

神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

24年一季报点评: 重组 VIII 因子持续高增长, 全年业绩有望持续释放

当前价格: 47.06 元
目标价格: 62.84 元

投资要点:

24年一季报营业收入 6.13 亿元, 重组八因子放量超预期

24年 Q1 收入 6.13 亿元, 同比增长 86.3%, 归母净利润 7420 万元, 同比增长 148.49%, 扣非归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 368.26%。24 年第一季度首次实现由亏转盈, 全年有望业绩利润持续高增长。

2022 年国内血友病 A 预计就诊渗透率仍不足 20%, 且患者人均用药水平仅 5-6 万 IU, 尚未达到国际预防治疗最低标准, 仍有很大的改善空间。安佳因在 2023 年京津冀药品带量采购中降价 22%, 目前约 2 元/IU, 我们认为在国内市场降价利于更多患者有能力治疗, 预计安佳因将保持快速放量, 持续提升市场份额。公司安佳因出海有很大的产能和成本优势, 预计 2025 年安佳因开始境外上市后, 海外占领市场份额的确定性较强, 带来业绩增量。

销售费用快速提升, 24 年产品矩阵有望贡献业绩增量

24Q1 销售费用 1.25 亿元, 同比+73.42%。单抗产品 CD20 抗体+阿达木单抗+贝伐珠单抗生物类似药获批进入医保首年, 销售费用快速提升。3 款单抗产品各具特点, 潜在空间仍有待挖掘。随着销售团队逐步壮大, 产品矩阵将为公司贡献新的业绩增量。

研发费用增速放缓, 多个具备竞争力的在研管线推进临床

研发投入 2.44 亿元, 同比-9.45%, 增速有所放缓。由于 2023 年越 3.7 亿元投入新冠疫苗研发, 我们预计 24 年全年研发费用同比 23 年会有所下降。截至 23 年底公司研发人员 855 人, 占公司总人数的比例 36.65%。主要在研管线包括 14 价 HPV 疫苗 (两个月完成了 1.8 万受试者入组)、同类最佳的 IL-17A 单抗国内 II 期临床、CD38 单抗获批临床、CD20/CD3 双抗获批临床等。

盈利预测与投资建议

我们预计 24-26 年公司营收 28.0/38.0/46.5 亿元, 增速为 48%/36%/22%; 由于研发投入超预期, 将 24-26 年公司净利润由 4.1/7.9/11.7 亿元调整为 3.1/6.9/10.5 亿元, 增速为 177%/124%/54%。给予公司 2024 年 10 倍 PS, 合理市值为 280 亿, 对应目标价格为 62.84 元, 维持“买入”评级。

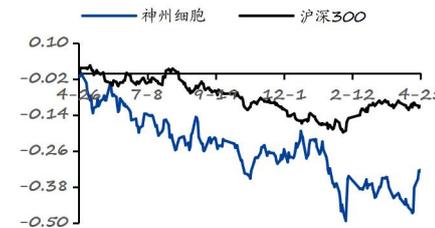
风险提示

产品国内销售不及预期的风险; 安佳因出海不及预期; 产品研发不及预期; 市场竞争加剧导致利润水平不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	445.34/443.27
流通 A 股市值(百万元)	20,860.13
每股净资产(元)	-1.16
资产负债率(%)	118.47
一年内最高/最低价(元)	70.80/34.34

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、23 年报&24 年一季报业绩预告点评: 营收端持续高增长, 实现扭亏为盈拐点已至——2024.04.18
- 2、高质量与低成本双驱的生物药产业化平台——2024.04.11

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,023	1,887	2,798	3,798	4,645
增长率	661%	84%	48%	36%	22%
净利润 (百万元)	-519	-396	305	685	1,051
增长率	40%	24%	177%	124%	54%
EPS (元/股)	-1.17	-0.89	0.69	1.54	2.36
市盈率 (P/E)	-40.4	-52.9	68.7	30.6	19.9
市净率 (P/B)	-88.6	-35.0	-71.2	17.8	10.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	293	595	1,338	1,144
应收票据及账款	448	261	279	244
预付账款	95	113	121	128
存货	203	227	277	335
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	21	28	38	47
流动资产合计	1,060	1,229	2,059	1,903
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,025	1,272	1,595	2,035
在建工程	224	324	424	174
无形资产	84	136	202	282
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	324	400	478	578
非流动资产合计	1,658	2,133	2,700	3,069
资产合计	2,719	3,361	4,759	4,973
短期借款	1,008	0	0	0
应付票据及账款	116	115	105	95
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4	8	8	9
其他应付款	131	131	131	131
其他流动负债	767	1,738	2,070	1,687
流动负债合计	2,026	1,994	2,315	1,923
长期借款	1,017	1,417	1,017	717
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	280	250	254	262
非流动负债合计	1,298	1,668	1,271	979
负债合计	3,324	3,661	3,587	2,902
归属母公司所有者权益	-599	-294	1,177	2,073
少数股东权益	-6	-6	-5	-3
所有者权益合计	-606	-300	1,172	2,070
负债和股东权益	2,719	3,361	4,759	4,973

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-383	674	832	1,266
现金收益	-188	539	923	1,314
存货影响	-11	-25	-50	-58
经营性应收影响	-162	199	20	77
经营性应付影响	-40	-1	-10	-10
其他影响	19	-35	-50	-58
投资活动现金流	-503	-596	-732	-583
资本支出	-509	-525	-658	-488
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	6	-71	-74	-95
融资活动现金流	209	223	644	-877
借款增加	1,025	360	-77	-687
股利及利息支付	-117	-201	-228	-242
股东融资	0	0	895	0
其他影响	-699	64	54	52

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,887	2,798	3,798	4,645
营业成本	55	108	165	250
税金及附加	13	15	17	16
销售费用	436	654	850	1,021
管理费用	150	154	160	165
研发费用	1,148	1,033	1,240	1,389
财务费用	108	107	69	42
信用减值损失	-1	-3	-2	-1
资产减值损失	-42	-30	-45	-50
公允价值变动收益	0	0	0	1
投资收益	2	4	4	4
其他收益	70	45	70	90
营业利润	6	753	1,343	1,827
营业外收入	1	16	19	23
营业外支出	404	463	555	611
利润总额	-397	306	807	1,239
所得税	0	0	121	186
净利润	-397	306	686	1,053
少数股东损益	-1	1	1	2
归属母公司净利润	-396	305	685	1,051
EPS (按最新股本摊薄)	-0.89	0.69	1.54	2.36

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	84.5%	48.3%	35.7%	22.3%
EBIT 增长率	-33.2%	-243.1%	112.0%	46.3%
归母公司净利润增长率	-23.7%	-177.1%	124.4%	53.5%
获利能力				
毛利率	97.1%	96.1%	95.7%	94.6%
净利率	-21.0%	10.9%	18.0%	22.6%
ROE	65.4%	-101.7%	58.4%	50.8%
ROIC	5.5%	31.6%	34.5%	43.9%
偿债能力				
资产负债率	122.3%	108.9%	75.4%	58.4%
流动比率	0.5	0.6	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	60	40	24	19
存货周转天数	1,302	715	550	442
每股指标 (元)				
每股收益	-0.89	0.69	1.54	2.36
每股经营现金流	-0.86	1.51	1.87	2.84
每股净资产	-1.35	-0.66	2.64	4.66
估值比率				
P/E	-53	69	31	20
P/B	-35	-71	18	10
EV/EBITDA	-6	2	1	1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn