



神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产品力持续，2023 年营收再增八成至近 19 亿元事件

2024 年 1 月 25 日，公司公告，预计 2023 年营收 18.5~19.1 亿元，同比增长 81.12%~86.98%；归母净亏损 3.8~4.1 亿元，同比减亏 21.19%~26.98%；扣非归母净亏损 5000~8000 万元，同比减亏 79.61%~87.19%。

点评

国产首个重组八因子持续发力，2023 年营收近 19 亿；新冠、14 价 HPV 等进入 3 期，研发费用阶段性增高。(1) 公司自 2021 年重组八因子首次获批至今，2021/22/23 年分别销售 1.34 亿、10 亿和近 19 亿，连续 3 年营收快速增长，产品力得到验证。(2) 随着公司产品管线的不断推进，主要包括 14 价 HPV 疫苗、新冠疫苗在内的公司部分在研产品在报告期内先后进入或完成关键性临床研究，临床研发支出较大，导致公司报告期内研发费用持续上升。(3) 公司多个在研产品先后上市，涉及的疾病预防及治疗领域逐渐多样化。为推动公司产品的商业化进程，不断提高市场占有率，市场营销团队进一步扩充，相应的人员薪酬、推广费等销售费用也持续增加。

实控人拟认购定增 9 亿元，信心夯实，资产结构优化；多管线商业化推进，后劲可期。(1) 2023 年 12 月，公司公告，实际控制人拟认购公司定增 9 亿元。此次定增，一方面是基于实控人对公司发展前景的信心和对公司业务发展的支持；另一方面，本次发行完成后，公司总资产和净资产将同时增加，资金实力将有所提升，公司将进一步降低资产负债率、改善财务状况、优化财务结构，增强公司的偿债能力，降低公司的财务风险，有助于进一步提升主营业务竞争力，促进可持续发展。(2) 在 2023 年底的国家医保谈判中，公司的 CD20 进入医保目录；PD-1 头颈鳞癌适应症，国产首家提交了上市申请；PD-1 联合贝伐 1 线治疗晚期肝癌适应症，也于 2024 年 1 月提交了上市申请；14 价 HPV 全球首家临床 3 期。公司管线正处于商业化陆续兑现中。并且，公司的全球最高价 14 价 HPV 在临床三期，未来潜在全球合作的可能性较大。而公司新获批二代 4 价新冠疫苗，亦是全球最高价新冠疫苗。公司国际化水平的研发实力在诸多已商业化或临床推进项目中可见。

盈利预测、估值与评级

我们根据公司业绩预告，上调公司 2023/24/25 年营收 3%/8%/0%至 19/31/45 亿元；根据公司预告的研发费用情况，下调归母净利润 70%/36%/33%至-3.96/3.38/9.67 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

定增发行不达预期、新药研发及商业推广不达等预期。

医药组

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：43.74 元

相关报告：

- 《神州细胞公司点评：实控人定增公司 9 亿元，资产优化，信心夯实》，2023.12.16
- 《PD-1 头颈鳞癌 NDA，新疫苗获批，实力再验证》，2023.12.3
- 《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



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	1,870	3,050	4,500
营业收入增长率	n.a.	661%	82.76%	63.10%	47.54%
归母净利润(百万元)	-867	-519	-396	338	967
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	186.37%
摊薄每股收益(元)	-1.991	-1.165	-0.890	0.758	2.172
每股经营性现金流净额	-1.98	-0.96	-0.52	1.31	3.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	382.70%	219.31%	62.62%	56.68%	61.88%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	57.67	20.14
P/B	-112.34	-114.04	-30.77	32.69	12.46

