

君实生物（688180）

证券研究报告

2023 年 11 月 19 日

加速后期管线研发，强化核心产品持续发力

事件

近日，公司发布了 2023 年第三季度报告。前三季度营业收入为 9.86 亿元，同比下降 19.04%；归母净利润为-14.07 亿元，同比减亏 11.78%；扣非归母净利润为-13.59 亿元，同比减亏 17.46%。单三季度公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 16.31%；归母净利润为-4.09 亿元，同比减亏 39.998%；扣非归母净利润-3.88 亿元，同比减亏 44.62%。

药品销售收入持续增长，公司造血能力进一步强化

公司的主要营业收入来源于药品销售，截至 2023 年前三季度，特瑞普利单抗实现了大约 6.68 亿元的销售收入，同比增长约 29.7%。氢溴酸氘瑞米德韦片取得了 1.24 亿元的销售收入，特别是在 2023 年第二季度，受疫情发展趋势的推动，销售额实现了显著增长。自 2023 年 4 月 1 日价格调整以来，该产品继续暂时纳入医保支付范围，进一步促进了销售的发展。阿达木单抗实现了销售收入 9940 万元。

特瑞普利单抗数据读出高效完成，海外批准进展顺利

今年上半年，特瑞普利单抗在 III 期研究中取得了重要进展：Neotorch（1 月）、TORCHLIGHT（2 月）、RENOTORCH（4 月）和 EXTENTORCH（5 月）、NCT05342194（6 月）。同时，该药品在新适应症方面的上市申请也已被中国 NMPA 受理，包括非小细胞肺癌围手术期（4 月）、三阴性乳腺癌（5 月）、肾细胞癌 1L（7 月）以及小细胞肺癌 1L（7 月）。公司在 9 月宣布特瑞普利单抗在一线治疗黑色素瘤的 III 期临床研究取得关键的成功，mPFS 获益显著，成为国内首个 PD-(L) 1 抑制剂一线治疗晚期黑色素瘤的注册临床研究达成阳性结果的案例。在海外市场，公司已经在全球范围内（包括中国、美国、东南亚以及欧洲等地）启动了 40 多项由公司发起的临床研究，覆盖超过 15 个不同适应症。此外，美国 FDA 已完成对公司国内生产基地的现场核查，并批准上市，同时特瑞普利单抗在英国和欧盟的上市申请也正在审评中。

公司后期研发项目加速推进，成长动能蓄势待发

昂戈瑞西单抗的上市申请已被 NMPA 受理，涵盖适应症包括原发性高胆固醇血症（杂合子型家族性和非家族性）以及混合型血脂异常，还包括用于成人或 12 岁以上青少年的纯合子型家族性高胆固醇血症。此外，FIC 在研药物 tificemalimab 已获准进行国际多中心 III 期临床研究，这是 BTLA 靶点药物首个确证性研究。JS005 用于治疗中重度斑块状银屑病已进入 III 期阶段，强直性脊柱炎方面已启动注册临床试验的沟通交流。另外，JS207（抗 PD-1 和 VEGF 双特异性抗体）的临床试验申请已获国家药监局批准，并已完成首例受试者的给药。

盈利预测与投资评级

考虑到公司三季度财务数据以及后续放量预期，我们将公司 2023 至 2025 的预期营业收入由 20.40 亿、29.24 亿、37.40 亿调整为 15.02 亿、25.91 亿、37.96 亿元人民币，预期归母净利润由-10.34 亿、-6.34 亿、-4.96 亿调整为-19.26 亿、-11.88 亿、-4.64 亿元人民币。维持“买入”评级。

风险提示：经营风险，在研药物研发失败风险，政策变动风险，市场竞争加剧风险

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.33 元
目标价格	元

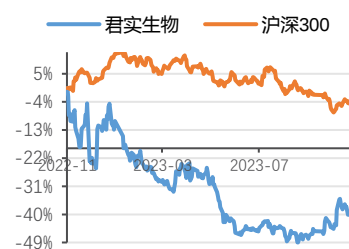
基本数据

A 股总股本(百万股)	766.39
流通 A 股股本(百万股)	503.82
A 股总市值(百万元)	32,441.47
流通 A 股市值(百万元)	21,326.61
每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	28.04
一年内最高/最低(元)	73.37/35.66

