

主营产品销售稳步提升， 全年实现扭亏为盈

核心观点

公司公布 2024 年及 2025 年一季度业绩，2024 年实现扭亏为盈，业绩符合预期；25Q1 业绩低于预期，主要由于重组 VIII 因子受集采降价等因素影响，销售短期承压。公司重组 VIII 因子 2024 年销售稳健增长；公司持续推动销售推广和学术教育，有望抵消价格压力，维持销售稳健；单抗产品已纳入国家医保目录，25 年有望保持放量节奏；菲诺利单抗获批上市，有望带来业绩新增量。公司在研管线丰富，期待 2025 年迎来更多进展。公司持续推进降本增效，盈利能力有望持续改善。

事件

公司发布 2024 年年报，业绩符合预期

4 月 25 日，公司发布 2024 年年报，全年实现：1) 营业收入 25.13 亿元，同比增长 33.13%；2) 归母净利润 1.12 亿元，同比增长 128.27%；3) 扣非归母净利润 4.74 亿元，同比增长 844.99%；4) 基本每股收益 0.24 元。业绩符合预期。

公司发布 2025 年一季度报，业绩低于预期

4 月 25 日，公司发布 2025 年第一季度报告，25Q1 实现：1) 营业收入 5.20 亿元，同比下降 15.15%；2) 归母净利润 0.64 亿元，同比下降 14.06%；3) 扣非归母净利润 0.24 亿元，同比下降 84.98%；4) 基本每股收益 0.13 元。业绩低于预期。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,887.35	2,512.71	2,908.66	3,233.73	3,503.46
YoY(%)	84.46	33.13	15.76	11.18	8.34
净利润(百万元)	-396.02	111.95	236.24	319.49	446.59
YoY(%)	23.70	128.27	111.02	35.24	39.78
毛利率(%)	97.11	95.91	95.87	94.92	94.48
净利率(%)	-20.98	4.46	8.12	9.88	12.75
ROE(%)	66.06	79.46	62.64	45.86	39.06
EPS(摊薄/元)	-0.89	0.25	0.53	0.72	1.00
P/E(倍)	-41.41	146.47	69.41	51.32	36.72
P/B(倍)	-27.35	-35.45	-72.44	176.05	30.38

资料来源：iFinD，中信建投证券

神州细胞 (688520. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025 年 05 月 04 日

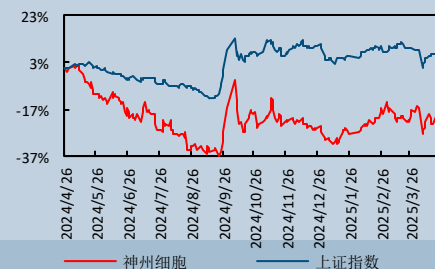
当前股价：38.18 元

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
-0.75/1.47	4.23/2.93	-18.07/-26.29
12 月最高/最低价 (元)		50.68/31.32
总股本 (万股)		44,533.57
流通 A 股 (万股)		44,533.57
总市值 (亿元)		170.03
流通市值 (亿元)		170.03
近 3 月日均成交量 (万)		279.07
主要股东		
拉萨爱力克投资咨询有限公司		60.90%

股价表现



简评

2024 年收入端实现大幅增长，利润端扭亏为盈

24Q4 公司实现营业收入 5.76 亿元，同比增长 13.31%；归母净利润-0.38 亿元，同比增长 78.41%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比增长 116.45%。24Q4 及全年公司业绩实现同比增长，主要由于主营产品重组人凝血因子 VIII 销售稳定增长，以及抗体产品贡献业绩增量所致。公司持续通过控制运营成本、提高研发效率等方式优化管理，实现降本增效，2024 年顺利扭亏为盈。25Q1 业绩低于预期，同比有所下降，主要由于重组 VIII 因子受集采降价等因素影响，销售短期承压；扣非利润端同比降幅较大，主要由于当期销售费用同比增长，费用率大幅提升所致。

重组 VIII 因子稳定增长，抗体产品实现快速放量。按产品拆分，2024 年公司重组 VIII 因子销售额 18.9 亿元，同比增长 6.18%；抗体产品销售额突破 6.2 亿元，同比增长 499.80%。面临集采降价的压力，公司持续推动重组 VIII 因子的学术推广和市场教育，确保营收增长稳定。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，积极拓展产品使用场景，寻求新的业绩增长点。抗体药物方面，公司 CD20 单抗药物瑞帕妥单抗及两款生物类似药阿达木单抗和贝伐珠单抗均已纳入国家医保目录，2024 年陆续开展各地挂网及进院工作，销售同比显著增长。

PD-1 单抗两款适应症获批上市，在研管线持续丰富。公司持续推进研发投入，2024 年推动 PD-1 单抗药物菲诺利单抗（SCT-I10A）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，并于 2025 年 2 月先后于国内获批。14 价 HPV 疫苗 SCT1000 已完成临床 III 期的第三针接种，目前处于随访阶段。公司以差异化竞争优势为目标，自主研发了多个创新生物药及疫苗，目前多个管线处于临床阶段，为公司长期增长奠定坚实基础。

