



神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

八因子再创营利双增，RSV等多项研发蓄势中

业绩简评

2024年10月28日，公司发布2024年三季度报，2024年前三季度，公司营收、归母和扣非净利润分别为19.37/1.50/4.62亿元，营收同比增长40.44%，2023年同期归母与扣非皆为净亏损；3Q24单季度营收、归母和扣非净利润分别为6.32/0.24/1.22亿元。业绩符合预期。

经营分析

八因子再创营利双增，全年首次实现盈利在望。(1)业绩：公司2024年前三季度营收近19亿，同比增长40%；继1H24首次实现半年度盈利获得扣非净利润3.4亿元之后，前三季度扣非净利润4.6亿元，全年首次突破盈亏平衡在望。我们分析，主因仍是重组八因子产品安佳因®的市占率提升，产品力继续得到业绩佐证。(2)创新驱动，高水平工艺技术护航产品竞争力。例如，公司多个抗体产品的DNA（脱氧核糖核酸）残留质量标准均为≤100pg/剂量，而与之对比的国外同类产品（贝伐珠单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗）的DNA残留的质量标准为不超过10ng/剂量。

研发投入持续，管线丰富，创新RSV疫苗获批临床。(1)3Q24单季度，公司研发费用2.12亿元；2024年前三季度研发费用6.72亿元，营收占比34.68%。(2)公司目前4个产品获批，3个疫苗品种被国家纳入紧急使用，还有重组蛋白、双抗等诸多管线在研。公司14价HPV（人乳头状病毒）疫苗已完成3期临床研究的第三针接种，目前正处于随访阶段。PD-1（程序性细胞死亡蛋白-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上市申请已先后于2023年11月及2024年1月获得受理，已顺利完成该两项适应症的注册现场核查工作。除公司在自免领域有白介素等新产品在国内外展开临床外，2024年10月23日，公司又公告新增RSV（呼吸道合胞病毒）疫苗获批临床。(3)公司现有一期、二期生产基地共有5条原液生产线、6条制剂灌装线，已可满足现阶段全部商业化与临床产品需求。同时，N10地块的新产能也在建设中。

盈利预测、估值与评级

根据公司三季报和近期已经获批新开临床需持续研发投入，我们维持收入预测，预计公司2024/25/26年营收27/36/45亿元，下调归母净利润35%/36%/22%至2.1/4.2/7.3亿元。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

分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：40.79元

相关报告：

- 《神州细胞公司点评：八因子持续发力，营收高增，半年度扭亏为盈》，2024.8.22
- 《神州细胞公司点评：重组八因子持续发力，单季度首次扭亏为盈》，2024.4.28
- 《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



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	2,690	3,564	4,500
营业收入增长率	n.a.	84%	42.53%	32.50%	26.25%
归母净利润(百万元)	-519	-396	211	424	732
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	101.29%	72.43%
摊薄每股收益(元)	-1.165	-0.889	0.473	0.953	1.643
每股经营性现金流净额	-0.96	-0.86	1.80	2.34	3.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	50.78%	46.68%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	42.80	24.82
P/B	-114.04	-40.02	44.16	21.73	11.59

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	2,690	3,564	4,500
增长率	n. a.	84%	84%	42.5%	32.5%	26.3%
主营业务成本	n. a.	-34	-55	-108	-143	-180
%销售收入	n. a.	3.3%	2.9%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利	n. a.	989	1,833	2,582	3,422	4,320
%销售收入	n. a.	96.7%	97.1%	96.0%	96.0%	96.0%
营业税金及附加	-4	-9	-13	-18	-24	-31
%销售收入	n. a.	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-121	-265	-436	-673	-891	-1,125
%销售收入	n. a.	25.9%	23.1%	25.0%	25.0%	25.0%
管理费用	-128	-131	-150	-186	-247	-311
%销售收入	n. a.	12.9%	7.9%	6.9%	6.9%	6.9%
研发费用	-733	-886	-1,148	-888	-998	-1,125
%销售收入	n. a.	87%	60.8%	33.0%	28.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	n. a.	-302	86	818	1,262	1,728
%销售收入	n. a.	n. a.	4.5%	30.4%	35.4%	38.4%
财务费用	-29	-88	-108	-203	-338	-411
%销售收入	n. a.	8.6%	5.7%	7.6%	9.5%	9.1%
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%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	-857	-358	6	615	924	1,317
%营业利润率	n. a.	n. a.	0.3%	22.9%	25.9%	29.3%
营业外收支	-12	-162	-403	-404	-499	-585
税前利润	-869	-520	-397	211	425	732
利润率	n. a.	n. a.	n. a.	7.9%	11.9%	16.3%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	n. a.	n. a.	n. a.	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-869	-520	-397	211	425	732
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	211	424	732
净利率	n. a.	n. a.	n. a.	7.8%	11.9%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-869	-520	-397	211	425	732
少数股东损益	-2	-1	-1	0	0	0
非现金支出	53	69	164	139	156	168
非经营收益	24	82	119	546	641	721
营运资金变动	-72	-59	-270	-94	-179	-190
经营活动现金净流	-863	-428	-383	802	1,043	1,431
资本开支	-194	-555	-505	-520	-708	-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	-519	-708	-894
股权募资	0	478	0	800	0	0
债权募资	490	575	877	-516	-282	-799
其他	-45	546	-669	-143	-142	-137
筹资活动现金净流	446	1,598	209	140	-424	-935
现金净流量	-601	622	-678	423	-89	-398

