

2020年6月23日

科创板医药生物系列之君实生物 (688180)

医药生物

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	775	1,084	1,513	2,041
(+/-)	1322.2%	39.8%	39.6%	34.9%
营业利润	-739	-786	-697	-578
(+/-)	132.7%	6.3%	-11.3%	-17.0%
归属母公	-747	-796	-712	-599
司净利润				
(+/-)	135.5%	6.4%	-10.5%	-15.8%
EPS	-0.95	-0.91	-0.82	-0.69

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● **创新型生物制药公司。**君实生物成立于2012年,是一家创新型生物制药公司,产品覆盖肿瘤免疫治疗、代谢类疾病、炎症或自身免疫性疾病及神经系统疾病等多个治疗领域。公司致力于研发 first-in-class (同类首创) 或 best-in-class (同类最优) 的大分子药物,开发建立了涵盖蛋白药物从早期研发到产业化的整个生命周期的完整技术体系,首个产品特瑞普利单抗注射液已于2019年初上市销售,该产品全年实现营业收入77412万元。由于公司研发投入较大,目前还处于亏损阶段,2017、2018和2019年归母净利润分别为-3.17亿元、-7.23亿元和-7.47亿元。

● **生物药行业快速发展。**生物药相比化学药具有更高功效及安全性,且副作用及毒性较小,是目前世界上最畅销的医药产品。中国生物药市场仍处于发展初期,但具有强劲的增长潜力,2018年中国生物药市场规模达2,622亿元,预计至2023年和2030年,中国生物药市场规模将扩大至6,412亿元和13,198亿元。单抗是全球生物药市场最大的类别,随着医保在单抗药物覆盖方面的扩大以及免疫治疗产品的引入,我国单抗市场具有极大的市场拓展空间,预计到2023年和2030年,我国单抗市场将分别增长到1,565亿元和3,678亿元。

● **国产PD-1首个上市,适应症逐步拓展。**近年来,公司研发费用逐年增长,2019年达到9.46亿元。核心产品特瑞普利单抗注射液已于2018年12月获批上市,是国内首个获批上市的国产PD-1单克隆抗体注射液,用于治疗既往标准治疗失败后的局部进展或转移性黑色素瘤。除已获批的首个适应症外,公司也正在就特瑞普利单抗进行多项拓展适应症的临床试验。截至2020年3月底,公司正在或即将就特瑞普利单抗开展超过

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

20 项临床试验。除了 PD-1, 公司在研管线还包含 9 项临床研究产品和 12 项产品临床前研究产品。UBP1211 为重组人源抗 TNF- α 单克隆抗体注射液, 针对包括类风湿性关节炎在内的自身免疫性疾病, 为修美乐(阿达木单抗)的生物类似药, 该产品已于 2019 年 11 月获得 NMPA 新药申请受理。JS002 是由公司自主研发的注射用重组人源化抗 PCSK9 单克隆抗体, 用于治疗心血管疾病, 目前正在开展临床 II 期试验, 是国内第一家获得 PCSK9 临床批件的公司。

● **公司估值及询价分析。**我们分别采用历史估值法和绝对估值 DCF 法对公司估值进行分析测算, 并根据公司具体情况, 分别给予两种估值方法不同的权重。综合分析来看, 我们采用历史估值法预测公司估值为 273.6 亿元, 采用 DCF 法预测公司估值为 278 亿元。我们分别给予历史估值法 30%权重、DCF 估值法 70%权重, 最终得出公司预测估值约为 276.7 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 8713 万股, 公司发行后总股本为 87128 万股, 根据公司预测市值, 得出公司对应股价为 31.75 元/股, 建议询价区间为[27.61, 35.89]元/股。(注: 本报告仅供参考, 不作为具体投资建议)

● **风险提示:** 新药上市风险; 研发失败风险; 市场竞争风险。

目录

一. 公司研究分析	5
1.1 公司概况	5
1.2 公司所处行业分析	5
1.3 公司主营业务分析	7
1.4 公司财务状况分析	12
1.5 同行业可比公司分析	13
二. 公司估值及询价分析	14
2.1 历史估值法分析	14
2.2 绝对估值 DCF 法分析	15
2.3 估值及询价分析	15
三. 公司募投项目情况	16
四. 风险提示	16

