

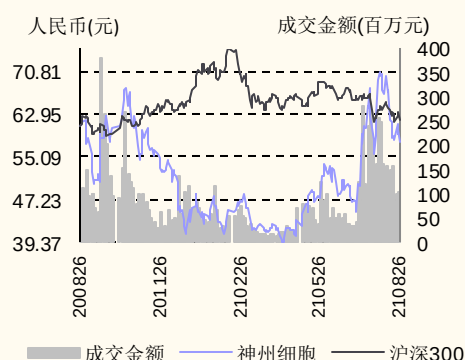
神州细胞 (688520.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 58.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.35
已上市流通 A 股(亿股)	0.71
总市值(亿元)	252.49
年内股价最高最低(元)	70.53/39.37
沪深 300 指数	4802
上证指数	3502



相关报告

1. 《神州细胞深度报告-十数年磨一剑，中国首个重组八因子重磅上市》，2021.8.24

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

产能就绪，商业化在即；定增将行，助力提速

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3	0	86	684	1,934
营业收入增长率	-10.43%	-87.56%	26080%	696%	183%
归母净利润(百万元)	-795	-713	-934	-723	-76
归母净利润增长率	-75.33%	10.34%	-31.03%	22.53%	89.51%
摊薄每股收益(元)	-2.062	-1.637	-2.145	-1.661	-0.174
每股经营性现金流净额	-1.88	-1.23	-1.81	-1.56	-0.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2190%	-121%	-50.07%	-63.36%	-7.12%
P/E	0.00	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B	0.00	33.56	13.54	22.12	23.69

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 神州细胞 2021 年 8 月 25 日发布半年报，公司上半年尚无营收，研发投入 3.43 亿元，同比增加 18.77%，归母净亏损 4.37 亿元。

经营分析

- 产能就绪，销售在即，公司步入从研发到商业化伊始的新阶段。公司于 2021 年 7 月 24 日，获批中国首个重组凝血八因子上市产品，已步入商业化能力验证阶段。(1) 商业生产：公司已有 2 条基于 CHO 细胞培养技术的原液生产线和 1 条制剂生产线，可生产水针制剂和冻干制剂；其中，重组八因子产线的年产能高达 100 亿国际单位。(2) 研发生产：公司基于自主研发的无弹状病毒污染昆虫细胞株生产线，研发的 14 价 HPV 疫苗获得国家药监局进入 III 期临床试验的批准，成为同类在研产品中，全球首个进入人体临床的。(3) 储备产能：公司正在按照 GMP 标准建设位于北京经济技术开发区科创七街 B5M4 地块的生物药生产基地，拟定建设 3 条原液生产线和 2 条制剂生产线，以满足在研产品上市后扩产的生产需求。
- 公司 22 亿募投用于新药研发的定增计划，实施在即，或助力公司多项产品商业化与国际化进程的提速。公司已公告定增计划并发布相关问询回复报告，报告显示，公司将募集 22.4 亿，主要用于重组八因子及 14 价 HPV 重磅产品的国内与国际化临床推进。我们认为，一旦年内定增获批，公司获得更多资金助力临床推进，商业化进程将获加速进展。
- 高生产壁垒的重组蛋白等产品陆续商业化，盈利突破在即。我们预计，公司未来三年的收入主要由重组八因子和 CD20 单抗构成。重组八因子为国产独家品种，而已完成现场核查的 CD20 产品，国内也仅 3 家上市；近 8 年国内重组凝血八因子和 CD20 单抗销售额 CAGR 分别高达 30% 和 16%。预计公司将在 2023 年底或 2024 年实现正盈利（详见我司深度报告）。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测，预计公司 2021/22/23 年营收 0.86/6.84/19.34 亿元，归母净利润 -9.34、-7.23、-0.76 亿元，维持“买入”评级。

