



神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

PD-1 头颈鳞癌 NDA，新疫苗获批，实力再验证

事件

2023年12月2日，公司公告，其4价重组新冠疫苗Beta/Omicron(BA.1/BQ.1.1/XBB.1)变异株S三聚体蛋白疫苗SCTV01E-2，在中国获批紧急使用。此前，公司自研PD-1菲诺利单抗治疗头颈部鳞状细胞癌(HNSCC)的新药上市申请(NDA)获受理，这将是此适应症的首个国产PD-1。

点评

含XBB亚种S蛋白的新4价新冠疫苗，对目前流行毒株具有更强针对性，并对其各亚种更具广谱性。(1) SCTV01E-2是新四价重组蛋白路线的新冠疫苗，这是公司继安能2和4(重组新冠疫苗2价和4价Alpha/Beta/Delta/Omicron变异)之后的第三个重组蛋白路线的新冠疫苗获批。(2) SCTV01E-2在SCTV01E的基础上，保留了Beta和Omicron BA.1两种变异株的S三聚体蛋白抗原，将早期变异株Alpha和Delta替换成了当前主要流行变异株BQ.1.1和XBB.1的S三聚体蛋白抗原，构建了迭代新冠疫苗，以增强对当前多个主要流行毒株的针对性和对其子变异株的广谱性。前述品种都采用比传统铝佐剂更能增强Th1细胞反应的水包油的新型佐剂。(3)根据国际专业病毒研究平台Nextstrain最新数据显示，迄今(过去6个月)全球新冠病毒变种基本都来自2021年的BA.2毒株的亚种XBB毒株的各种子变种。详见文后图表。

菲诺利(PD-1)单抗针对头颈鳞癌的国产首个申请上市获受理，研发实力再获验证，空间可期。(1) 菲诺利单抗是公司自主研发的重组人源化抗PD-1 IgG4型单抗。头颈部肿瘤，主要包括口腔癌、鼻咽癌、喉癌、下咽癌和甲状腺癌，其中鳞状细胞癌占90%以上。据权威数据显示，2021年中国新确诊头颈癌(HNSCC)患者约14.8万，70%~80%头颈部恶性肿瘤患者确诊时已是局部晚期或晚期，经放化疗等传统综合治疗方案治疗后仍较易复发和转移。而免疫检查点抑制剂在头颈部鳞癌治疗中的疗效不断显现。(2)目前国内仅有默沙东的Keytruda单药于2020年12月11日获批治疗1L HNSCC；其次进度较快的还有君实生物的特瑞普利单抗联合西妥昔单抗治疗HNSCC(1b/2期数据读出)。该适应症竞争格局好，空间可观。(3)此外，根据公司2022年报显示，菲诺利单抗一线肝癌用药的三期临床，当年已完成入组；我们预计，此新适应症的报产在望。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2023/24/25年营18/28/45亿元，归母净利润分别为-2.33/5.24/14.42亿元。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): 51.76元

相关报告:

- 《神州细胞公司点评：重组八因子持续翻倍放量，单季扣非扭亏》，2023.10.29
- 《神州细胞公司点评：重组八因子翻倍放量，CD20医保谈判中》，2023.8.23
- 《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



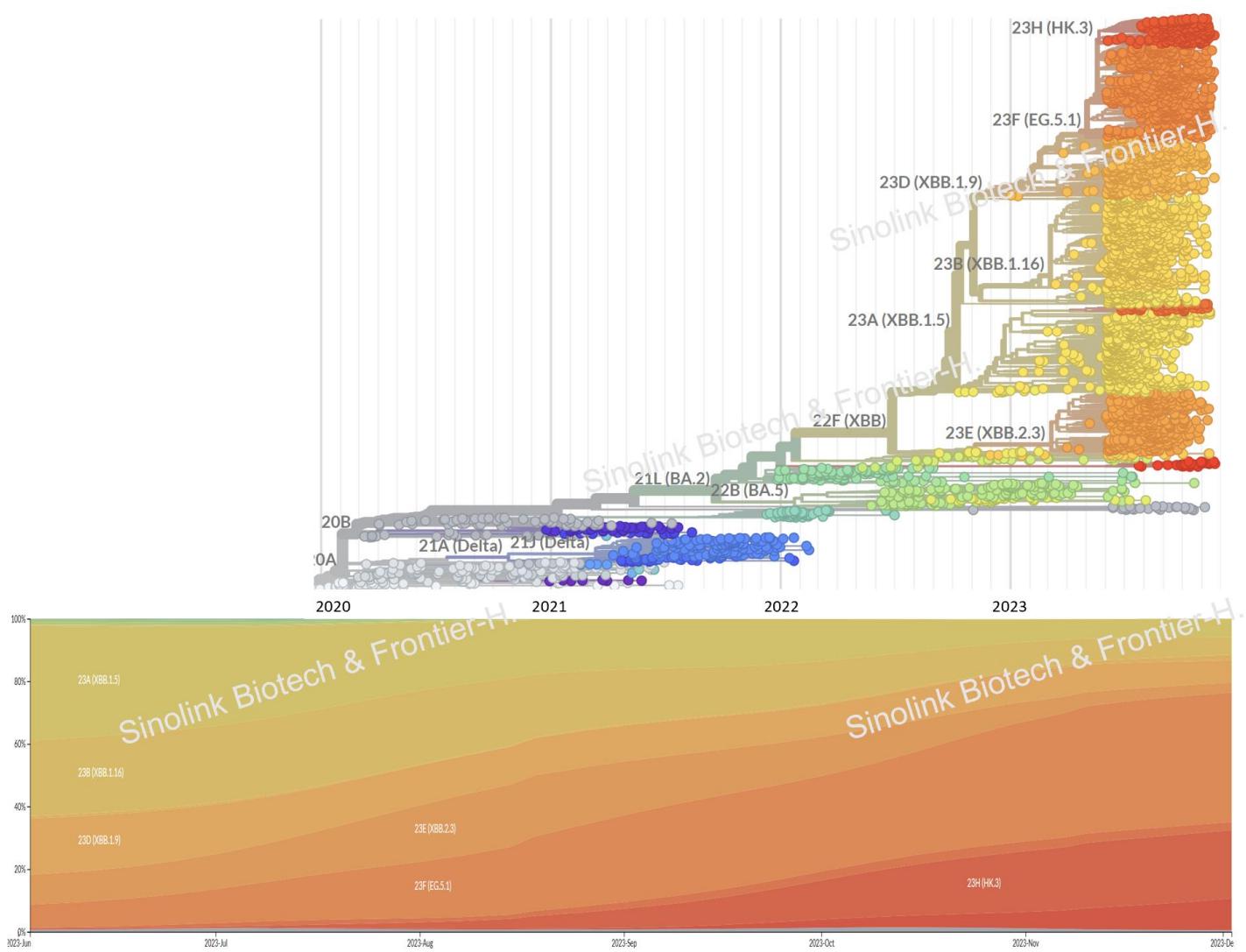
公司基本情况(人民币)

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%	77.88%	55.60%	58.90%
归母净利润(百万元)	-867	-519	-233	524	1,442
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	-0.523	1.176	3.238
每股经营性现金流净额	-1.98	-0.96	-0.42	1.26	3.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	96.37%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	39.79	14.45
P/B	-112.34	-114.04	-44.39	384.15	13.93

来源：公司年报、国金证券研究所



图表1：全球过去6个月新冠病毒亚种分布（数据截至2023年12月3日）



来源：Nextstrain, 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	n. a.	134	1,023	1,820	2,832	4,500		货币资金	950	349	972	974	1,021	1,367
增长率		n. a.	661%	77.9%	55.6%	58.9%		应收款项	2	85	278	271	421	670
主营业务成本	n. a.	-7	-34	-182	-283	-450		存货	39	90	192	673	1,047	1,664
%销售收入	n. a.	5.2%	3.3%	10.0%	10.0%	10.0%		其他流动资产	22	66	90	337	515	807
毛利	n. a.	127	989	1,638	2,549	4,050		流动资产	1,013	591	1,531	2,255	3,005	4,508
%销售收入	n. a.	94.8%	96.7%	90.0%	90.0%	90.0%		%总资产	60.9%	43.0%	56.0%	62.4%	64.2%	70.9%
营业税金及附加	-2	-4	-9	-13	-20	-31		长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	n. a.	3.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%		固定资产	531	618	890	1,173	1,445	1,579
销售费用	-16	-121	-265	-408	-510	-675		%总资产	31.9%	45.0%	32.5%	32.5%	30.9%	24.8%
%销售收入	n. a.	89.9%	25.9%	22.4%	18.0%	15.0%		无形资产	31	35	123	167	211	254
管理费用	-125	-128	-131	-255	-283	-360		非流动资产	651	783	1,205	1,357	1,673	1,848
%销售收入	n. a.	95.3%	12.9%	14.0%	10.0%	8.0%		%总资产	39.1%	57.0%	44.0%	37.6%	35.8%	29.1%
研发费用	-610	-733	-886	-892	-623	-720		资产总计	1,664	1,373	2,736	3,612	4,678	6,356
%销售收入	n. a.	545%	86.6%	49.0%	22.0%	16.0%		短期借款	191	373	916	1,939	2,159	1,772
息税前利润(EBIT)	n. a.	-858	-302	71	1,113	2,264		应付账款	190	220	287	706	990	1,519
%销售收入	n. a.	n. a.	n. a.	3.9%	39.3%	50.3%		其他流动负债	56	75	168	138	178	274
财务费用	-15	-29	-88	-151	-303	-374		流动负债	437	668	1,372	2,783	3,327	3,566
%销售收入	n. a.	21.5%	8.6%	8.3%	10.7%	8.3%		长期贷款	391	697	730	730	730	730
资产减值损失	0	-1	-3	0	0	0		其他长期负债	248	240	876	574	572	571
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0		负债	1,075	1,604	2,978	4,087	4,629	4,867
投资收益	10	10	6	6	6	6		普通股股东权益	591	-227	-237	-469	54	1,496
%税前利润	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-2.2%	1.0%	0.4%		其中：股本	435	435	445	445	445	445
营业利润	-714	-857	-358	-74	816	1,896		未分配利润	-2,145	-3,011	-3,530	-3,763	-3,240	-1,798
营业利润率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	28.8%	42.1%		少数股东权益	-2	-4	-6	-6	-6	-6
营业外收支	0	-12	-162	-200	-200	-200		负债股东权益合计	1,664	1,373	2,736	3,612	4,678	6,356
税前利润	-714	-869	-520	-274	616	1,696								
利润润率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	21.7%	37.7%								
所得税	0	0	0	41	-92	-254								
所得税率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	15.0%	15.0%								
所得税率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	15.0%	15.0%								
净利润	-714	-869	-520	-233	523	1,442								
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0								
归属于母公司的净利润	-713	-867	-519	-233	524	1,442								
净利率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	18.5%	32.0%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金净流	-714	-869	-520	-233	523	1,442	每股指标							
净利润	-714	-869	-520	-233	523	1,442	每股收益	-1.637	-1.991	-1.165	-0.523	1.176	3.238	
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0	每股净资产	1.357	-0.520	-0.531	-1.054	0.122	3.360	
非现金支出	40	53	69	86	110	134	每股经营现金净流	-1.234	-1.982	-0.961	-0.415	1.258	3.013	
非经营收益	9	24	82	296	306	299	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
营运资金变动	128	-72	-59	-333	-378	-532								
经营活动现金净流	-537	-863	-428	-185	560	1,342	回报率							
资本开支	-117	-194	-555	-438	-626	-509	净资产收益率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	96%	
投资	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	11.20%	22.68%	
其他	10	10	6	6	6	6	投入资本收益率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	2.76%	32.21%	
投资活动现金净流	-107	-184	-548	-432	-620	-503	增长率							
股权募资	1,221	0	478	0	0	0	主营业务收入增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
债权募资	278	490	575	723	647	83	EBIT增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
其他	-68	-45	546	-102	-112	-105	净利润增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
筹资活动现金净流	1,431	446	1,598	621	536	-22	总资产增长率	116%	-17.45%	99.24%	32.01%	29.51%	35.89%	
现金净流量	786	-601	622	4	476	817	资产管理能力							
							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	122.4	74.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-62.71%	-312%	-278%	-357%	3876%	76%	
							EBIT利息保障倍数	-51.7	-29.6	-3.4	0.5	3.7	6.1	
							资产负债率	64.63%	117%	109%	113%	99%	76.56%	

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	2022-11-16	买入	84.23	N/A
2	2022-12-04	买入	75.00	N/A
3	2023-03-23	买入	63.23	N/A
4	2023-04-26	买入	71.31	N/A
5	2023-06-14	买入	61.96	N/A
6	2023-07-30	买入	58.60	N/A
7	2023-08-23	买入	51.63	N/A
8	2023-10-29	买入	46.79	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。

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

电话：021-80234211

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 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究