



买入 (维持)

所属行业: 医药生物  
当前价格(元): 50.90

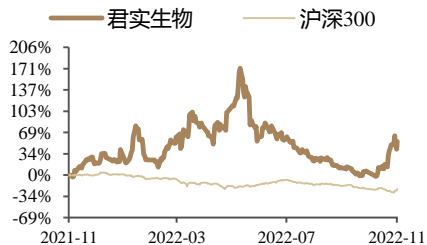
证券分析师

陈铁林  
资格编号: S0120521080001  
邮箱: chentl@tebon.com.cn

研究助理

李霁阳  
邮箱: lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	44.58	37.04	25.54
相对涨幅(%)	45.57	43.41	32.91

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《君实生物(688180.SH): PD-1 单抗收入显著增长, VV116 启动 III 期临床研究》, 2022.5.3
- 《君实生物(688180.SH): 业绩符合预期, 2022 年迎接多项重磅进展》, 2022.3.31
- 《君实生物(688180.SH): 创新赋能国际化新征程, 多产品助力抗疫》, 2022.3.16

# 君实生物 (688180.SH): 特瑞普利大适应症拓展顺利, 多产品商业化提供增长新动力

投资要点

- **业绩点评: PD-1 销售增长迅猛, 进入正向增长轨道。随着适应症拓宽, 有望持续增长。VV116 与阿达木单抗正式商业化, 将带来新的销售增长动力。**公司 2022 年报及 2023 年一季度报正式披露, 公司 2022 年度实现收入 14.53 亿元, 其中拓益实现 7.36 收入亿元, 技术许可和特许权收入为 4.76 亿元, 扣非归母净利润为-24.50 亿元, 2022 年研发费用 23.84 亿元、销售费用 7.16 亿元、管理费用 5.69 亿元。公司 2023 年一季度实现营收 2.55 亿元, 同比下降 59.47%, 扣非归母净利润为-5.59 亿元, 营收下降主要系技术许可和特许权收入减少所致, 2023 一季度特瑞普利单抗销售收入约为 1.96 亿元, 同比增长约 77.84%。
- **特瑞普利单抗一线/前线适应症布局广泛, 即将迎来收获期。**2022 全年收入 7.36 亿元, 2023Q1 收入约 1.96 亿元, 同比增长约 77.84%, 销售开始进入正向循环。2022 年新获批一线食管鳞癌、一线非小细胞肺癌 2 项大适应症, 目前共计获批六项适应症, 并计划于今年提交非小细胞肺癌围手术期、晚期三阴乳腺癌、一线肾细胞癌的 3 项新适应症上市申请, 覆盖范围有望进一步拓宽。海外方面, FDA 计划今年二季度现场核查, 相关准备工作已完成, 并已向欧盟、英国提交一线鼻咽癌、一线食管鳞癌上市申请并获得受理。
- **阿达木单抗与 VV116 实现商业化。**阿达木单抗 (君迈康®) 于 22 年 3 月获批上市, 22 年 5 月开出首张处方, 共获批 8 项适应症, 23 年一季度销售 2907.64 万元。抗新冠病毒药品 VV116 于 2023 年 1 月附条件批准上市, 用于治疗轻中度 COVID-19 的成年患者, 疗效不劣于 Paxlovid, 临床恢复时间更短, 安全性更优, 23 年一季度销售 1149.50 万元。两款产品的商业化有望为公司带来新的销售增长动力。
- **临床研发加速推进, 多款创新产品获批临床:** 抗 BTLA 单抗 Tifcemalimab (TAB004/JS004) 于 2022 ASCO 首发数据, 正与 FDA 及 NMPA 沟通, 计划 23 年启动 3 期注册临床研究。昂戈瑞西单抗 (抗 PCSK9 单抗) 上市申请已于 23 年 4 月获 NMPA 受理, 用于治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症。PARP 抑制剂 senaparib (JS109) 治疗一线卵巢癌全人群维持治疗的 3 期临床达主要终点, 并计划于 23 年提交 NDA。JS005 (IL-17A 单抗) 计划 23 年内启动 3 期注册临床研究。TAB006/JS006 (TIGIT 单抗) 已完成 1 期临床, 即将启动联合特瑞普利单抗以及标准治疗的 2 期临床试验。
- **盈利预测与投资建议。**公司为优质创新药企业, 特瑞普利大适应症拓展顺利, 多产品商业化提供增长新动力。我们预计公司 2023/2024/2025 年收入分别为 20.0/29.3/43.5 亿元、归母净利润-21.8/-15.3/-5.7 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 医保降价风险; 行业竞争加剧风险; 疫情风险; 产品研发及临床进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	985.69		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	432.60	营业收入(百万元)	4,025	1,453	2,006	2,930	4,345
52 周内股价区间(元):	46.45-128.85	(+/-)YOY(%)	152.4%	-63.9%	38.0%	46.1%	48.3%
总市值(百万元):	50,171.61	净利润(百万元)	-721	-2,388	-2,177	-1,534	-570
总资产(百万元):	12,130.93	(+/-)YOY(%)	56.8%	-231.3%	8.8%	29.5%	62.9%
每股净资产(元):	9.08	全面摊薄 EPS(元)	-0.73	-2.42	-2.21	-1.56	-0.58
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	69.1%	65.3%	75.0%	80.0%	83.0%
		净资产收益率(%)	-9.1%	-25.2%	-29.8%	-26.6%	-8.2%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-2.60	-2.21	-1.56	-0.58
每股净资产	9.65	7.41	5.86	7.07
每股经营现金流	-1.81	-2.00	-1.54	-0.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	—
P/B	6.49	6.87	8.69	7.20
P/S	34.42	24.94	17.08	11.51
EV/EBITDA	-23.45	-24.32	-38.88	-182.22
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.3%	75.0%	80.0%	83.0%
净利润率	-177.8%	-108.6%	-52.4%	-13.1%
净资产收益率	-25.2%	-29.8%	-26.6%	-8.2%
资产回报率	-19.0%	-22.2%	-19.1%	-5.9%
投资回报率	-23.6%	-25.0%	-21.0%	-6.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-63.9%	38.0%	46.1%	48.3%
EBIT 增长率	-358.0%	18.1%	30.3%	63.6%
净利润增长率	-231.3%	8.8%	29.5%	62.9%
偿债能力指标				
资产负债率	22.2%	22.6%	24.4%	25.4%
流动比率	4.1	4.0	3.4	3.6
速动比率	3.6	3.6	3.2	3.3
现金比率	3.4	3.3	2.6	2.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	189.6	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	386.8	300.0	100.0	90.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.4	0.4
固定资产周转率	0.8	1.1	1.7	2.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-2,388	-2,177	-1,534	-570
少数股东损益	-196	0	0	0
非现金支出	318	274	291	305
非经营收益	-187	42	42	42
营运资金变动	678	-113	-317	151
经营活动现金流	-1,776	-1,974	-1,518	-73
资产	-394	0	0	0
投资	-104	0	0	0
其他	61	0	0	0
投资活动现金流	-437	0	0	0
债权募资	727	0	0	0
股权募资	4,177	0	0	1,770
其他	-291	-42	-42	-42
融资活动现金流	4,613	-42	-42	1,728
现金净流量	2,492	-2,016	-1,560	1,656

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 5 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,453	2,006	2,930	4,345
营业成本	504	501	586	739
毛利率%	65.3%	75.0%	80.0%	83.0%
营业税金及附加	10	20	29	43
营业税金率%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	716	903	1,172	1,304
营业费用率%	49.2%	45.0%	40.0%	30.0%
管理费用	569	602	645	652
管理费用率%	39.2%	30.0%	22.0%	15.0%
研发费用	2,384	2,206	2,051	2,173
研发费用率%	164.0%	110.0%	70.0%	50.0%
EBIT	-2,718	-2,226	-1,553	-565
财务费用	-81	-49	-19	5
财务费用率%	-5.6%	-2.4%	-0.6%	0.1%
资产减值损失	-22	0	0	0
投资收益	-42	0	0	0
营业利润	-2,666	-2,177	-1,534	-570
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	-2,677	-2,177	-1,534	-570
EBITDA	-2,423	-1,952	-1,261	-260
所得税	-93	0	0	0
有效所得税率%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	-196	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-2,388	-2,177	-1,534	-570

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,031	4,015	2,455	4,111
应收账款及应收票据	238	263	469	617
存货	599	237	89	280
其它流动资产	349	232	236	253
流动资产合计	7,216	4,747	3,249	5,262
长期股权投资	493	493	493	493
固定资产	1,895	1,829	1,705	1,533
在建工程	1,044	835	668	534
无形资产	316	316	316	316
非流动资产合计	5,342	5,068	4,776	4,471
资产总计	12,558	9,815	8,025	9,733
短期借款	351	351	351	351
应付票据及应付账款	1,057	614	363	869
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	357	235	231	232
流动负债合计	1,766	1,200	945	1,452
长期借款	840	840	840	840
其它长期负债	176	176	176	176
非流动负债合计	1,016	1,016	1,016	1,016
负债总计	2,782	2,216	1,960	2,467
实收资本	983	983	983	983
普通股股东权益	9,484	7,306	5,772	6,973
少数股东权益	293	293	293	293
负债和所有者权益合计	12,558	9,815	8,025	9,733

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。