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	联系人
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《君实生物-半年报点评:核心产品持续发力，后期管线研发加速》 2023-09-04
- 2 《君实生物-年报点评报告:特瑞普利单抗销售放量符合预期，Tificemalimab 临床获益显著》 2023-04-04
- 3 《君实生物-公司点评:定增完成募资近 38 亿，为在研候选药物补充现金流》 2022-12-12

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,024.84	1,453.49	1,502.91	2,591.02	3,795.84
增长率(%)	152.36	(63.89)	3.40	72.40	46.50
EBITDA(百万元)	1,685.82	(139.78)	(1,770.92)	(943.49)	(127.71)
归属母公司净利润(百万元)	(720.91)	(2,388.05)	(1,926.01)	(1,187.78)	(464.22)
增长率(%)	(56.80)	231.26	(19.35)	(38.33)	(60.92)
EPS(元/股)	(0.73)	(2.42)	(1.95)	(1.21)	(0.47)
市盈率(P/E)	(57.71)	(17.42)	(21.60)	(35.03)	(89.63)
市净率(P/B)	5.24	4.39	5.47	6.49	7.01
市销率(P/S)	10.34	28.62	27.68	16.06	10.96
EV/EBITDA	33.58	(396.81)	(21.76)	(42.40)	(317.55)