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	349	972	293	696	861	1,044
应收款项	85	278	459	507	672	848
存货	90	192	203	324	429	541
其他流动资产	66	90	105	121	155	191
流动资产	591	1,531	1,060	1,648	2,116	2,624
%总资产	43.0%	56.0%	39.0%	50.2%	55.6%	58.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	618	890	1,249	1,217	1,246	1,363
%总资产	45.0%	32.5%	46.0%	37.1%	32.7%	30.6%
无形资产	35	123	261	314	343	373
非流动资产	783	1,205	1,658	1,636	1,689	1,830
%总资产	57.0%	44.0%	61.0%	49.8%	44.4%	41.1%
资产总计	1,373	2,736	2,719	3,283	3,805	4,454
短期借款	373	916	1,654	1,137	1,124	917
应付款项	220	287	247	336	431	533
其他流动负债	75	168	126	128	157	190
流动负债	668	1,372	2,026	1,601	1,712	1,640
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	2,878	2,975	2,892
普通股股东权益	-227	-237	-599	411	836	1,568
其中：股本	435	445	445	445	445	445
未分配利润	-3,011	-3,530	-3,926	-3,716	-3,291	-2,559
少数股东权益	-4	-6	-6	-6	-6	-5
负债股东权益合计	1,373	2,736	2,719	3,283	3,805	4,454

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-1.991	-1.165	-0.889	0.473	0.953	1.643
每股净资产	-0.520	-0.531	-1.346	0.924	1.877	3.520
每股经营现金净流	-1.982	-0.961	-0.861	1.800	2.342	3.213
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%	51%	51%	47%
总资产收益率	n. a.	-19%	-15%	6%	11%	16%
投入资本收益率	n. a.	-22%	4%	32%	42%	49%
增长率						
主营业务收入增长率	n. a.	n. a.	84%	43%	33%	26%
EBIT 增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	54%	37%
净利润增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	101%	72%
总资产增长率	-17%	99%	-1%	21%	16%	17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	n. a.	61.3	61.2	61.4	61.4	61.4
存货周转天数	n. a.	1,517.5	1,320.3	1,097.9	1,097.9	1,097.9
应付账款周转天数	n. a.	1,741.6	1,019.1	638.1	638.1	638.1
固定资产周转天数	n. a.	256.5	198.2	136.3	99.6	75.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-312%	-278%	-392%	360%	154%	57%
EBIT 利息保障倍数	-29.6	-3.4	0.8	4.0	3.7	4.2
资产负债率	117%	109%	122%	88%	78%	65%

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	0	4	5
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	0.00	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	2023-07-30	买入	58.60	N/A
2	2023-08-23	买入	51.63	N/A
3	2023-10-29	买入	46.79	N/A
4	2023-12-03	买入	51.76	N/A
5	2023-12-16	买入	52.20	N/A
6	2024-01-26	买入	43.74	N/A
7	2024-04-28	买入	49.75	N/A
8	2024-08-22	买入	36.50	N/A

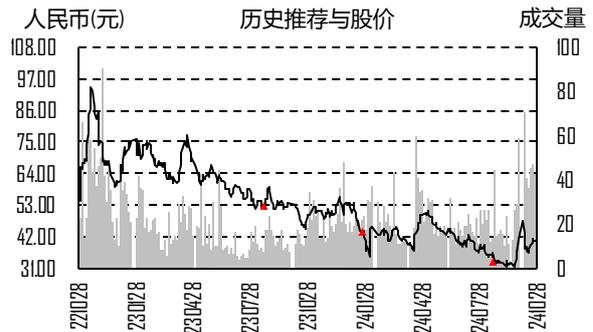
来源：国金证券研究所

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