风险

- 在研管线进展不达预期风险。商业化进程不达预期及竞争加剧风险。八因子产品价格过高导致的销售不及预期风险。定增失败风险。限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3	3	0	86	684	1,934
增长率		-10.4%	-87.6%	26080%	696%	183%
主营业务成本	-1	-2	0	-9	-68	-193
%销售收入	18.5%	71.0%	18.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	2	1	0	77	615	1,740
%销售收入	81.5%	29.0%	81.9%	90.0%	90.0%	90.0%
营业税金及附加	-3	-3	-2	-2	-2	-3
%销售收入	90.8%	108%	699%	2.5%	0.4%	0.1%
销售费用	0	0	-16	-129	-205	-445
%销售收入	0.0%	0.0%	5021%	150%	30.0%	23.0%
管理费用	-66	-307	-125	-137	-191	-251
%销售收入	2230%	11633%	38210%	160%	28.0%	13.0%
研发费用	-435	-516	-610	-756	-957	-1,122
%销售收入	14760%	19565%	185976%	880%	140%	58.0%
息税前利润 (EBIT)	-501	-825	-754	-947	-741	-80
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-6	-11	-15	4	8	-6
%销售收入	218%	412%	4441%	-4.2%	-1.1%	0.3%
资产减值损失	1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	6	10	10	10	10
%税前利润	-0.4%	-0.8%	-1.4%	-1.1%	-1.4%	-13.2%
营业利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76
少数股东损益	-6	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	-453	-795	-713	-934	-723	-76
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76
少数股东损益	-6	-3	-2	0	0	0
非现金支出	31	38	40	49	66	78
非经营收益	6	5	9	16	15	16
营运资金变动	178	30	128	10	-97	-312
经营活动现金净流	-245	-725	-537	-858	-739	-294
资本开支	-86	-125	-117	-113	-111	-141
投资	-13	47	0	-60	0	0
其他	2	6	10	10	10	10
投资活动现金净流	-96	-72	-107	-163	-101	-131
股权募资	67	585	1,221	2,207	0	0
债权募资	-10	176	278	-54	0	20
其他	74	-47	-68	-26	-25	-26
筹资活动现金净流	130	714	1,431	2,127	-25	-6
现金净流量	-211	-83	786	1,106	-865	-431

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7	164	950	2,057	1,192	761
应收款项	3	2	2	52	225	609
存货	22	44	39	71	187	318
其他流动资产	51	22	22	90	152	235
流动资产	83	233	1,013	2,269	1,756	1,923
%总资产	15.4%	28.8%	60.9%	75.8%	69.5%	69.8%
长期投资	15	2	0	10	10	10
固定资产	372	475	531	582	627	689
%总资产	68.9%	58.8%	31.9%	19.5%	24.8%	25.0%
无形资产	32	30	31	32	33	33
非流动资产	456	576	651	725	770	833
%总资产	84.6%	71.2%	39.1%	24.2%	30.5%	30.2%
资产总计	540	808	1,664	2,994	2,526	2,756
短期借款	15	35	191	60	60	60
应付款项	194	136	190	294	526	777
其他流动负债	20	34	56	62	85	121
流动负债	229	205	437	416	671	957
长期贷款	101	302	391	416	416	436
其他长期负债	234	266	248	300	300	300
负债	564	773	1,075	1,132	1,387	1,693
普通股股东权益	-22	36	591	1,865	1,141	1,066
其中：股本	43	385	435	474	474	474
未分配利润	-554	-1,432	-2,145	-3,078	-3,801	-3,877
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	540	808	1,664	2,994	2,526	2,756

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	N/A	-2.062	-1.637	-2.145	-1.661	-0.174
每股净资产	N/A	0.094	1.357	4.283	2.622	2.448
每股经营现金净流	N/A	-1.882	-1.234	-1.811	-1.559	-0.621
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2027%	-2190%	-121%	-50%	-63.36%	-7.12%
总资产收益率	-83.97%	-98.33%	-42.83%	-31.18%	-28.63%	-2.75%
投入资本收益率	-546%	-222%	-64.48%	-40.52%	-45.88%	-5.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-50.85%	-10.43%	-87.56%	26080%	696%	183%
EBIT增长率	144%	64.80%	-8.60%	25.59%	-21.79%	-89.22%
净利润增长率	221%	-75.33%	10.34%	-31.03%	22.53%	89.51%
总资产增长率	10.85%	49.73%	106%	79.98%	-15.64%	9.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	382.4	N/A	N/A	200.0	100.0	100.0
存货周转天数	8,016.3	6,499.8	257,597.5	3,000.0	1,000.0	600.0
应付账款周转天数	32,094.6	17,602.8	768,129.9	9,000.0	2,200.0	1,200.0
固定资产周转天数	40,019.5	52,188.1	397,681.6	2,376.2	316.9	122.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-456%	498%	-62.71%	-87.59%	-67.28%	-29.67%
EBIT利息保障倍数	-77.8	-76.0	-51.7	263.2	98.1	-13.3
资产负债率	104%	95.69%	64.63%	37.80%	54.90%	61.42%

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
买入	1	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2021-08-24	买入	61.00	70.70 ~ 70.70

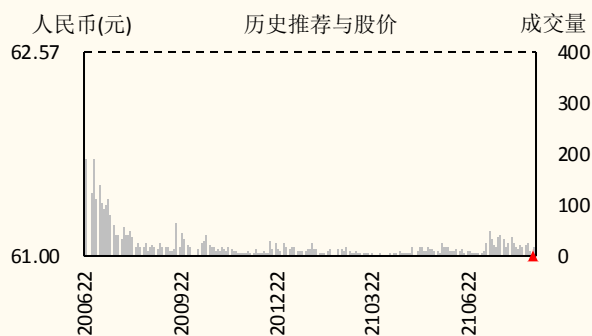
来源：国金证券研究所

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


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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402