



神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

重组八因子持续发力，单季度首次扭亏为盈

业绩简评

2024年4月25日，公司发布公告，2024年1季度营收6.12亿元，同比增长86.30%；归母净利润7419.74万元，扣非归母净利润1.60亿元，单季度首次扭亏为盈。业绩符合预期。

点评

重组八因子安佳因增长强劲，单季扭亏，经营性现金流转正。(1) 公司自2021年重组八因子首次获批至今，该产品2021/22/23年分别销售1.34、10.23和17.8亿元，连续3年营收高增长。2023年1月底，安佳因用于12岁以下儿童甲型血友病患者出血的控制和预防适应症的补充申请获得批准，进一步拓宽了产品的适用患者群体。1Q24公司营收同比高增86%，亦是主要得益于八因子销售的持续增长。(2) 1Q24，公司经营性净现金流量1.75亿元，首次转正。

研发投入持续，管线陆续商业化，多产品矩阵初具规模，后劲可期。

(1) 2023年，公司整体研发投入1.22亿元，同比增长25%，主要用于SCTV01、SCT1000、SCT-110A等产品的临床中后期研究，以及众多产品的临床前开发。知识产权储备方面，报告期内，公司新增境内外发明专利申请34个，PCT国际专利申请2个，新获得24个发明专利授权。(2) 商业化方面：在2023年底的国家医保谈判中，公司的CD20进入医保目录；PD-1单抗SCT-110A单药用于一线治疗头颈部鳞状细胞癌和联合贝伐珠单抗一线治疗肝细胞癌的两个适应症的上市申请已先后于2023年11月及2024年1月获得受理。临床方面：①公司14价HPV疫苗产品SCT1000于2023年8月启动III期临床研究入组后，2个月内即完成全部18000名受试者的入组。②公司SCT650C产品已在澳大利亚开展健康受试者的Ia期临床试验，目前已取得国内临床试验批件并启动Ib/II期临床研究。③公司自主开发的用于CD38单抗、CD20双抗等产品，均于近期获得临床批件并将陆续启动临床研究。

盈利预测、估值与评级

根据公司财报中披露重组八因子产品在各省陆续进入集采，定价将会有所下降，以及公司新近获批多项临床批件将陆续启动临床研究而带来研发费用的增长可能，我们分别下调公司2024/25年的营收7%/17%至28.3/37.4亿元，归母净利润3%/29%至3.3/6.8亿元；预计公司2026年营收/归母净利润45.0/9.8亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发及商业推广不达预期、对外合作不达预期等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：49.75元

相关报告：

- 《神州细胞公司点评：产品力持续，2023年营收再增八成至近19...》，2024.1.26
- 《神州细胞公司点评：实控人定增公司9亿元，资产优化，信心夯实》，2023.12.16
- 《PD-1头颈鳞癌NDA，新疫苗获批，实力再验证》，2023.12.3



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,023	1,887	2,825	3,743	4,500
营业收入增长率	n.a.	84%	49.68%	32.50%	20.22%
归母净利润 (百万元)	-519	-396	327	682	984
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	108.40%	44.14%
摊薄每股收益 (元)	-1.165	-0.889	0.735	1.532	2.209
每股经营性现金流净额	-0.96	-0.86	1.86	2.59	3.30
ROE (归属母公司) (摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	52.43%	43.04%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	32.47	22.52
P/B	-114.04	-40.02	35.78	17.02	9.69

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	n. a.	1,023	1,887	2,825	3,743	4,500
增长率	n. a.	84%	84%	49.7%	32.5%	20.2%
主营业务成本	n. a.	-34	-55	-85	-112	-135
%销售收入	n. a.	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利	n. a.	989	1,833	2,740	3,631	4,365
%销售收入	n. a.	96.7%	97.1%	97.0%	97.0%	97.0%
营业税金及附加	-4	-9	-13	-19	-26	-31
%销售收入	n. a.	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-121	-265	-436	-622	-749	-810
%销售收入	n. a.	25.9%	23.1%	22.0%	20.0%	18.0%
管理费用	-128	-131	-150	-224	-281	-329
%销售收入	n. a.	12.9%	7.9%	7.9%	7.5%	7.3%
研发费用	-733	-886	-1,148	-876	-936	-1,125
%销售收入	n. a.	87%	60.8%	31.0%	25.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	n. a.	-302	86	1,000	1,640	2,071
%销售收入	n. a.	n. a.	4.5%	35.4%	43.8%	46.0%
财务费用	-29	-88	-108	-199	-332	-355
%销售收入	n. a.	8.6%	5.7%	7.1%	8.9%	7.9%
资产减值损失	-1	-3	-43	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	6	2	0	0	0
%税前利润	-1.1%	-1.2%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-857	-358	6	800	1,308	1,716
%营业收入	n. a.	n. a.	0.3%	28.3%	35.0%	38.1%
营业外收支	-12	-162	-403	-424	-524	-585
税前利润	-869	-520	-397	376	784	1,131
利润率	n. a.	n. a.	n. a.	13.3%	21.0%	25.1%
所得税	0	0	0	-49	-102	-147
所得税率	n. a.	n. a.	n. a.	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	-869	-520	-397	327	682	984
少数股东损益	-2	-1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	-867	-519	-396	327	682	984
净利率	n. a.	n. a.	n. a.	11.6%	18.2%	21.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-869	-520	-397	327	682	984
少数股东损益	-2	-1	-1	0	0	0
非现金支出	53	69	164	6	17	15
非经营收益	24	82	119	568	665	662
营运资金变动	-72	-59	-270	-30	-155	-117
经营活动现金净流	-863	-428	-383	871	1,209	1,543
资本开支	-194	-555	-505	-208	-733	-894
投资	0	0	0	0	0	0
其他	10	6	3	0	0	0
投资活动现金净流	-184	-548	-503	-208	-733	-894
股权募资	0	478	0	891	0	0
债权募资	490	575	877	-558	-103	115
其他	-45	546	-669	-144	-141	-77
筹资活动现金净流	446	1,598	209	189	-244	38
现金净流量	-601	622	-678	852	232	687

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	349	972	293	1,125	1,316	1,027
应收款项	85	278	459	405	537	646
存货	90	192	203	312	413	496
其他流动资产	66	90	105	129	165	194
流动资产	591	1,531	1,060	1,970	2,430	2,363
%总资产	43.0%	56.0%	39.0%	57.8%	59.9%	55.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	618	890	1,249	1,125	1,285	1,545
%总资产	45.0%	32.5%	46.0%	33.0%	31.7%	36.0%
无形资产	35	123	261	207	244	284
非流动资产	783	1,205	1,658	1,437	1,629	1,923
%总资产	57.0%	44.0%	61.0%	42.2%	40.1%	44.9%
资产总计	1,373	2,736	2,719	3,407	4,060	4,286
短期借款	373	916	1,654	1,095	967	115
应付款项	220	287	247	307	390	463
其他流动负债	75	168	126	114	146	177
流动负债	668	1,372	2,026	1,517	1,503	755
长期贷款	697	730	1,017	1,017	1,017	1,017
其他长期负债	240	876	280	260	245	234
负债	1,604	2,978	3,324	2,794	2,765	2,007
普通股股东权益	-227	-237	-599	619	1,302	2,285
其中：股本	435	445	445	468	468	468
未分配利润	-3,011	-3,530	-3,926	-3,599	-2,917	-1,933
少数股东权益	-4	-6	-6	-6	-6	-6
负债股东权益合计	1,373	2,736	2,719	3,407	4,060	4,286

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-1.991	-1.165	-0.889	0.735	1.532	2.209
每股净资产	-0.520	-0.531	-1.346	1.390	2.923	5.132
每股经营现金净流	-1.982	-0.961	-0.861	1.862	2.586	3.301
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.	219%	66%	53%	52%	43%
总资产收益率	n. a.	-19%	-15%	10%	17%	23%
投入资本收益率	n. a.	-22%	4%	32%	44%	53%
增长率						
主营业务收入增长率	n. a.	n. a.	84%	50%	33%	20%
EBIT增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	64%	26%
净利润增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	108%	44%
总资产增长率	-17%	99%	-1%	25%	19%	6%
资产管理能力						
应收账款周转天数	n. a.	61.3	61.2	48.2	48.2	48.2
存货周转天数	n. a.	1,517.5	1,320.3	1,341.9	1,341.9	1,341.9
应付账款周转天数	n. a.	1,741.6	1,019.1	889.3	889.3	889.3
固定资产周转天数	n. a.	256.5	198.2	145.4	119.5	107.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-312%	-278%	-392%	161%	52%	5%
EBIT利息保障倍数	-29.6	-3.4	0.8	5.0	4.9	5.8
资产负债率	117%	109%	122%	82%	68%	47%

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	2	7	7	8	18
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	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	2023-04-26	买入	71.31	N/A
2	2023-06-14	买入	61.96	N/A
3	2023-07-30	买入	58.60	N/A
4	2023-08-23	买入	51.63	N/A
5	2023-10-29	买入	46.79	N/A
6	2023-12-03	买入	51.76	N/A
7	2023-12-16	买入	52.20	N/A
8	2024-01-26	买入	43.74	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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究