

# 重组 VIII 因子销售强劲， 期待全年业绩进一步增长

## 核心观点

4月25日，公司发布2022年度报告及2023年第一季度报告。2022全年及2023Q1公司收入实现大幅增长，利润端亏损同比减少，主要由于公司重组人凝血因子销售保持强劲增长，在首个完整销售年度成为销售额10亿量级的重磅产品。我们持续看好重组VIII因子未来进一步放量，带动公司业绩增长。公司CD20单抗获批上市，2价及4价新冠疫苗获批紧急使用，证明其优秀的研发能力；在研管线持续推进，为未来增长提供坚实基础。

## 事件

### 公司发布2022年报及2023年一季报，业绩符合预期

4月25日，公司发布2022年度报告及2023年第一季度报告。2022年公司实现：1)营业收入10.23亿元，同比增长661.33%；2)归母净利润-5.19亿元，亏损同比缩小40.13%；3)扣非归母净利润-3.96亿元，亏损同比缩小55.35%；4)基本每股收益-1.19元。业绩符合此前预期。

2023年第一季度公司实现：1)营业收入3.29亿元，同比增长111.02%；2)归母净利润-1.53亿元，较去年同期增亏0.10亿元；3)扣非归母净利润-0.59亿元，较去年同期减亏0.55亿元；3)基本每股收益-0.34元。业绩符合此前预期。

公司2022年度拟不派发现金红利，不以资本公积转增股本，不送红股。

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	134.39	1,023.18	1,864.10	2,809.77	3,748.95
YoY(%)	40,852.81	661.33	82.19	50.73	33.43
净利润(百万元)	-866.85	-519.00	44.47	351.79	640.27
YoY(%)	-21.66	40.13	108.57	691.06	82.00
毛利率(%)	94.76	96.69	95.30	94.58	94.24
净利率(%)	-645.01	-50.72	2.39	12.52	17.08
ROE(%)	382.70	219.31	-23.14	220.41	80.05
EPS(摊薄/元)	-1.95	-1.17	0.10	0.79	1.44
P/E(倍)	-32.44	-54.19	632.39	79.94	43.92
P/B(倍)	-124.16	-118.84	-146.34	176.20	35.16

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 神州细胞(688520.SH)

### 首次评级

### 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年05月11日

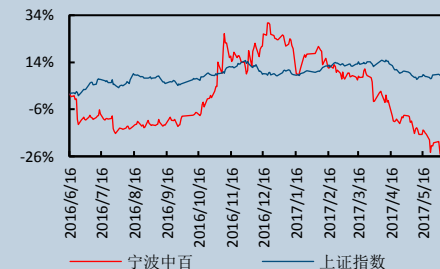
当前股价: 69.39元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
10.32/10.37	-7.82/-7.80	68.26/56.80
12月最高/最低价(元)		94.27/41.05
总股本(万股)		44,533.57
流通A股(万股)		9,142.82
总市值(亿元)		309.02
流通市值(亿元)		63.44
近3月日均成交量(万)		162.79
主要股东		
拉萨爱力克投资咨询有限公司		60.90%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 简评

### 重组 VIII 因子销售强劲，带动业绩大幅提升

2022 年，公司收入实现大幅增长，利润端亏损同比减少，主要由于公司重组人凝血因子 VIII 依靠产能及成本优势，通过销售团队积极拓展，销售保持强劲增长，在首个完整销售年度成为销售额 10 亿量级的重磅产品。同时，公司抗肿瘤产品瑞帕托单抗于 2022 年 8 月获批，Q4 起产生销售收入。23Q1 重组 VIII 因子继续推动公司收入大幅增长，扣非归母净利润实现减亏，主要由于非经常性损益中的捐赠额增加所致。

**首款国产重组 VIII 因子增长强劲，儿童适应症获批带来新增量。**公司拥有国内首款重组 VIII 因子产品，具有高产能、高稳定性，以及良好的安全性和有效性，具有独特的竞争优势，可以满足国内广大的甲型血友病患者的治疗需求。2022 年，公司营销团队依靠丰富的专业知识和有效的营销策略，推动重组 VIII 因子销售额超过 10 亿元，未来渗透率有望进一步提高。2023 年 1 月，重组 VIII 因子新增 12 岁以下儿童适应症，有助于更好地满足儿童患者的用药需求，进一步提高产品的市场竞争力和市场占有率，推动公司业绩增长。

**产品商业化持续推进，CD20 单抗获批上市。**除重组 VIII 因子外，2022 年 8 月，公司首个抗体药物瑞帕妥单抗获批上市，适用于新诊断 CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤（DLBCL）成人患者。产品具有与进口利妥昔单抗同等的疗效，并且可显著降低间质性肺病和肺部炎症不良反应的发生率，安全性更佳。

**2 价及 4 价新冠疫苗获批紧急使用，具有独特优势。**公司自主研发的新一代 2 价变异株重组 S 三聚体蛋白疫苗 SCTV01C 于 2022 年 12 月被纳入紧急使用，是国内首个针对变异株的新冠广谱多价疫苗。临床前及临床研究数据显示，SCTV01C 与灭活苗接种后的安全性高度相似，针对 Omicron BA.1 和 BA.5 变异株均能诱导出均一的、超高滴度的真病毒中和抗体，同时免疫持久性好，具有突出的广谱交叉保护优势和新变异株的高效防感染潜力。2023 年 3 月，公司 4 价新冠疫苗被纳入紧急使用，在 SCTV01C 的基础上新增了 Delta 和 Omicron 两个变异株的重组 S 三聚体蛋白抗原，在与灭活苗和辉瑞 mRNA 疫苗的临床试验数据对照中，均达到了预设的优效终点。此外，公司研发的新冠重组蛋白疫苗系列产品还在热稳定性、生产及储存等方面具有比较优势。

**加大研发投入力度，在研管线持续推进。**公司紧跟国际前沿科研和行业技术水平的高速发展，建立和完善了三聚体疫苗生产工艺技术、多糖蛋白结合生产工艺技术、新型佐剂开发及筛选技术等多项技术平台，研发投入力度持续加大。公司 4 价新冠疫苗的国内 III 期临床保护效力和安全性研究，以及 3-18 岁人群的 II 期临床免疫原性桥接研究持续推进，以推动产品附条件上市。另有两个生物类似药 SCT630 和 SCT510 处在上市审评阶段；14 价 HPV 疫苗正在沟通 III 期临床研究方案，确定后将尽快启动 III 期临床研究。公司在研管线持续推进，保障未来公司持续发展。

**表 1: 公司在研项目及研发阶段**

产品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发阶段
重组新冠病毒 Alpha/ Beta/ Delta/ Omicron 变异株 S 三聚体蛋白疫苗	预防用生物制品	预防新型冠状病毒感染所致疾病	国内 EUA（现处于国内临床 III 期）
阿达木单抗注射液	治疗用生物制品	治疗银屑病、类风湿关节炎及强直性脊柱炎等免疫系统疾病	上市审评
贝伐珠单抗注射液	治疗用生物制品	治疗转移性结直肠癌、非小细胞肺癌、复发性胶质母细胞	上市审评

	制品	瘤、肝细胞癌、上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌、宫颈癌	
重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	治疗多种实体瘤和血液肿瘤	临床 III 期
重组人源化抗 VEGF 单克隆抗体眼用注射液	治疗用生物制品	治疗湿性年龄相关性黄斑变性	临床 III 期
重组 14 价人乳头瘤病毒 (HPV) 疫苗	预防用生物制品	预防因感染 HPV 引起的宫颈癌和尖锐湿疣等疾病	临床 III 期准备阶段
重组全人源抗人表皮生长因子受体单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	治疗多种实体瘤	多项 I 期、II 期临床研究

资料来源：公司公告，中信建投证券

**产能扩建持续进行，为未来增长奠定基础。**公司 2022 年 6 月取得北京市药监局换发的《药品生产许可证》，新增生产范围包括 2 价新冠疫苗及 14 价 HPV 疫苗，并新增多个生产车间和生产线。2023 年 3 月，又在此基础上先后新增 4 价新冠疫苗的生产范围、生产车间和生产线，以及新建了自动化立体库提升供应链管理能力和后产业化建设方面，目前二期在建生产基地已完成 1 条 2x5000L 规模原液线、3 条制剂灌装线、3 条包装线、常温库及其他辅助车间的净化装修，另有两条同等规模的原液生产线正在建设中。