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)							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	1,870	3,050	4,500	货币资金	950	349	972	1,027	1,081	1,137
增长率	n. a.	661%	661%	82.8%	63.1%	47.5%	应收账款	2	85	278	278	454	670
主营业务成本	n. a.	-7	-34	-187	-305	-450	存货	39	90	192	692	1,128	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	346	553	807
毛利	n. a.	127	989	1,683	2,745	4,050	流动资产	1,013	591	1,531	2,343	3,216	4,278
%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%	63.3%	65.8%	69.8%
营业税金及附加	-2	-4	-9	-13	-21	-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	-419	-549	-675	%总资产	31.9%	45.0%	32.5%	31.7%	29.6%	25.8%
%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	-262	-305	-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%	36.7%	34.2%	30.2%
研发费用	-610	-733	-886	-986	-671	-720	资产总计	1,664	1,373	2,736	3,700	4,889	6,126
%销售收入	n. a.	545%	86.6%	52.7%	22.0%	16.0%	短期借款	191	373	916	2,162	1,751	1,500
息税前利润 (EBIT)	n. a.	-858	-302	3	1,199	2,264	应付款项	190	220	287	733	1,066	1,519
%销售收入	n. a.	n. a.	n. a.	0.2%	39.3%	50.3%	其他流动负债	56	75	168	140	180	249
财务费用	-15	-29	-88	-158	-289	-367	流动负债	437	668	1,372	3,035	2,997	3,269
%销售收入	n. a.	21.5%	8.6%	8.5%	9.5%	8.2%	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	4,339	4,299	4,569
投资收益	10	10	6	6	6	6	普通股股东权益	591	-227	-237	-633	596	1,563
%税前利润	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	1.5%	0.5%	其中：股本	435	435	445	445	468	468
营业利润	-714	-857	-358	-149	916	1,903	未分配利润	-2,145	-3,011	-3,530	-3,927	-3,589	-2,622
%营业收入	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	30.0%	42.3%	少数股东权益	-2	-4	-6	-6	-6	-6
营业外收支	0	-12	-162	-318	-519	-765	负债股东权益合计	1,664	1,373	2,736	3,700	4,889	6,126
税前利润	-714	-869	-520	-467	397	1,138							
利润率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	13.0%	25.3%							
所得税	0	0	0	70	-60	-171							
所得税率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	15.0%	15.0%							
净利润	-714	-869	-520	-397	338	967							
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	-396	338	967							
净利率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	11.1%	21.5%							
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
净利润	-714	-869	-520	-397	338	967	每股指标						
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0	每股收益	-1.637	-1.991	-1.165	-0.890	0.758	2.172
非现金支出	40	53	69	86	110	134	每股净资产	1.357	-0.520	-0.531	-1.421	1.338	3.510
非经营收益	9	24	82	421	611	855	每股经营现金净流	-1.234	-1.982	-0.961	-0.516	1.310	3.147
营运资金变动	128	-72	-59	-339	-445	-484	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	-537	-863	-428	-230	613	1,471	回报率						
资本开支	-117	-194	-555	-556	-944	-1,074	净资产收益率	n. a.	383%	219%	62.62%	56.68%	61.88%
投资	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	n. a.	-63.13%	-18.97%	-10.71%	6.91%	15.79%
其他	10	10	6	6	6	6	投入资本收益率	n. a.	-102%	-21.51%	0.13%	33.19%	50.81%
投资活动现金净流	-107	-184	-548	-550	-938	-1,068	增长率						
股权募资	1,221	0	478	0	891	0	主营业务收入增长率	n. a.	n. a.	661%	82.76%	63.10%	47.54%
债权募资	278	490	575	946	239	-189	EBIT增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	88.83%
其他	-68	-45	546	-109	-98	-96	净利润增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	186%
筹资活动现金净流	1,431	446	1,598	837	1,032	-285	总资产增长率	116%	-17.45%	99.24%	35.23%	32.13%	25.31%
现金净流量	786	-601	622	58	706	118	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	143.9	113.7	74.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-62.71%	-312%	-278%	-292%	237%	70%
							EBIT利息保障倍数	-51.7	-29.6	-3.4	0.0	4.1	6.2
							资产负债率	64.63%	117%	109%	117%	88%	74.59%

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	2023-03-23	买入	63.23	N/A
2	2023-04-26	买入	71.31	N/A
3	2023-06-14	买入	61.96	N/A
4	2023-07-30	买入	58.60	N/A
5	2023-08-23	买入	51.63	N/A
6	2023-10-29	买入	46.79	N/A
7	2023-12-03	买入	51.76	N/A
8	2023-12-16	买入	52.20	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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