

## 医药健康研究中心

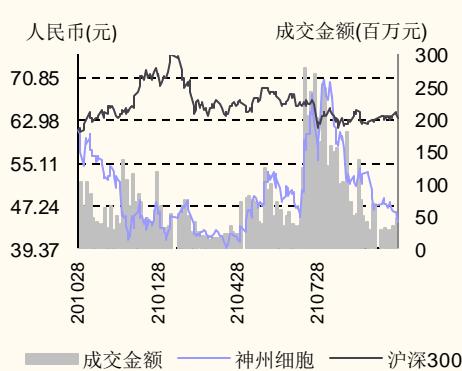
**神州细胞(688520.SH) 买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 44.15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)	192.20
年内股价最高最低(元)	70.53/39.37
沪深300指数	4898
上证指数	3562

**相关报告**

- 《神州细胞中报点评-产能就绪，商业化在即；定增将行，助力提速》，2021.8.27
- 《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

**国产独家重组八因子，进院月余即销售过千万****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**

- 2021年10月27日，公司发布3季报，前三季度尚无营收，研发投入5.12亿元，同比增加12.93%，归母净亏损6.61亿元。

**经营分析**

- **商业化能力初获验证：**首个重磅产品，国产独家重组八因子，获批进院一个多月，即实现销售近千万元。公司自主研发的、工艺和制剂均不含白蛋白的第三代重组人凝血因子VIII产品SCT800，于2021年7月20日获批上市，(商品名：安佳因®)；2021年8月12日即获得国家医保代码，在8月30日国家医保代码正式公布后，公司启动各重点医院进院流程等，促使该产品早日在公立医院系统实现医保支付。此外，同时推进对私立医院、双通道药房等非公立医院渠道的覆盖率，增加产品上市后的可及性，报告期内取得1,004.58万元的营业收入。
- **产能储备就绪。**(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。**据公司公告的定增计划，公司将募集22.4亿元，主要用于重组八因子及14价HPV(国内已完成二期临床受试者入组)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。

**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以及商业化进程不达预期的风险。
- 定增失败的风险。限售股解禁的风险。

### 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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>86</b>	<b>684</b>	<b>1,934</b>							
增长率	-10.4%	-87.6%	26080%	696%	183%		货币资金	7	164	950	2,057	1,192	761
<b>主营业务成本</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-68</b>	<b>-193</b>	应收款项	3	2	2	52	225	609
%销售收入	18.5%	71.0%	18.1%	10.0%	10.0%	10.0%	存货	22	44	39	71	187	318
<b>毛利</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>77</b>	<b>615</b>	<b>1,740</b>	其他流动资产	51	22	22	90	152	235
%销售收入	81.5%	29.0%	81.9%	90.0%	90.0%	90.0%	流动资产	83	233	1,013	2,269	1,756	1,923
营业税金及附加	-3	-3	-2	-2	-2	-3	%总资产	15.4%	28.8%	60.9%	75.8%	69.5%	69.8%
%销售收入	90.8%	108%	699%	2.5%	0.4%	0.1%	长期投资	15	2	0	10	10	10
销售费用	0	0	-16	-129	-205	-445	固定资产	372	475	531	582	627	689
%销售收入	0.0%	0.0%	5021%	150%	30.0%	23.0%	%总资产	68.9%	58.8%	31.9%	19.5%	24.8%	25.0%
管理费用	-66	-307	-125	-137	-191	-251	无形资产	32	30	31	32	33	33
%销售收入	2230%	11633%	38210%	160%	28.0%	13.0%	非流动资产	456	576	651	725	770	833
研发费用	-435	-516	-610	-756	-957	-1,122	%总资产	84.6%	71.2%	39.1%	24.2%	30.5%	30.2%
%销售收入	14760%	19565%	185976%	880%	140%	58.0%	<b>资产总计</b>	<b>540</b>	<b>808</b>	<b>1,664</b>	<b>2,994</b>	<b>2,526</b>	<b>2,756</b>
息税前利润 (EBIT)	-501	-825	-754	-947	-741	-80	短期借款	15	35	191	60	60	60
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	应付款项	194	136	190	294	526	777
财务费用	-6	-11	-15	4	8	-6	其他流动负债	20	34	56	62	85	121
%销售收入	218%	412%	4441%	-4.2%	-1.1%	0.3%	流动负债	229	205	437	416	671	957
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	长期贷款	101	302	391	416	416	436
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	234	266	248	300	300	300
投资收益	2	6	10	10	10	10	<b>负债</b>	<b>564</b>	<b>773</b>	<b>1,075</b>	<b>1,132</b>	<b>1,387</b>	<b>1,693</b>
%税前利润	-0.4%	-0.8%	-1.4%	-1.1%	-1.4%	-13.2%	<b>普通股股东权益</b>	<b>-22</b>	<b>36</b>	<b>591</b>	<b>1,865</b>	<b>1,141</b>	<b>1,066</b>
营业利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76	其中：股本	43	385	435	474	474	474
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	未分配利润	-554	-1,432	-2,145	-3,078	-3,801	-3,877
营业外收支	0	0	0	0	0	0	少数股东权益	-1	-1	-2	-2	-2	-2
税前利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76	<b>负债股东权益合计</b>	<b>540</b>	<b>808</b>	<b>1,664</b>	<b>2,994</b>	<b>2,526</b>	<b>2,756</b>
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)							比率分析						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-245</b>	<b>-725</b>	<b>-537</b>	<b>-858</b>	<b>-739</b>	<b>-294</b>	<b>每股指标</b>						
净利润	-460	-798	-714	-934	-723	-76	每股收益	N/A	-2.062	-1.637	-2.145	-1.661	-0.174
少数股东损益	-6	-3	-2	0	0	0	每股净资产	N/A	0.094	1.357	4.283	2.622	2.448
非现金支出	31	38	40	49	66	78	每股经营现金流	N/A	-1.882	-1.234	-1.811	-1.559	-0.621
非经营收益	6	5	9	16	15	16	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
营运资金变动	178	30	128	10	-97	-312							
资本开支	-86	-125	-117	-113	-111	-141	<b>回报率</b>						
投资	-13	47	0	-60	0	0	净资产收益率	2027%	-2190%	-121%	-50%	-63.36%	-7.12%
其他	2	6	10	10	10	10	总资产收益率	-83.97%	-98.33%	-42.83%	-31.18%	-28.63%	-2.75%
投资活动现金净流	-96	-72	-107	-163	-101	-131	投入资本收益率	-546%	-222%	-64.48%	-40.52%	-45.88%	-5.12%
股权筹资	67	585	1,221	2,207	0	0	<b>增长</b>						
债权筹资	-10	176	278	-54	0	20	主营业务收入增长率	-50.85%	-10.43%	-87.56%	26080%	696%	183%
其他	74	-47	-68	-26	-25	-26	EBIT增长率	144%	64.80%	-8.60%	25.59%	-21.79%	-89.22%
筹资活动现金净流	130	714	1,431	2,127	-25	-6	净利润增长率	221%	-75.33%	10.34%	-31.03%	22.53%	89.51%
现金净流量	-211	-83	786	1,106	-865	-431	总资产增长率	10.85%	49.73%	106%	79.98%	-15.64%	9.11%

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
买入	0	0	0	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	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