

神州细胞 (688520.SH) 重组八因子持续快速放量，助推公司实现扭亏为盈

2024年04月26日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

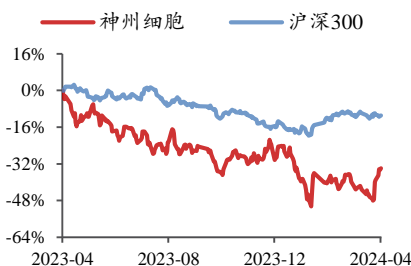
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/4/25
当前股价(元)	47.06
一年最高最低(元)	73.80/34.34
总市值(亿元)	209.57
流通市值(亿元)	208.60
总股本(亿股)	4.45
流通股本(亿股)	4.43
近3个月换手率(%)	27.1

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司拟定增实控人不超过9亿元，进一步提升公司竞争力——公司信息更新报告》-2023.12.19

《重组VIII因子龙头，快速发展的生物制品企业——公司首次覆盖报告》-2023.9.3

● 公司2023年业绩快速增长，2024年一季度首度实现盈利

2023年公司实现营收18.87亿元，同比增长84.46%；归母净亏损3.96亿元，亏损同比减少23.70%；扣非后归母净亏损0.64亿元，亏损同比减少83.91%。公司2024年一季度实现营收6.13亿元，同比增长86.3%，归母净利润0.74亿元，扣非归母净利润1.57亿，实现由亏转盈。公司核心产品重组八因子（安佳因）2023年销售收入持续快速增长，基本符合预期。鉴于公司在研发及销售端持续保持投入，我们下调2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为3.42/7.19/9.57亿元（原预计4.14/10.30亿元），EPS为0.77/1.62/2.15元，当前股价对应PE为56.5/26.9/20.2倍，公司商业化产品矩阵初具规模，后续增长点较多，维持“买入”评级。

● 重组VIII因子国内持续快速放量，海外布局进展顺利

公司重组人凝血因子VIII产品（安佳因）2023年销售额约17.8亿元，同比增长77%，产品毛利率97.42%，同比增长0.53pp。公司依托具有较强竞争力的产能和成本优势，积极应对竞争加剧及各省市集采的挑战，确保安佳因在各重点省份的集采中标，实现了产品销量持续快速增长，市场占有率稳步提升。报告期内，安佳因已分别向巴基斯坦、巴西、印度尼西亚、印度等多国提交药品注册申请，预计2025年安佳因于海外上市后，将为公司带来业绩增量。

● 商业化产品矩阵初具规模，临床管线快速推进

公司首个抗体药物瑞帕妥单抗于2023年12月顺利进入医保，为2024年产品进入更多医院和打开销售空间奠定了基础；阿达木单抗生物类似药和贝伐珠单抗生物类似药于2023年6月先后获批上市，未来将逐步贡献销售收入。此外，PD-1单抗菲诺利单抗注射液申报头颈鳞癌以及联合贝伐珠单抗一线治疗肝癌细胞癌获NMPA受理。公司2023年研发费用11.48亿元，同比增长29.59%，其中约3.7亿元投入新冠疫苗，预计2024年研发费用同比将有所下降。

