

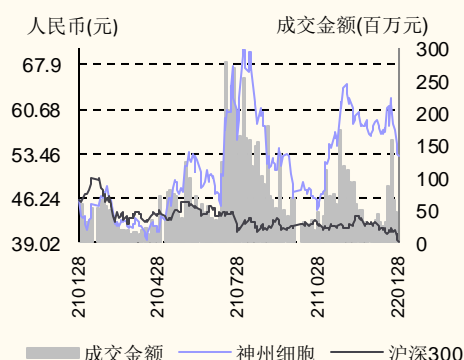
神州细胞 (688520.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 53.02 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)	230.81
年内股价最高最低(元)	70.53/39.37
沪深 300 指数	4564
上证指数	3361



相关报告

1. 《神州细胞点评-国产首个重组八因子, 新增儿童适应症获受理》, 2022.1.8
2. 《神州细胞定增点评-获批科创板首家定增, 研发国际化再添助力》, 2021.11.25
3. 《神州细胞 3 季报点评-国产独家重组八因子, 进院月余即销售过千万》, 2021.10.28
4. 《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
5. 《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

首个国产重组八因子, 首年销售过亿后劲可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2.64	0.33	130	790	2,010
营业收入增长率	-10.43%	-87.56%	39514%	508%	154%
归母净利润(百万元)	-795	-713	-876	-610	-66
归母净利润增长率	-75.33%	10.34%	-22.99%	30.41%	89.12%
摊薄每股收益(元)	-2.062	-1.637	-2.013	-1.401	-0.152
每股经营性现金流净额	-1.88	-1.23	-1.66	-1.43	-0.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2190%	-121%	n.a.	-43.92%	-5.02%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	n.a.	33.56	11.37	13.36	13.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 1 月 28 日, 公司发布公告, 公司预计 2021 年营收 1.2~1.4 亿元, 系公司自主研发的首个产品注射用重组人凝血因子 VIII (商品名: 安佳因®), 产品代号: SCT800) 于 2021 年 7 月获批上市, 并开始持续产生销售收入; 归属母公司所有者的净亏损为 8.5~8.8 亿元, 因公司在研产品的相关研发费用, 尤其是临床研究费用支持较大所致。业绩好于预期。

点评

- **重组八因子国产首家, 数月销售过亿, 儿童用药新适应症获受理, 后劲可期。**(1) **产品刚需, 商业化进程好于预期。**公司自主研发的首个注射用重组人凝血因子 VIII 产品安佳因, 于 2021 年 7 月 24 日在中国获批上市, 8 月 12 日获得国家医保代码, 8 月 30 日国家医保代码正式公布, 12 月底即累计销售 1.2~1.4 亿元。(2) **安佳因技术优势: 质量及其稳定性、产能、成本为其三大核心优势。**该产品为公司自主研发的、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。公司已建立高效稳产工程细胞株、无血清无蛋白成分的悬浮流加工工艺、以及自主研发和生产的亲和纯化抗体为核心步骤的高效率和高特异性下游纯化工艺、无白蛋白添加剂的成品制剂配方以及 4,000 升细胞培养规模的生产线。(3) **适应症拓展迅速, 后劲可期。**公司该产品用于儿童血友病 A (先天性凝血因子 VIII 缺乏症) 患者出血的控制和预防适应症的补充申请, 已于 2022 年 1 月获受理。重组八因子儿童用药市场增长快, 获批后将使安佳因销售再获提速。
- **22 亿新药研发募投计划, 获批科创板医药行业首家定增; 高生产壁垒的重组蛋白等产品陆续商业化, 盈利突破在即。**(1) 公司定增计划已获批, 重组八因子及 14 价 HPV 等重磅产品的国内与国际化临床推进, 将获提速。(2) 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 (已完成现场核查) 构成, 其近 8 年国内销售额 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

- 根据公司 2021 年报业绩预告, 我们上调盈利预测: 将公司 2021/22/23 年营收, 由 0.86/6.84/19.34 亿元, 分别上调 51%/16%/4% 至 1.3/7.9/20.1 亿元, 归母净利润由 -9.3/-7.2/-0.76 亿元, 分别上调 6%/16%/13% 至 -8.8/-6.1/-0.66 亿元。维持“买入”评级。

