	N/A
5	2022-11-16	买入	84.23	N/A
6	2022-12-04	买入	75.00	N/A
7	2023-03-23	买入	63.23	N/A
8	2023-04-26	买入	71.31	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

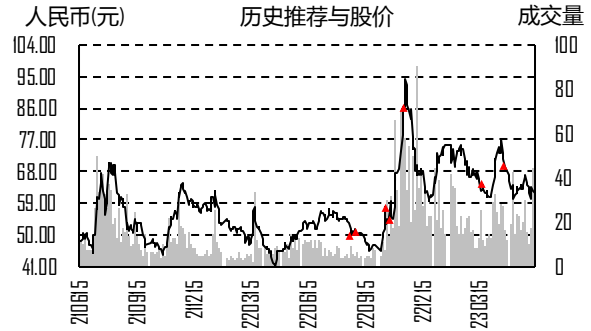
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806