● **风险提示：**产品销售不及预期；竞争格局恶化；新品上市不及预期；产品出海不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,023	1,887	2,876	3,742	4,493
YOY(%)	661.3	84.5	52.4	30.1	20.1
归母净利润(百万元)	-519	-396	342	719	957
YOY(%)	40.1	23.7	186.5	110.0	33.0
毛利率(%)	96.7	97.1	96.2	96.1	96.0
净利率(%)	-50.7	-21.0	11.9	19.2	21.3
ROE(%)	214.7	65.5	-139.7	153.4	67.2
EPS(摊薄/元)	-1.17	-0.89	0.77	1.62	2.15
P/E(倍)	-37.3	-48.8	56.5	26.9	20.2
P/B(倍)	-81.7	-32.3	-75.3	41.8	13.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1531	1060	1221	1251	1791
现金	972	293	447	582	698
应收票据及应收账款	269	448	0	0	0
其他应收款	9	11	20	20	28
预付账款	70	95	157	171	223
存货	192	203	588	468	832
其他流动资产	19	10	10	10	10
非流动资产	1205	1658	2350	2824	3148
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	719	1025	1594	1975	2231
无形资产	122	188	213	242	278
其他非流动资产	364	445	543	607	639
资产总计	2736	2719	3571	4075	4939
流动负债	1372	2026	2368	2180	2253
短期借款	508	1008	1618	1408	1250
应付票据及应付账款	189	116	0	0	0
其他流动负债	675	903	750	772	1003
非流动负债	1606	1298	1455	1421	1244
长期借款	730	1017	1180	1146	969
其他非流动负债	876	280	275	275	275
负债合计	2978	3324	3823	3601	3498
少数股东权益	-6	-6	4	11	21
股本	445	445	445	445	445
资本公积	2848	2882	2882	2882	2882
留存收益	-3530	-3926	-3573	-2847	-1880
归属母公司股东权益	-237	-599	-257	462	1419
负债和股东权益	2736	2719	3571	4075	4939

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-428	-383	702	1097	1094
净利润	-520	-397	353	726	967
折旧摊销	57	100	132	183	227
财务费用	88	108	150	133	142
投资损失	-6	-2	-7	-6	-6
营运资金变动	-66	-260	20	54	-248
其他经营现金流	20	67	55	7	10
投资活动现金流	-548	-503	-816	-651	-546
资本支出	555	505	823	657	552
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	6	3	7	6	5
筹资活动现金流	1598	209	-343	-101	-274
短期借款	227	500	610	-210	-158
长期借款	33	287	163	-34	-177
普通股增加	10	0	0	0	0
资本公积增加	499	33	0	0	0
其他筹资现金流	829	-612	-1116	143	61
现金净增加额	622	-678	-457	345	275

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1023	1887	2876	3742	4493
营业成本	34	55	109	146	180
营业税金及附加	9	13	23	28	34
营业费用	265	436	661	861	1033
管理费用	131	150	227	292	346
研发费用	886	1148	949	1123	1303
财务费用	88	108	150	133	142
资产减值损失	0	-42	0	0	0
其他收益	29	70	41	40	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	2	7	6	6
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	-358	6	750	1200	1495
营业外收入	8	1	3	6	5
营业外支出	170	404	400	400	400
利润总额	-520	-397	353	807	1099
所得税	0	0	0	81	132
净利润	-520	-397	353	726	967
少数股东损益	-1	-1	11	7	10
归属母公司净利润	-519	-396	342	719	957
EBITDA	-413	-177	589	1105	1423
EPS(元)	-1.17	-0.89	0.77	1.62	2.15

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	661.3	84.5	52.4	30.1	20.1
营业利润(%)	58.3	101.8	11682.9	60.0	24.5
归属于母公司净利润(%)	40.1	23.7	186.5	110.0	33.0
获利能力					
毛利率(%)	96.7	97.1	96.2	96.1	96.0
净利率(%)	-50.7	-21.0	11.9	19.2	21.3
ROE(%)	214.7	65.5	-139.7	153.4	67.2
ROIC(%)	-20.7	-12.2	15.1	23.2	24.8
偿债能力					
资产负债率(%)	108.9	122.3	107.1	88.4	70.8
净负债比率(%)	-636.6	-426.4	-1126.2	535.3	147.7
流动比率	1.1	0.5	0.5	0.6	0.8
速动比率	0.9	0.4	0.2	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.0	6.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.2	0.4	1.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.17	-0.89	0.77	1.62	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.96	-0.86	1.58	2.46	2.46
每股净资产(最新摊薄)	-0.53	-1.35	-0.58	1.04	3.19
估值比率					
P/E	-37.3	-48.8	56.5	26.9	20.2
P/B	-81.7	-32.3	-75.3	41.8	13.6
EV/EBITDA	-50.5	-123.7	37.6	19.8	15.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn