

# 神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 重组八因子翻倍放量，CD20 医保备谈中

### 事件

2023年8月22日，公司发布2023半年报，公司上半年营收8.08亿元，同比增长114.9%，归母与扣非亏损分别为1.37亿和2200万元，同比减亏1.12亿和1.77亿元。业绩符合预期。

### 点评

**重组八因子翻倍放量，持续驱动业绩增长。**(1) 2021年7月，公司国产首个重组八因子获批上市；当年销售过亿元，次年销售过10亿元。(2) 2023年1月底，前述产品获批12岁以下儿童A型血友病患者出血的控制和预防适应症。(3) 我们判断，公司2023上半年的8亿营收中，主要都来自八因子产品；预计下半年将持续同比翻倍增速。

**CD20 备谈医保，市场空间或进一步打开。**(1) 2022年8月，公司CD20单抗瑞帕妥单抗(安平希®)以1.1类新药获批，适用于新诊断CD20阳性弥漫大B细胞性非霍奇金淋巴瘤(DLBCL)成人患者。

(2) 该药列于近日国家医保局发布的《通过初步形式审查的目录外药品名单》中。(3) 公司年报中显示，目前正在为安平希®参加2023年国家医保谈判，推进各项准备工作。

**研发布局合理，自主创新品种提升，后劲可期。**(1) 2023上半年，公司研发投入5.48亿元，同比增长39.7%；主要用于新冠疫苗和SCT-110A(PD-1)等产品的临床中后期研究。知识产权储备方面，公司新增境内外发明专利申请5个，PCT国际专利申请1个，新获得3个发明专利授权。(2) 公司研发成果诸多：新冠疫苗系列产品相继被中国和阿联酋纳入紧急使用，阿达木和贝伐珠两个生物类似物获批，14价HPV疫苗处于3期入组准备，PD-1的肝癌和头颈癌一线治疗的临床已完成入组，IL-17单抗已在澳大利亚启动I期入组。公司的IL-17产品，是以同类最佳为目标，历经多年分子优化改造研制出的重组抗IL-17单克隆抗体创新药物；与IL-17结合后可抑制下游细胞因子，阻断炎症信号传导。(3) 临床前研究方面，公司继续围绕自身免疫性疾病、恶性肿瘤和疾病预防等领域，重点开发多种临床需求缺口大以及具有best-in-class潜质的疫苗及单抗、双抗和三抗产品，并有望自2023年下半年开始陆续将产品推进到临床申报阶段。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到CD20以及新获批的阿达木单抗仍要经历销售爬坡的过程，我们预计公司2023/24/25年营18/28/45亿元，归母净利润分别为-3.05/4.51/13.68亿元。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

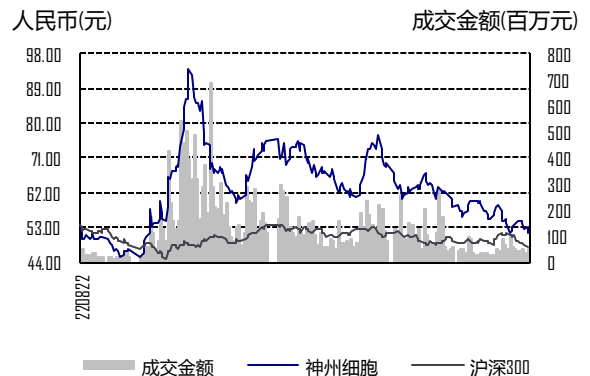
分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币)：51.63元

相关报告：

- 1.《神州细胞公司点评：全球首个4价新冠疫苗阿联酋获批紧急使用》，2023.7.30
- 2.《神州细胞公司点评：阿达木单抗获批，八项适应症一次拿全》，2023.6.14
- 3.《神州细胞年季报点评：八因子销售过10亿，新冠获批，在研可期》，2023.4.26



### 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	1,820	2,832	4,500
营业收入增长率	n.a.	661.33%	77.88%	55.60%	58.90%
归母净利润(百万元)	-867	-519	-305	451	1,368
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
摊薄每股收益(元)	-1.991	-1.165	-0.685	1.012	3.071
每股经营性现金流净额	-1.98	-0.96	-0.54	1.08	2.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	248.90%
P/E	-29.35	-52.00	-75.43	51.03	16.81
P/B	-112.34	-114.04	-42.46	-84.80	41.84

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)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>0</b>	<b>134</b>	<b>1,023</b>	<b>1,820</b>	<b>2,832</b>	<b>4,500</b>
增长率	n.a.	n.a.	661%	77.9%	55.6%	58.9%
主营业务成本	0	-7	-34	-182	-283	-450
%销售收入	n.a.	5.2%	3.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	0	127	989	1,638	2,549	4,050
%销售收入	n.a.	94.8%	96.7%	90.0%	90.0%	90.0%
营业税金及附加	-2	-4	-9	-13	-20	-31
%销售收入	n.a.	3.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-16	-121	-265	-455	-510	-675
%销售收入	n.a.	89.9%	25.9%	25.0%	18.0%	15.0%
管理费用	-125	-128	-131	-255	-283	-360
%销售收入	n.a.	95.3%	12.9%	14.0%	10.0%	8.0%
研发费用	-610	-733	-886	-928	-708	-765
%销售收入	n.a.	545%	86.6%	51.0%	25.0%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	-754	-858	-302	-13	1,028	2,219
%销售收入	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	36.3%	49.3%
财务费用	-15	-29	-88	-152	-304	-416
%销售收入	n.a.	21.5%	8.6%	8.4%	10.8%	9.2%
资产减值损失	0	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	10	6	6	6	6
%税前利润	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-1.7%	1.1%	0.4%
营业利润	-714	-857	-358	-159	730	1,809
营业利润率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25.8%	40.2%
营业外收支	0	-12	-162	-200	-200	-200
税前利润	-714	-869	-520	-359	530	1,609
利润率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.7%	35.8%
所得税	0	0	0	54	-79	-241
所得税率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.0%	15.0%
净利润	-714	-869	-520	-305	450	1,368
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-713</b>	<b>-867</b>	<b>-519</b>	<b>-305</b>	<b>451</b>	<b>1,368</b>
净利率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.9%	30.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-714	-869	-520	-305	450	1,368
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0
非现金支出	40	53	69	87	102	116
非经营收益	9	24	82	297	307	341
营运资金变动	128	-72	-59	-321	-378	-540
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-537</b>	<b>-863</b>	<b>-428</b>	<b>-242</b>	<b>481</b>	<b>1,285</b>
资本开支	-117	-194	-555	-605	-460	-460
投资	0	0	0	0	0	0
其他	10	10	6	6	6	6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-107</b>	<b>-184</b>	<b>-548</b>	<b>-599</b>	<b>-454</b>	<b>-454</b>
股权募资	1,221	0	478	0	0	0
债权募资	278	490	575	991	791	709
其他	-68	-45	546	-103	-293	-694
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,431</b>	<b>446</b>	<b>1,598</b>	<b>888</b>	<b>498</b>	<b>14</b>
<b>现金净流量</b>	<b>786</b>	<b>-601</b>	<b>622</b>	<b>46</b>	<b>524</b>	<b>845</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	950	349	972	1,016	1,069	1,396
应收款项	2	85	278	271	421	670
存货	39	90	192	673	1,047	1,664
其他流动资产	22	66	90	337	515	807
流动资产	1,013	591	1,531	2,297	3,053	4,537
%总资产	60.9%	43.0%	56.0%	60.1%	64.5%	71.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	531	618	890	1,173	1,240	1,297
%总资产	31.9%	45.0%	32.5%	30.7%	26.2%	20.4%
无形资产	31	35	123	217	309	396
非流动资产	651	783	1,205	1,523	1,682	1,825
%总资产	39.1%	57.0%	44.0%	39.9%	35.5%	28.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,664</b>	<b>1,373</b>	<b>2,736</b>	<b>3,820</b>	<b>4,735</b>	<b>6,362</b>
短期借款	191	373	916	1,635	1,862	2,720
应付款项	190	220	287	715	999	1,524
其他流动负债	56	75	168	142	181	274
流动负债	437	668	1,372	2,492	3,043	4,518
长期贷款	391	697	730	730	730	730
其他长期负债	248	240	876	1,145	1,239	571
负债	1,075	1,604	2,978	4,367	5,012	5,819
<b>普通股股东权益</b>	<b>591</b>	<b>-227</b>	<b>-237</b>	<b>-541</b>	<b>-271</b>	<b>550</b>
其中：股本	435	435	445	445	445	445
未分配利润	-2,145	-3,011	-3,530	-3,835	-3,565	-2,744
少数股东权益	-2	-4	-6	-6	-6	-6
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,664</b>	<b>1,373</b>	<b>2,736</b>	<b>3,820</b>	<b>4,735</b>	<b>6,362</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-1.637	-1.991	-1.165	-0.685	1.012	3.071
每股净资产	1.357	-0.520	-0.531	-1.216	-0.609	1.234
每股经营现金净流	-1.234	-1.982	-0.961	-0.544	1.080	2.885
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.405	1.229
<b>回报率</b>						
净资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	248.90%
总资产收益率	-42.83%	-63.13%	-18.97%	-7.98%	9.52%	21.50%
投入资本收益率	-64.48%	-102%	-21.51%	-0.59%	37.76%	47.23%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT 增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
总资产增长率	116%	-17.45%	99.24%	39.63%	23.94%	34.38%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	n.a.	110.8	61.3	49.9	49.9	49.9
存货周转天数	n.a.	3,343.7	1,517.5	1,349.9	1,349.9	1,349.9
应付账款周转天数	n.a.	7,104.7	1,741.6	1,038.6	1,038.6	1,038.6
固定资产周转天数	n.a.	1,369.8	256.5	147.8	96.0	60.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-62.71%	-312%	-278%	-247%	-549%	378%
EBIT 利息保障倍数	-51.7	-29.6	-3.4	-0.1	3.4	5.3
资产负债率	64.63%	117%	109%	114%	106%	91.46%

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	2022-10-18	买入	51.43	N/A
2	2022-10-24	买入	54.30	N/A
3	2022-11-16	买入	84.23	N/A
4	2022-12-04	买入	75.00	N/A
5	2023-03-23	买入	63.23	N/A
6	2023-04-26	买入	71.31	N/A
7	2023-06-14	买入	61.96	N/A
8	2023-07-30	买入	58.60	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