

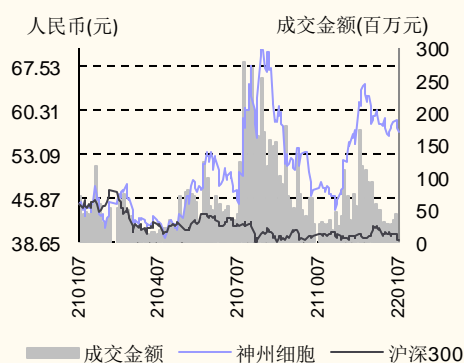
神州细胞 (688520.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 56.79 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) | 247.23 |
| 年内股价最高最低(元) | 70.53/39.37 |
| 沪深 300 指数 | 4822 |
| 上证指数 | 3580 |



相关报告

- 1.《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
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

国产首个重组八因子，新增儿童适应症获受理

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 | 86 | 684 | 1,934 |
| 营业收入增长率 | -10.43% | -87.56% | 26080% | 696% | 183% |
| 归母净利润(百万元) | -795 | -713 | -934 | -723 | -76 |
| 归母净利润增长率 | -75.33% | 10.34% | -31.03% | 22.54% | 89.51% |
| 摊薄每股收益(元) | -2.062 | -1.637 | -2.145 | -1.661 | -0.174 |
| 每股经营性现金流净额 | -1.88 | -1.23 | -1.96 | -1.54 | -0.60 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | -2190% | -121% | n.a. | -59.38% | -6.64% |
| P/E | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| P/B | n.a. | 33.56 | 11.37 | 14.31 | 14.70 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 1 月 7 日，公司发布公告，公司产品注射用重组人凝血因子 VIII (商品名: 安佳因®，产品代号: SCT800) 拟新增儿童适应症的补充申请已获得国家药监局受理; 之后尚需经过审评审批等多个环节，该项补充申请批件的取得时间和结果均具有不确定性。

点评

- **重组八因子国产首家，上市 5 个月，儿童用药新适应症即获受理，商业化进程再加速，实力印证。** (1) 本次用于成人和儿童血友病 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，主要是基于一项多中心、开放、非对照，评估重组人凝血因子 VIII (SCT800) 在既往接受过凝血因子 VIII 治疗的重型甲型血友病儿童患者 (<12 岁) 中预防性治疗的有效性、安全性和药代动力学的 III 期临床试验的结果。该项临床试验结果符合预期，止血效果好，未出现非预期的安全性问题，与进口重组凝血因子 VIII 国外临床研究文献报道的疗效和安全性结果相似。(2) 根据国家药监局网站显示，目前国内已上市 6 款进口重组凝血因子 VIII 产品，分别为拜耳的拜科奇®和科跃奇®、百特的百因止®、辉瑞的任捷®、诺和诺德的诺易®、韩国绿十字的绿茵芷®，前述 5 款已经取得儿童适应症的上市许可。(3) 质量及其稳定性、产能、成本，为安佳因三大核心优势。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。
- **22 亿新药研发募投计划，获批科创板首家定增；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

- 我们维持盈利预测，预计公司 2021/22/23 年营收 0.86/6.84/19.34 亿元，归母净利润 -9.34、-7.23、-0.76 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) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 2.95 | 2.64 | 0.33 | 86 | 684 | 1,934 | 货币资金 | 7 | 164 | 950 | 192 | 1,259 | 742 |
| 增长率 | | -10.4% | -87.6% | 26080% | 696% | 183% | 应收款项 | 3 | 2 | 2 | 52 | 225 | 609 |
| 主营业务成本 | -1 | -2 | 0 | -9 | -68 | -193 | 存货 | 22 | 44 | 39 | 71 | 187 | 318 |
| %销售收入 | 18.5% | 71.0% | 18.1% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 其他流动资产 | 51 | 22 | 22 | 90 | 152 | 235 |
| 毛利 | 2 | 1 | 0 | 77 | 615 | 1,740 | 流动资产 | 83 | 233 | 1,013 | 404 | 1,824 | 1,904 |
| %销售收入 | 81.5% | 29.0% | 81.9% | 90.0% | 90.0% | 90.0% | %总资产 | 15.4% | 28.8% | 60.9% | 35.5% | 67.7% | 65.0% |
| 营业税金及附加 | -3 | -3 | -2 | -2 | -2 | -3 | 长期投资 | 15 | 2 | 0 | 10 | 10 | 10 |
| %销售收入 | 90.8% | 108% | 699% | 2.5% | 0.4% | 0.1% | 固定资产 | 372 | 475 | 531 | 592 | 727 | 879 |
| 销售费用 | 0 | 0 | -16 | -129 | -205 | -445 | %总资产 | 68.9% | 58.8% | 31.9% | 52.0% | 27.0% | 30.0% |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 5021% | 150% | 30.0% | 23.0% | 无形资产 | 32 | 30 | 31 | 32 | 33 | 33 |
| 管理费用 | -66 | -307 | -125 | -137 | -191 | -251 | 非流动资产 | 456 | 576 | 651 | 735 | 870 | 1,023 |
| %销售收入 | 2230% | 11633% | 38210% | 160% | 28.0% | 13.0% | %总资产 | 84.6% | 71.2% | 39.1% | 64.5% | 32.3% | 35.0% |
| 研发费用 | -435 | -516 | -610 | -730 | -929 | -1,116 | 资产总计 | 540 | 808 | 1,664 | 1,139 | 2,693 | 2,927 |
| %销售收入 | 14760% | 19565% | 185976% | 850% | 136% | 57.7% | 短期借款 | 15 | 35 | 191 | 321 | 60 | 60 |
| 息税前利润 (EBIT) | -501 | -825 | -754 | -921 | -713 | -75 | 应付款项 | 194 | 136 | 190 | 292 | 524 | 776 |
| %销售收入 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 其他流动负债 | 20 | 34 | 56 | 60 | 84 | 120 |
| 财务费用 | -6 | -11 | -15 | -22 | -20 | -11 | 流动负债 | 229 | 205 | 437 | 674 | 667 | 957 |
| %销售收入 | 218% | 412% | 4441% | 25.9% | 3.0% | 0.6% | 长期贷款 | 101 | 302 | 391 | 511 | 511 | 531 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 234 | 266 | 248 | 300 | 300 | 300 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 564 | 773 | 1,075 | 1,484 | 1,478 | 1,787 |
| 投资收益 | 2 | 6 | 10 | 10 | 10 | 10 | 普通股股东权益 | -22 | 36 | 591 | -343 | 1,218 | 1,142 |
| %税前利润 | -0.4% | -0.8% | -1.4% | -1.1% | -1.4% | -13.2% | 其中：股本 | 43 | 385 | 435 | 435 | 473 | 473 |
| 营业利润 | -460 | -798 | -714 | -934 | -723 | -76 | 未分配利润 | -554 | -1,432 | -2,145 | -3,078 | -3,801 | -3,877 |
| 营业利润率 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 少数股东权益 | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 540 | 808 | 1,664 | 1,139 | 2,693 | 2,927 |
| 税前利润 | -460 | -798 | -714 | -934 | -723 | -76 | | | | | | | |
| 利润率 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税率 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | -460 | -798 | -714 | -934 | -723 | -76 | 每股收益 | n.a. | -2.062 | -1.637 | -2.145 | -1.661 | -0.174 |
| 少数股东损益 | -6 | -3 | -2 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | n.a. | 0.094 | 1.357 | -0.787 | 2.797 | 2.623 |
| 归属于母公司的净利润 | -453 | -795 | -713 | -934 | -723 | -76 | 每股经营现金净流 | n.a. | -1.882 | -1.234 | -1.963 | -1.540 | -0.603 |
| 净利率 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 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. | -59.38% | -6.64% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | -83.97% | -98.33% | -42.83% | -81.97% | -26.85% | -2.59% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | -546% | -222% | -64.48% | -189% | -39.91% | -4.31% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | -50.85% | -10.43% | -87.56% | 26080% | 696% | 183% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 144% | 64.80% | -8.60% | 22.17% | -22.65% | -89.53% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 221% | -75.33% | 10.34% | -31.03% | 22.54% | 89.51% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 10.85% | 49.73% | 106% | -31.53% | 136.46% | 8.67% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 382 | n.a. | n.a. | 200 | 100 | 100 |
| | | | | | | | 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 | 2,376 | 317 | 122 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -456% | 498% | -62.71% | -171% | -60.79% | -17.65% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -77.8 | -76.0 | -51.7 | -41.5 | -34.9 | -6.7 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 104% | 95.69% | 64.63% | 130% | 54.87% | 61.06% |

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 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 2 | 4 |
| 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 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

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 | 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 |

来源：国金证券研究所

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



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