风险

- 研发进展以及商业化进程不达预期、定增发行失败以及限售股解禁等风险。

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	2.95	2.64	0.33	130	790	2,010
增长率		-10.4%	-87.6%	39514%	508%	154%
主营业务成本	-1	-2	0	-13	-79	-201
%销售收入	18.5%	71.0%	18.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	2	1	0	117	711	1,809
%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	-3	-3	-3
%销售收入	90.8%	108%	699%	2.5%	0.4%	0.1%
销售费用	0	0	-16	-65	-237	-462
%销售收入	0.0%	0.0%	5021%	50%	30.0%	23.0%
管理费用	-66	-307	-125	-130	-158	-201
%销售收入	2230%	11633%	38210%	100%	20.0%	10.0%
研发费用	-435	-516	-610	-780	-909	-1,206
%销售收入	14760%	19565%	185976%	600%	115%	60.0%
息税前利润 (EBIT)	-501	-825	-754	-861	-595	-63
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-6	-11	-15	-25	-25	-13
%销售收入	218%	412%	4441%	19.3%	3.1%	0.7%
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%	-1.6%	-15.1%
营业利润	-460	-798	-714	-876	-610	-66
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	-876	-610	-66
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	-876	-610	-66
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	-876	-610	-66
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	-876	-610	-66
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	26	28	22
营运资金变动	178	30	128	77	-160	-270
经营活动现金净流	-245	-725	-537	-724	-676	-237
资本开支	-86	-125	-117	-123	-201	-231
投资	-13	47	0	-363	0	0
其他	2	6	10	10	10	10
投资活动现金净流	-96	-72	-107	-476	-191	-221
股权募资	67	585	1,221	0	2,284	0
债权募资	-10	176	278	475	-433	53
其他	74	-47	-68	-36	-38	-32
筹资活动现金净流	130	714	1,431	438	1,813	22
现金净流量	-211	-83	786	-762	946	-436

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	188	1,134	698
应收款项	3	2	2	39	238	578
存货	22	44	39	107	216	330
其他流动资产	51	22	22	408	468	544
流动资产	83	233	1,013	743	2,057	2,151
%总资产	15.4%	28.8%	60.9%	50.3%	70.3%	67.8%
长期投资	15	2	0	10	10	10
固定资产	372	475	531	592	727	879
%总资产	68.9%	58.8%	31.9%	40.1%	24.8%	27.7%
无形资产	32	30	31	32	33	33
非流动资产	456	576	651	735	870	1,023
%总资产	84.6%	71.2%	39.1%	49.7%	29.7%	32.2%
资产总计	540	808	1,664	1,478	2,926	3,174
短期借款	15	35	191	493	60	93
应付款项	194	136	190	400	587	806
其他流动负债	20	34	56	62	83	124
流动负债	229	205	437	955	730	1,023
长期贷款	101	302	391	511	511	531
其他长期负债	234	266	248	300	300	300
负债	564	773	1,075	1,766	1,540	1,854
普通股股东权益	-22	36	591	-286	1,388	1,322
其中：股本	43	385	435	435	473	473
未分配利润	-554	-1,432	-2,145	-3,021	-3,631	-3,697
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	540	808	1,664	1,478	2,926	3,174

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	n.a.	-2.062	-1.637	-2.013	-1.401	-0.152
每股净资产	n.a.	0.094	1.357	-0.656	3.189	3.037
每股经营现金净流	n.a.	-1.882	-1.234	-1.663	-1.428	-0.500
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	n.a.	-2190%	-121%	n.a.	-43.92%	-5.02%
总资产收益率	-83.97%	-98.33%	-42.83%	-59.30%	-20.84%	-2.09%
投入资本收益率	-546%	-222%	-64.48%	-120%	-30.42%	-3.24%
增长率						
主营业务收入增长率	-50.85%	-10.43%	-87.56%	39514%	508%	154%
EBIT增长率	144%	64.80%	-8.60%	14.19%	-30.88%	-89.43%
净利润增长率	221%	-75.33%	10.34%	-22.99%	30.41%	89.12%
总资产增长率	10.85%	49.73%	106%	-11.17%	98.03%	8.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	382	n.a.	n.a.	90	90	90
存货周转天数	8,016	6,500	257,598	3,000	1,000	600
应付账款周转天数	32,095	17,603	768,130	9,000	2,200	1,200
固定资产周转天数	40,020	52,188	397,682	1,570	274	117
偿债能力						
净负债/股东权益	-456%	498%	-62.71%	-161%	-66.14%	-32.37%
EBIT利息保障倍数	-77.8	-76.0	-51.7	-34.3	-24.2	-4.7
资产负债率	104%	95.69%	64.63%	119%	52.64%	58.42%

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	0	1	1	3	5
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	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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

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
2	2021-08-27	买入	58.00	N/A
3	2021-10-28	买入	44.15	N/A
4	2021-11-25	买入	61.01	N/A
5	2022-01-08	买入	56.79	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。

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