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,506.64	6,030.74	2,667.72	910.02	415.92	营业收入	4,024.84	1,453.49	1,502.91	2,591.02	3,795.84
应收票据及应收账款	1,300.81	238.19	924.40	1,007.92	1,612.05	营业成本	1,244.54	504.31	498.06	547.73	536.71
预付账款	389.75	231.08	612.85	491.74	703.34	营业税金及附加	7.07	10.41	5.69	6.84	7.84
存货	484.60	599.02	507.77	709.40	542.93	销售费用	734.56	715.70	706.37	777.31	911.00
其他	163.09	117.45	124.92	155.31	149.39	管理费用	641.99	569.09	526.02	570.02	626.31
流动资产合计	5,844.89	7,216.48	4,837.66	3,274.40	3,423.62	研发费用	2,068.74	2,384.37	1,788.46	1,891.44	2,087.71
长期股权投资	457.79	492.64	492.64	492.64	492.64	财务费用	31.37	(80.95)	(24.36)	(1.92)	12.48
固定资产	1,882.28	1,894.63	2,105.61	2,054.28	1,897.94	资产/信用减值损失	(13.31)	(22.02)	(2.64)	(2.91)	(2.78)
在建工程	801.93	1,043.66	1,043.66	1,043.66	1,043.66	公允价值变动收益	112.93	(9.28)	0.00	0.00	0.00
无形资产	264.98	316.09	297.09	278.08	259.08	投资净收益	(47.19)	(41.93)	(12.22)	(14.42)	(32.09)
其他	1,783.04	1,594.98	1,365.55	1,560.41	1,495.46	其他	(197.58)	89.71	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5,190.02	5,342.01	5,304.55	5,429.07	5,188.79	营业利润	(558.27)	(2,665.91)	(2,012.19)	(1,217.73)	(421.08)
资产总计	11,034.91	12,558.50	10,142.22	8,703.47	8,612.41	营业外收入	0.08	0.68	20.80	14.83	12.10
短期借款	0.00	351.36	200.00	200.00	200.00	营业外支出	36.81	11.95	65.05	78.38	96.41
应付票据及应付账款	1,585.17	1,057.46	1,156.13	973.92	1,411.46	利润总额	(595.00)	(2,677.18)	(2,056.44)	(1,281.28)	(505.39)
其他	370.49	353.38	403.13	391.76	369.49	所得税	135.53	(93.11)	(71.52)	(44.56)	(17.58)
流动负债合计	1,955.66	1,762.20	1,759.26	1,565.68	1,980.95	净利润	(730.53)	(2,584.08)	(1,984.92)	(1,236.72)	(487.81)
长期借款	490.00	839.58	400.00	400.00	400.00	少数股东损益	(9.62)	(196.03)	(58.91)	(48.94)	(23.60)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(720.91)	(2,388.05)	(1,926.01)	(1,187.78)	(464.22)
其他	227.08	176.14	146.05	143.09	135.09	每股收益（元）	(0.73)	(2.42)	(1.95)	(1.21)	(0.47)
非流动负债合计	717.08	1,015.73	546.05	543.09	535.09						
负债合计	2,718.54	2,782.04	2,305.31	2,108.77	2,516.04						
少数股东权益	371.28	292.83	233.93	184.99	161.39	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	910.76	982.87	985.69	985.69	985.69	成长能力					
资本公积	11,422.71	15,345.80	15,345.80	15,345.80	15,345.80	营业收入	152.36%	-63.89%	3.40%	72.40%	46.50%
留存收益	(4,388.59)	(6,776.63)	(8,702.65)	(9,890.43)	(10,354.64)	营业利润	-66.29%	377.53%	-24.52%	-39.48%	-65.42%
其他	0.21	(68.41)	(25.86)	(31.35)	(41.88)	归属于母公司净利润	-56.80%	231.26%	-19.35%	-38.33%	-60.92%
股东权益合计	8,316.37	9,776.46	7,836.90	6,594.70	6,096.36	获利能力					
负债和股东权益总计	11,034.91	12,558.50	10,142.22	8,703.47	8,612.41	毛利率	69.08%	65.30%	66.86%	78.86%	85.86%
						净利率	-17.91%	-164.30%	-128.15%	-45.84%	-12.23%
						ROE	-9.07%	-25.18%	-25.33%	-18.53%	-7.82%
						ROIC	-25.77%	-74.47%	-57.43%	-25.99%	-8.20%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	24.64%	22.15%	22.73%	24.23%	29.21%
净利润	(730.53)	(2,584.08)	(1,926.01)	(1,187.78)	(464.22)	净负债率	-35.73%	-48.64%	-24.74%	-3.40%	4.65%
折旧摊销	225.67	248.57	260.34	270.34	275.34	流动比率	2.92	4.09	2.75	2.09	1.73
财务费用	4.23	(76.41)	(24.36)	(1.92)	12.48	速动比率	2.68	3.75	2.46	1.64	1.45
投资损失	47.19	41.93	12.22	14.42	32.09	营运能力					
营运资金变动	(1,212.54)	697.90	(685.36)	(543.49)	(184.40)	应收账款周转率	4.10	1.89	2.59	2.68	2.90
其它	1,060.94	(104.12)	(58.91)	(48.94)	(23.59)	存货周转率	9.72	2.68	2.72	4.26	6.06
经营活动现金流	(605.05)	(1,776.20)	(2,422.08)	(1,497.37)	(352.31)	总资产周转率	0.42	0.12	0.13	0.27	0.44
资本支出	994.83	626.46	482.41	202.96	108.00	每股指标（元）					
长期投资	391.62	34.85	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.73	-2.42	-1.95	-1.21	-0.47
其他	(3,304.25)	(1,098.52)	(946.55)	(417.11)	(240.39)	每股经营现金流	-0.61	-1.80	-2.46	-1.52	-0.36
投资活动现金流	(1,917.80)	(437.21)	(464.15)	(214.15)	(132.40)	每股净资产	8.06	9.62	7.71	6.50	6.02
债权融资	(316.09)	820.88	(522.15)	(40.69)	1.12	估值比率					
股权融资	2,838.20	3,926.58	45.36	(5.49)	(10.52)	市盈率	-57.71	-17.42	-21.60	-35.03	-89.63
其他	143.58	(133.99)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	5.24	4.39	5.47	6.49	7.01
筹资活动现金流	2,665.69	4,613.48	(476.79)	(46.18)	(9.40)	EV/EBITDA	33.58	-396.81	-21.76	-42.40	-317.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	38.36	-147.81	-18.97	-32.96	-100.62
现金净增加额	142.83	2,400.06	(3,363.02)	(1,757.70)	(494.11)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com