



神州细胞 (688520.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

八因子强劲，盈利转正；管线丰富，发力可期

业绩简评

2025 年 4 月 27 日，公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年，公司营收、归母和扣非净利润分别为 25.13/1.12/4.74 亿元，营收同比增长 33% (2023 年归母与扣非皆为净亏损)；1Q25 单季度营收、归母和扣非净利润分别为 5.19/0.64/0.24 亿元，分别同比下降 15%/14%/85%。业绩符合预期。

经营分析

八因子单品强劲，全年首次实现正盈利。(1) 重组八因子：公司 2024 年营收近 25 亿，同比增长 33%；全年首次突破盈亏平衡。重组八因子产品安佳因®销售稳定，全年销售额 18.9 亿元，同比增长 6.18%。在地区及联盟集采降价的情况下，公司仍能借助灵活有效的市场策略，加强拓展市场份额，确保营收增长稳定。此外，安佳因®上市后，公司还开展了通过免疫耐受诱导治疗 (ITI) 清除患者体内高滴度抑制物、围手术期患者替代治疗等上市后临床研究，拓展产品使用场景。(2) 其他生物药：瑞帕妥单抗安平希®及两款生物类似药阿达木单抗安佳润®和贝伐珠单抗安贝珠®均已纳入国家医保目录，营销团队积极推动产品在省市挂网及医院准入，销售增长明显。公司还持续通过真实世界研究收集并分析更多临床使用数据，涵盖患者多样性、治疗效果及安全性，为优化治疗方案提供科学依据。2024 年，三个抗体产品销售额突破 6.2 亿元，同比增长 499.80%。

研发投入持续，管线丰富，蓄力高护城河。(1) 2024 年度，公司研发投入 9.36 亿元，主要用于 SCT1000、SCT650C 及 SCTB14 等产品的临床研究，以及多个管线储备产品的临床前开发。(2) 菲诺利单抗 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，于 2025 年 2 月在中国获批上市。

(3) 公司自研的多个创新生物药及疫苗，包括：治疗中重度斑块状银屑病、中轴型脊柱关节炎等自身免疫性疾病的 IL-17 单克隆抗体注射液 SCT650C、多种实体瘤免疫治疗双特异性抗体注射液 SCTB14 均已启动 II 期临床。

盈利预测、估值与评级

根据公司 24 年报和 25 年一季报，我们下调公司 2025/26 年营收 7%/17%至 30/39 亿元，下调归母净利润 47%/39%至 2.24/4.50 亿元；预计公司 2027 年营收 49 亿，归母净利润 7.89 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)：38.18 元

相关报告：

- 《神州细胞公司点评：八因子再创盈利双增，RSV 等多项研发蓄势中》，2024.10.29
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,887	2,513	2,960	3,907	4,884
营业收入增长率	n.a.	33%	17.80%	32.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	-396	112	224	450	789
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	99.82%	101.26%	75.21%
摊薄每股收益(元)	-0.889	0.251	0.502	1.011	1.771
每股经营性现金流净额	-0.86	0.28	1.89	2.08	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	44.52%	43.82%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	37.77	21.55
P/B	-40.02	114.51	30.30	16.81	9.45

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	n. a.	1,887	2,513	2,960	3,907	4,884
增长率	n. a.	33%	33%	17.8%	32.0%	25.0%
主营业务成本	n. a.	-55	-103	-118	-156	-195
%销售收入	n. a.	2.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利	n. a.	1,833	2,410	2,842	3,751	4,689
%销售收入	n. a.	97.1%	95.9%	96.0%	96.0%	96.0%
营业税金及附加	-9	-13	-16	-19	-25	-32
%销售收入	n. a.	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-265	-436	-694	-740	-977	-1,221
%销售收入	n. a.	23.1%	27.6%	25.0%	25.0%	25.0%
管理费用	-131	-150	-190	-205	-270	-338
%销售收入	n. a.	7.9%	7.6%	6.9%	6.9%	6.9%
研发费用	-886	-1,148	-911	-1,006	-1,133	-1,270
%销售收入	n. a.	61%	36.3%	34.0%	29.0%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	n. a.	86	598	871	1,345	1,828
%销售收入	n. a.	4.5%	23.8%	29.4%	34.4%	37.4%
财务费用	-88	-108	-101	-204	-348	-405
%销售收入	n. a.	5.7%	4.0%	6.9%	8.9%	8.3%
资产减值损失	-3	-43	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	2	1	0	0	0
%税前利润	-1.2%	-0.6%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-358	6	568	668	997	1,424
%营业利润率	n. a.	0.3%	22.6%	22.6%	25.5%	29.2%
营业外收支	-162	-403	-456	-444	-547	-635
税前利润	-520	-397	112	224	450	789
利润率	n. a.	n. a.	4.5%	7.6%	11.5%	16.2%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	n. a.	n. a.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-520	-397	112	224	450	789
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-519	-396	112	224	450	789
净利率	n. a.	n. a.	4.5%	7.6%	11.5%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-520	-397	112	224	450	789
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0
非现金支出	69	164	181	4	14	12
非经营收益	82	119	112	589	703	766
营运资金变动	-59	-270	-280	24	-240	-247
经营活动现金净流	-428	-383	125	841	927	1,320
资本开支	-555	-505	-376	-86	-756	-944
投资	0	0	0	0	0	0
其他	6	3	2	0	0	0
投资活动现金净流	-548	-503	-374	-86	-756	-944
股权募资	478	0	600	197	0	0
债权募资	575	877	-57	-270	529	1,775
其他	546	-669	-273	-145	-156	-131
筹资活动现金净流	1,598	209	270	-219	373	1,644
现金净流量	622	-678	22	537	544	2,020

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	972	293	315	835	1,276	1,524
应收账款	278	459	746	722	953	1,191
存货	192	203	259	234	308	385
其他流动资产	90	105	141	85	106	128
流动资产	1,531	1,060	1,461	1,875	2,643	3,228
%总资产	56.0%	39.0%	44.5%	56.2%	61.5%	62.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	890	1,249	1,441	1,191	1,351	1,611
%总资产	32.5%	46.0%	43.9%	35.7%	31.4%	31.1%
无形资产	123	261	266	186	226	266
非流动资产	1,205	1,658	1,823	1,461	1,656	1,953
%总资产	44.0%	61.0%	55.5%	43.8%	38.5%	37.7%
资产总计	2,736	2,719	3,284	3,336	4,299	5,180
短期借款	916	1,654	1,597	1,327	1,764	1,775
应付款项	287	247	272	239	304	371
其他流动负债	168	126	143	95	116	139
流动负债	1,372	2,026	2,012	1,660	2,185	2,286
长期贷款	730	1,017	885	885	885	885
其他长期负债	876	280	251	235	223	214
负债	2,978	3,324	3,149	2,781	3,293	3,386
普通股股东权益	-237	-599	141	561	1,011	1,800
其中：股本	445	445	445	445	445	445
未分配利润	-3,530	-3,926	-3,818	-3,594	-3,144	-2,355
少数股东权益	-6	-6	-6	-6	-6	-6
负债股东权益合计	2,736	2,719	3,284	3,336	4,299	5,180

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.165	-0.889	0.251	0.502	1.011	1.771
每股净资产	-0.531	-1.346	0.316	1.260	2.271	4.042
每股经营现金净流	-0.961	-0.861	0.281	1.889	2.082	2.964
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.	66%	79%	40%	45%	44%
总资产收益率	n. a.	-15%	3%	7%	10%	15%
投入资本收益率	n. a.	4%	23%	31%	37%	41%
增长率						
主营业务收入增长率	n. a.	n. a.	33%	18%	32%	25%
EBIT 增长率	n. a.	n. a.	n. a.	46%	54%	36%
净利润增长率	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	101%	75%
总资产增长率	99%	-1%	21%	2%	29%	21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	n. a.	61.2	74.1	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	n. a.	1,320.3	821.3	720.1	720.1	720.1
应付账款周转天数	n. a.	1,019.1	430.8	364.2	364.2	364.2
固定资产周转天数	n. a.	198.2	158.5	146.9	120.6	104.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-278%	-392%	1606%	248%	137%	63%
EBIT 利息保障倍数	-3.4	0.8	5.9	4.3	3.9	4.5
资产负债率	109%	122%	96%	83%	77%	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	2	2	2	6
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	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	2023-08-23	买入	51.63	N/A
2	2023-10-29	买入	46.79	N/A
3	2023-12-03	买入	51.76	N/A
4	2023-12-16	买入	52.20	N/A
5	2024-01-26	买入	43.74	N/A
6	2024-04-28	买入	49.75	N/A
7	2024-08-22	买入	36.50	N/A
8	2024-10-29	买入	40.79	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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





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。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：北京市东城区建国内大街 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