表 1: 公司在研项目及进展

产品名称	项目名称	适应症或功能主治	研发阶段
菲诺利单抗（重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体注射液）	SCT-I10A	头颈部鳞状细胞癌、肝细胞癌等	上市申请获受理
重组多价新冠病毒变异株 S 三聚体蛋白疫苗	SCTV01	预防新型冠状病毒感染所致疾病	已纳入紧急使用
重组 14 价人乳头瘤病毒（HPV）疫苗	SCT1000	预防因 HPV 引起的宫颈癌和尖锐湿疣等疾病	临床 III 期
重组抗 IL-17 单克隆抗体	SCT650C	中重度斑块状银屑病等自身免疫性疾病	临床 II 期
抗 CD38 单抗	SCTC21C	血液系统恶性肿瘤	临床 I 期
抗 CD20/CD3 双抗	SCTB35	CD20+ B 细胞非霍奇金淋巴瘤	临床 I 期
抗 PD-1/VEGF 双抗	SCTB14	多种实体瘤	临床 II 期
抗 PD-1/TGF- β /VEGF 三抗	SCTB41	多种实体瘤	临床 I 期
呼吸道合胞病毒（RSV）重组蛋白疫苗	SCTV02	呼吸道合胞病毒感染	临床 I 期
水痘-带状疱疹病毒（VZV）重组蛋白疫苗	SCTV04C	水痘-带状疱疹病毒感染	临床 I 期
SCT520FF	SCT520FF	新生血管性年龄相关性黄斑变性	临床 I 期
SCTT11	SCTT11	甲状腺眼病	临床 I 期

资料来源：公司公告，中信建投证券

稳步推进国际化业务，积极拓展海外市场。公司持续推进重组 VIII 因子的海外商业化进程，重点布局“一

带一路”国家，截至目前，已与印度尼西亚、巴西等十多个“一带一路”国家的合作伙伴签约。2024 年，公司新增向泰国、菲律宾提交药品注册申请，并于 2024 年 12 月和 2025 年 3 月分别取得巴基斯坦、印度尼西亚上市批准，实现海外注册破冰。抗体产品方面，阿达木单抗于巴基斯坦提交药品注册申请，2025 年 2 月获得上市批准，后续将为公司业绩注入新的增长动能。公司在研管线也在积极布局发达国家市场，IL-17 单抗 SCT650C、双抗 SCTB14 和三抗 SCTB41 自 2023 年以来已在美国、澳大利亚等国取得临床试验批件。

销售费用同比增长而研发费用下降，24 年末归母所有者权益转正

2024 年公司毛利率 95.91% (-1.20pct)，其中重组蛋白产品毛利率 96.89% (-0.53pct)，抗体及其他药物毛利率 93.07% (+1.06pct)，整体毛利率下降主要由于抗体产品收入占比提升而毛利率较低所致。2024 年公司销售费用 6.94 亿元 (+59.13%)，销售费用率 27.62% (+4.51pct)；管理费用 1.90 亿元 (+27.07%)，管理费用率 7.57% (-0.36pct)；研发费用 9.11 亿元 (-20.64%)，研发费用率 36.26% (-24.57pct)；财务费用 1.01 亿元 (-6.29%)，财务费用率 4.04% (-1.70pct)。销售费用同比增长较快，主要由于公司市场营销团队进一步扩充，相关费用同比增加所致；研发费用同比下降，主要由于公司研发投入阶段性降低所致。2024 年末公司经营净现金流 1.25 亿元，2023 年为-3.83 亿元，主要由于销售商品大幅增加，收到现金增加所致；归母所有者权益 1.41 亿元（2023 年为-5.99 亿元），转正主要由于公司向控股股东进行了 6 亿元的永续债权融资所致。

25Q1 公司毛利率 94.88% (-1.78pct)，主要由于抗体产品收入占比提升而毛利率较低所致。销售费用 2.15 亿元(+72.21%)，销售费用率 41.29%(+20.94pct)；管理费用 0.45 亿元(+22.86%)，管理费用率 8.75%(+2.71pct)；研发费用 1.78 亿元 (-25.05%)，研发费用率 34.21% (-4.54pct)；财务费用 0.21 亿元 (-31.90%)，财务费用率 4.02% (-0.99pct)。销售费用同比增长，主要由于公司市场营销团队扩充，支出同比增加所致；研发费用同比下降，主要由于公司研发投入阶段性降低所致。25Q1 末公司经营净现金流-1.07 亿元，24Q1 为 1.75 亿元，主要由于销售商品收到的现金减少所致。

2025 年展望：主要产品销售持续提升，期待研发管线更多进展

2024 年公司重组 VIII 因子销售稳健增长，抗体产品收入大幅提升，叠加持续降本增效、优化管理，全年实现收入端大幅增长，利润端扭亏为盈。2025 年，重组 VIII 因子凭借其领先的市场地位和公司持续的销售推广，销售有望维持稳健；单抗产品持续推进各地挂网及进院工作，预计继续保持放量节奏；菲诺利单抗已在国内获批上市，有望带来业绩新增量。公司在研管线丰富，多款创新型单抗、多抗及疫苗产品处于临床阶段，期待 2025 年迎来更多进展，为公司开拓更广阔的市场空间。公司持续推进降本增效，2025 年费用端有望得到进一步控制，助力公司利润端持续提升。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025 ~2027 年实现营业收入分别为 29.09 亿元、32.34 亿元和 35.03 亿元，归母净利润分别为 2.36 亿元、3.19 亿元和 4.47 亿元，2025 ~2027 年分别同比增长 111.0%、35.2%和 39.8%，折合 EPS 分别为 0.53 元、0.72 元和 1.00 元/股，对应 PE 分别为 69.4X、51.3X 和 36.7X。综合考虑公司研发管线进展及未来商业化价值，维持买入评级。

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八因子产品，另有多家国产重组八因子处于研发中。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：公司收入主要来源于重组八因子产品，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。

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、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

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
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
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
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