### 收入增长引起费用率降低，经营净现金流显著增长

2022 年公司实现毛利润 9.89 亿元 (+676.84%)，毛利率 96.69% (+1.93pp)，基本维持稳定。全年公司销售费用 2.65 亿元 (+119.23%)，销售费用率 25.88% (-63.99pp)；管理费用 1.31 亿元 (+2.71%)，管理费用率 12.85% (-82.41pp)；研发费用 8.86 亿元 (+20.93%)，研发费用率 86.60% (-458.58pp)；财务费用 0.88 亿元 (+204.04%)，财务费用率 8.60% (-12.94pp)。销售费用大幅增长，主要由于公司市场营销团队进一步扩充，相应市场销售费用同步增加所致。收入端大幅增长，引起各项费用率均显著降低。2022 年公司经营现金净流量 -4.28 亿元，较去年同期增加 4.35 亿元，主要由于销售商品大幅增加，收到现金增加所致。2022 年末公司应收账款 2.62 亿元 (+220.95%)，主要由于重组 VIII 因子销售收入大幅增长所致。

2023Q1 公司毛利润 3.18 亿元 (+112.73%)，毛利率 96.82% (+0.78pp)。一季度公司销售费用 0.72 亿元 (+110.58%)，销售费用率 21.85% (-0.05pp)；管理费用 0.29 亿元 (-3.25%)，管理费用率 8.89% (-10.50pp)；研发费用 2.48 亿元 (+34.33%)，研发费用率 75.48% (-43.10pp)；财务费用 0.26 亿元 (+103.92%)，财务费用率 7.92% (-0.28pp)。2023Q1 经营净现金流-1.22 亿元，去年同期-0.26 亿元，主要由于当期支付与经营相关的现金增加所致。

### 盈利预测与投资评级

我们持续看好公司作为国内创新药企业的发展前景：主营产品重组 VIII 因子具有高产能、高稳定性，以及良好的安全性和有效性，未来有望持续放量，市占率不断提高，带动公司收入增长；年内 CD20 单抗获批上市，2 价及 4 价新冠疫苗获批紧急使用，证明公司优秀的研发能力；在研管线持续推进，为公司未来增长提供坚实基础。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 18.64 亿元、28.10 亿元和 37.49 亿元，归母净利润分别为 0.44 亿元、3.52 亿元和 6.40 亿元，2023 年实现扭亏为盈，2024-2025 年分别同比增长 691.1%和 82.0%，折合 EPS 分别为 0.10 元、0.79 元和 1.44 元/股，对应 PE 分别为 632.4X、79.9X 和 43.9X，首次覆盖给予买入评级。

## 风险分析

1、市场竞争加剧风险：目前市场上已有较多的血源性和重组 VIII 因子产品，另有多家国产重组 VIII 因子处于研发中。公司相关产品在入组、未来的市场销售等方面面临激烈的竞争态势。

2、产品销售进度不及预期：如公司主要产品商业化进度不及预期，可能影响公司盈利水平及估值。假设公司人凝血因子 VIII 产品销售不及预期，2023-2025 年对应的收入将从目前的 18.64 亿元、28.10 亿元和 37.49 亿元下降至 16.35 亿元、24.37 亿元和 33.09 亿元，归母净利润将从目前的 0.44 亿元、3.52 亿元和 6.40 亿元下降至 -0.82 亿元、2.27 亿元和 4.99 亿元。

3、新产品研发和上市进度不达预期：新产品研发过程中可能遇到各种突发事件进而推迟研发进度，可能导致公司开发成本增加。在临床试验结果方面，早期或中期临床试验结果良好的产品不一定在后期临床试验中也有同样的表现，在研药物的临床试验结果可能不如预期，并进一步导致公司取得候选药物药品注册批件的时间延迟、取得的药品注册批件较预期的适应症范围窄，甚至无法取得药品注册批件。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk