

2023年05月01日  
神州细胞-U (688520.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

## 重组八因子销售快速增长, 创新驱动长期发展

**事件:** 公司发布 2022 年年报, 收入快速增长。2022 年全年, 公司实现营业收入 10.23 亿元, 同比增长 661.33%; 归母净利润-5.19 亿元; 扣非归母净利润-3.96 亿元。公司营业收入大幅增长主要系首个产品安佳因®依托产能和成本优势达成 10 亿量级销售额; 同时公司首个抗体药物安平希®于 2022 年 8 月获批, 四季度开始贡献收入。2022 年公司期间费用为 13.70 亿元, 同比增长 35.62%, 其中: 销售费用为 2.65 亿元, 同比增长 119.24%, 主要系安平希®上市后的营销团队的人员薪酬、推广费等同步增加; 管理费用为 1.31 亿元, 同比增长 2.71%; 研发费用为 8.86 亿元, 同比增长 20.93%, 主要系以新冠疫苗为主的多款产品在境内外开展临床研究的支出较大; 财务费用为 0.88 亿元, 同比增长 204.02%, 主要系报告期内融资总额增加所致。

**事件:** 公司发布 2023 一季报, 收入延续增长态势。2023 年一季度, 公司实现营业收入 3.29 亿元, 同比增长 111.02%, 主要系安佳因®销售大幅增长所致; 归母净利润-1.53 亿元; 扣非归母净利润-0.59 亿元。成本及费用方面, 2023Q1 公司毛利率为 96.82%, 同比增长 0.77pct; 期间费用为 3.75 亿元, 同比增长 43.32%, 其中: 销售费用为 0.72 亿元, 同比增长 110.62%, 与营收增速基本持平; 管理费用为 0.29 亿元, 同比下降 3.26%; 研发费用为 2.48 亿元, 同比增长 34.33%; 财务费用为 0.26 亿元, 同比增长 103.88%。

**重组八因子上市后快速放量, 出海布局持续推进。**据米内网, 2013 至 2022 年重组八因子在样本医院的销售额呈现持续增长的态势, 神州细胞的产品安佳因®上市后快速放量, 2021Q4 至 2022Q4 的样本医院季度销售额占比逐季提升, 2022 年作为首个完整销售年度即实现了超 10 亿的销售收入。目前我国甲型血友病患者需求缺口仍然较大, 随着各企业相关产品供应量的增长及社会支付能力的提升, 预计未来几年八因子的市场规模将保持较快增长。同时, 2023 年 1 月底安佳因®新增 12 岁以下儿童适应症的补充上市申请获得批准, 或进一步提高公司市场竞争力和市场占有率。此外, 根据公司投资者关系记录, 公司持续推进该产品的国际化, 截至 2023 年 3 月已与印度、土耳其、印尼、斯里兰卡、巴西、巴基斯坦、沙特、阿尔及利亚、泰国、越南、菲律宾和哥伦比亚等区域合作伙伴签约, 利用合作方在当地的临床、注册和销售经验, 推动安佳因®尽快在当地商业化, 预计自 2025 年开始可以在境外市场陆续上市。

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6 个月目标价

84.46 元

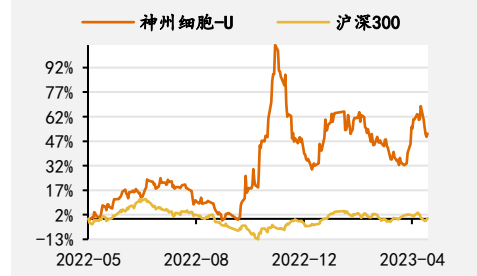
股价 (2023-04-28)

69.50 元

交易数据

总市值(百万元)	30,950.83
流通市值(百万元)	6,905.45
总股本(百万股)	445.34
流通股本(百万股)	99.36
12 个月价格区间	43.96/94.27 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.1	-4.0	55.3
绝对收益	11.8	-7.7	58.1

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

■ **瑞帕妥单抗与新冠疫苗陆续获批上市，有望贡献收入增量。**2022年8月公司首个抗体药物瑞帕妥单抗注射液（安平希®）获批上市，临床研究数据显示，安平希®不仅具有与利妥昔单抗同等的疗效，且可显著降低间质性肺病和肺部炎症不良反应率，具有显著安全性优势。根据投资者关系记录，公司将积极参与2023年下半年的国谈，如能顺利进入医保，则该产品自2024年开始有望放量销售。此外，公司产品SCTV01C、SCTV01E分别于2022年12月以及2023年3月被纳入紧急使用。III期安全性和免疫原性研究期中分析显示，SCTV01C和SCTV01E针对BA.1和BA.5均能诱导出较高的中和抗体滴度，对比辉瑞mRNA疫苗分别达到了非劣和优效，展示出了SCTV01E和SCTV01C突出的广谱交叉保护优势和对未来可能出现的新变异株的高效防感染潜力。根据投资者关系记录，截至4月北京市各区和外地部分接种点已经开始接种安诺能®4（SCTV01E），未来将陆续在全国各地铺开，有望为公司贡献一定的收入增量。

■ **在研项目进展顺利，助力公司长期发展。**公司自成立以来一直坚持自主研发的长线创新战略，2022年公司研发投入9.73亿元，同比增长32.86%，研发人员达785人，同比增长18.22%。临床在研产品方面，安诺能®4在纳入紧急使用的同时还在国内积极开展III期临床疫苗保护效力和安全性研究（已于2023年1月完成入组）以及3-18岁人群的II期临床免疫原性桥接研究，以期最终获得附条件上市批准；两个生物类似药SCT630（阿达木单抗）和SCT510（贝伐珠单抗）正处在上市审评阶段，有望于2023年内获批上市；14价HPV疫苗SCT1000正在与国家药监局沟通III期临床研究方案，待确定后将尽快启动III期临床研究，并计划在2023年内完成入组；此外，PD-1单抗的两个适应症（肝癌一线及头颈癌一线治疗）均已完成入组，正在随访阶段，预计2023年内申报上市。随着一系列在研产品梯队实现商业化，公司收入有望持续增长。

■ **投资建议：**暂不考虑新冠疫苗预期，我们预计公司2023年-2025年的收入分别为18.81亿元、27.68亿元、42.93亿元，净利润分别为0.41亿元、3.93亿元、10.96亿元，对应EPS分别为0.09元、0.88元、2.46元，对应PS分别为16.5倍、11.2倍、7.2倍；首次给予买入-A的投资评级，综合考虑公司在研管线前景及所处发展阶段，6个月目标价为84.46元，对应2023年20倍的动态PS。

■ **风险提示：**产品市场推广及销售不及预期、新产品研发进度不及预期、相关产品或其适应症未能纳入医保目录的风险、相关产品医保谈判价格降幅超预期或未能以价换量的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	134.4	1,023.2	1,880.6	2,768.1	4,292.8
净利润	-866.9	-519.0	40.7	393.3	1,095.6
每股收益(元)	-1.95	-1.17	0.09	0.88	2.46
每股净资产(元)	-0.51	-0.53	-0.44	0.44	2.90

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	-35.7	-59.6	759.9	78.7	28.2
市净率(倍)	-136.6	-130.8	-158.0	156.8	23.9
净利润率	-645.0%	-50.7%	2.2%	14.2%	25.5%
净资产收益率	382.7%	219.3%	-20.8%	199.3%	84.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-633.7%	-75.0%	94.3%	72.7%	113.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034