图表目录

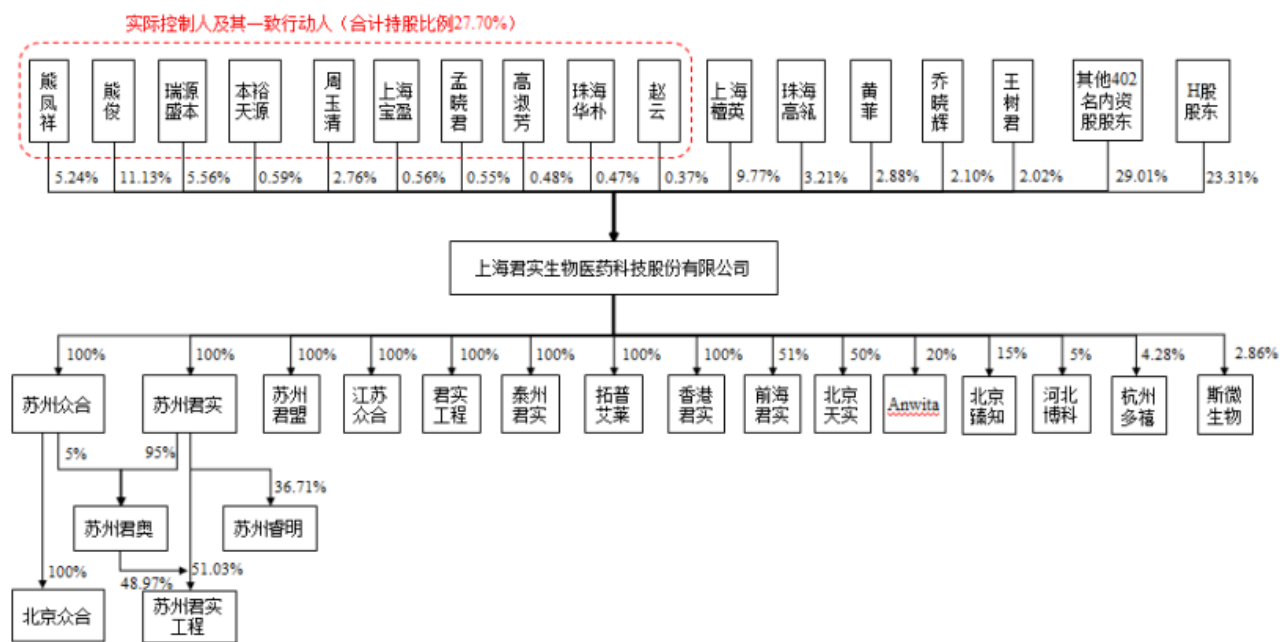
图表 1: 公司股本结构.....	5
图表 2: 中国生物药市场规模及预测.....	6
图表 3: 中国单抗市场规模及预测.....	7
图表 4: 中国 PD-1 及 PD-L1 抑制剂市场规模	7
图表 5: 公司 PD-1 研发情况.....	9
图表 6: 已上市 PD-1 药物一览.....	9
图表 7: 公司在研产品进展情况.....	11
图表 8: 2015-2019 年公司营业收入和归母净利润	12
图表 9: 2015-2019 年公司研发投入情况（万元）	13
图表 10: 2015-2019 年公司资产负债状况	13
图表 11: 同行业可比公司概况.....	14
图表 12: 公司近年融资历程.....	14
图表 13: 公司历史估值溢价分析.....	15
图表 14: DCF 估值参数	15
图表 15: 公司估值测算与询价分析.....	16
图表 16: 公司募集资金用途.....	16

一. 公司研究分析

1.1 公司概况

上海君实生物医药科技股份有限公司成立于 2012 年，是一家创新型生物制药公司，产品覆盖肿瘤免疫治疗、代谢类疾病、炎症或自身免疫性疾病及神经系统疾病等多个治疗领域，涵盖已上市销售到早期探索发现的不同研发阶段的药物。公司首个产品特瑞普利单抗注射液已于 2019 年初上市销售，是公司自主研发、具备完全自主知识产权的治疗用生物制品 1 类新药，同时也是国内首个获批上市的国产 PD-1 单克隆抗体注射液。公司于 2018 年在港股上市（君实生物-B，1877.HK），发行 15891 万股。公司控股股东、实际控制人为熊凤祥、熊俊，二人为父子关系；熊凤祥、熊俊父子及其一致行动人合计持有公司 21723 万股，占公司总股本的 27.70%。

图表 1：公司股本结构



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

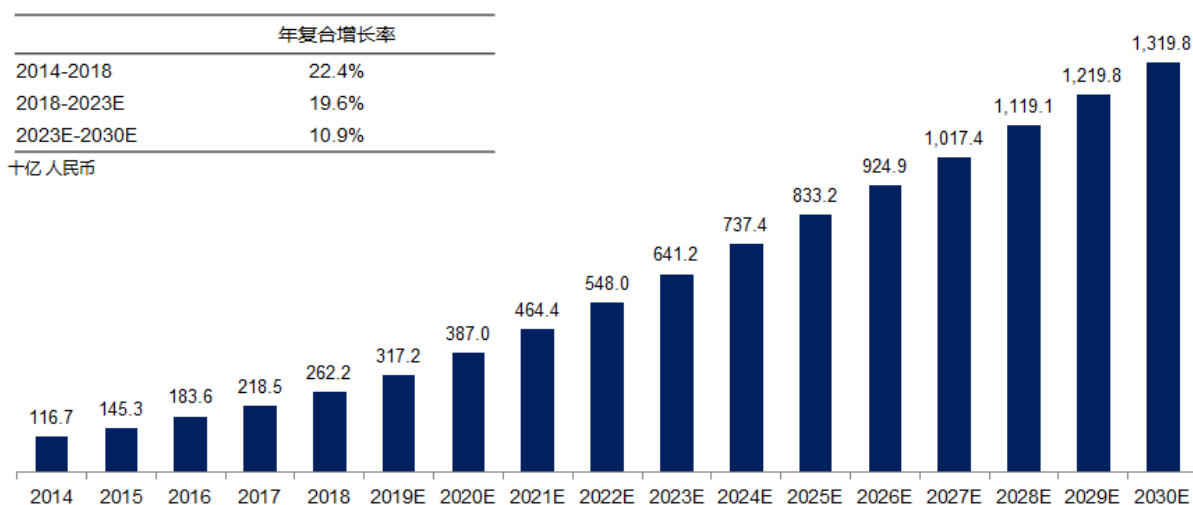
1.2 公司所处行业分析

生物药包括单克隆抗体、重组蛋白、疫苗及基因和细胞治疗药物等药物。与化学药相比，生物药具有更高功效及安全性，且副作用及毒性较小。由于其具有结构多样性，能够与靶标选择性结合、与蛋白质和其他分子进行更好的相互作用，生物药可用于治疗多种缺乏可用疗法的医学病症，是目前世界上最畅销的医药产品。全球生物药

市场规模从 2014 年的 1,944 亿美元增长至 2018 年的 2,618 亿美元, 2014 年至 2018 年的年复合增长率为 7.7%。预计到 2023 年, 全球生物药市场规模将达到 4,021 亿美元; 到 2030 年的市场将会扩大至 6,651 亿美元。

中国生物药市场仍处于发展初期, 但具有强劲的增长潜力, 2018 年中国生物药市场规模达 2,622 亿元。随着支付能力的提高、患者群体的增长以及医保覆盖范围的扩大, 预计至 2023 年, 中国生物药市场规模将进一步扩大至 6,412 亿元, 同期年复合增长率达到 19.6%。至 2030 年, 该市场预计会达到 13,198 亿元。

图表 2: 中国生物药市场规模及预测



资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

单克隆抗体药物具有明确的靶向性, 因此具有较高的安全性、有效性和依从性, 满足了极大的临床需求, 拓展了药物的适用范围, 是全球生物药市场最大的类别。2018 年全球单抗细分市场占全球生物药市场的 55.3%。预期随着全球医疗需求的不断增长、新单克隆抗体的研发、渗透率的提高, 全球单抗市场在 2023 年将继续增长至 2,356 亿美元, 到 2030 年将增长为 3,280 亿美元。

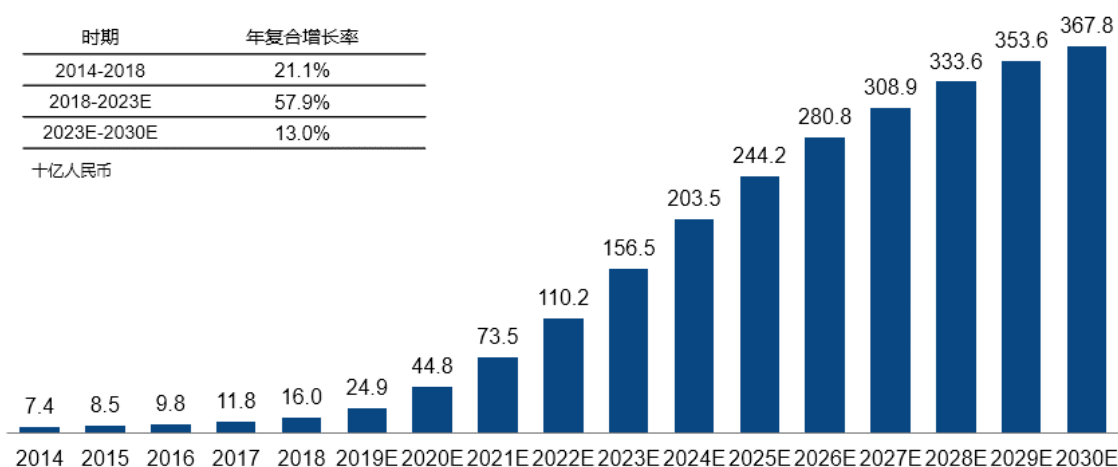
与全球市场不同的是, 2018 年中国单抗市场仅占总生物药市场的 6.1%, 单克隆抗体药物在中国的种类较少、覆盖率较低。随着医保在单抗药物覆盖方面的扩大以及免疫治疗产品的引入, 我国单抗市场具有极大的市场拓展空间。预计到 2023 年, 我国单抗市场将增长到 1,565 亿元, 到 2030 年增长到 3,678 亿元。

截至 2020 年 3 月, 全球共批准 10 款 PD-1/PD-L1 产品, 包括 7 款 PD-1 和 3 款 PD-L1 产品。作为广谱抗肿瘤单抗, PD-1/PD-L1 抑制剂的市場快速增长, 从 2014 年的 0.8 亿美元增长到 2018 年的 163 亿美元。随着更多 PD-1/PD-L1 抑制剂的获批、适应症的扩

展和渗透率的提高，预期全球 PD-1/PD-L1 抑制剂市场会进一步增长，于 2027 年达到峰值 798 亿美元。

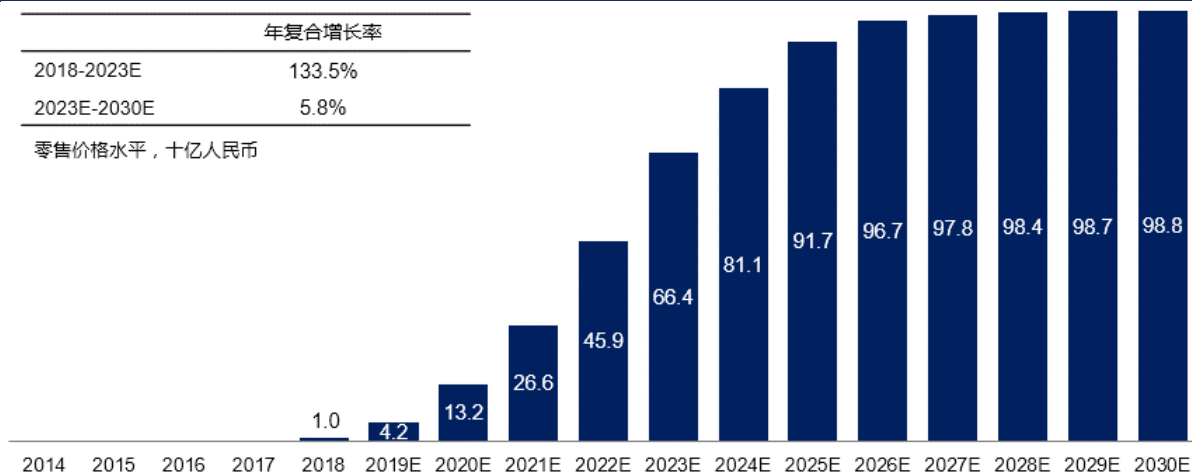
中国癌症发病率整体呈上升趋势，癌症新发患者人数将逐年增加。在各类高发病率的癌种当中，肺癌、肝癌、胃癌、结直肠癌、乳腺癌位居前五。中国 PD-1/PD-L1 抑制剂市场仍处于发展初期，但具有强劲的增长潜力，预计 PD-1/PD-L1 产品将逐步涵盖临床治疗中的不同适应症。随着不断扩大的适应症类型和患者教育带来的可及性的增强，中国 PD-1/PD-L1 抑制剂市场预计迎来快速增长，将于 2023 年达到 664 亿元。

图表 3：中国单抗市场规模及预测



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 4：中国 PD-1 及 PD-L1 抑制剂市场规模



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

1.3 公司主营业务分析

自成立以来，公司一直致力于通过自主创新开发 first-in-class（同类首创）或 best-in-class（同类最优）的大分子药物，产品覆盖肿瘤免疫治疗、代谢类疾病、炎症或自身免疫性疾病、神经系统疾病及抗病毒等领域。

公司将研发与创新视为核心竞争力，自主开发建立了涵盖蛋白药物从早期研发到产业化的整个生命周期的完整技术体系，具备抗体筛选及功能测定的自动化高效筛选平台、人体膜受体蛋白组库和高通量筛选平台、高产稳定表达细胞株筛选构建平台和抗体质量研究、控制及保证平台四大核心技术平台。

公司核心产品特瑞普利单抗注射液已于 2018 年 12 月获批上市，是国内首个获批上市的国产 PD-1 单克隆抗体注射液，用于治疗既往标准治疗失败后的局部进展或转移性黑色素瘤。特瑞普利单抗于 2019 年 2 月开始销售，2019 年全年销售额达 77412 万元。除已获批的首个适应症外，公司也正在就特瑞普利单抗进行多项拓展适应症的临床试验。截至 2020 年 3 月底，公司正在或即将就特瑞普利单抗开展超过 20 项临床试验，包括 14 项关键注册临床，与国内众多临床试验中心进行包括肺癌、肝癌、尿路上皮癌、食管癌及鼻咽癌等多个适应症在内的 I 期、II 期和 III 期临床试验，并在美国同步进行 I 期临床试验。

肿瘤免疫治疗成为继手术、化疗、放疗和靶向治疗后，肿瘤治疗领域的一场革新，其中热门靶点包括 PD-1，PD-L1，CTLA-4 等，这类药物适应症范围较广且具有良好耐受性，为广谱抗肿瘤单抗，市场潜力巨大。可瑞达和欧迪沃已获美国 FDA 批准用于黑色素瘤、非小细胞肺癌、肾细胞癌、经典型霍奇金淋巴瘤、复发或转移性头颈鳞癌、尿路上皮癌、转移性结直肠癌、肝癌、原发纵隔大 B 淋巴瘤、胃癌、宫颈癌等十五种适应症。

PD-1 单抗药物从 2018 年开始陆续在国内上市，目前共有 6 项产品获批上市，其中进口产品 2 项，国产产品 4 项。除了已获批适应症以外，各家公司也在积极推进其它适应症的临床研究以及 PD-1 与其他肿瘤用药的联合疗法。随着适应症的逐步增加，PD-1 的市场空间也将不断扩大。

图表 5：公司 PD-1 研发情况

靶点	适应症	临床前	临床一期	临床二期	临床三期	NDA	开发来源	临床试验地区	细分阶段
PD-1	黑色素瘤（二线治疗，单药）	已于 2018 年 12 月 17 日获批					自主研发	中国	已批准上市
	黑色素瘤（一线治疗，单药）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	鼻咽癌（一线治疗，与化疗联合）	关键注册临床					自主研发	亚太多中心	招募完成
	食管癌（与化疗联合）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	三阴乳腺癌（与白蛋白紫杉醇联合）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	肝细胞癌（单药，术后辅助）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	肝细胞癌（一线治疗，与贝伐珠单抗联合）	关键注册临床					自主研发	中国	尚未招募
	肾细胞癌（与阿昔替尼联合）	关键注册临床					自主研发	中国	尚未招募
	EGFR 阴性非小细胞肺癌（一线治疗，与化疗联合）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	EGFR 突变 TKI 失败晚期非小细胞肺癌（与化疗联合）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	非小细胞肺癌（新辅助治疗）	关键注册临床					自主研发	中国	尚未招募
	广泛期小细胞肺癌（与化疗联合）	关键注册临床					自主研发	中国	招募中
	鼻咽癌（二线治疗，单药，关键临床）	关键注册临床					自主研发	中国	招募完成
	尿路上皮癌（二线治疗，单药，关键临床）	关键注册临床					自主研发	中国	招募完成
	胃癌（三线治疗，单药，关键临床）	关键注册临床					自主研发	中国	尚未招募
多种实体瘤						自主研发	美国	招募中	

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 6：已上市 PD-1 药物一览

公司	通用名	商品名	海外首次获批时间	国内获批时间	国内获批适应症
百时美施贵宝	纳武利尤单抗 Nivolumab	欧狄沃 Opdivo	2014年7月（日本） 2014年12月（美国）	2018年6月	非小细胞肺癌；头颈部鳞癌；胃癌
默沙东	帕博利珠单抗 Pembrolizumab	可瑞达 Keytruda	2014年9月	2018年7月	黑色素瘤；非鳞非小细胞肺癌；非小细胞肺癌
君实生物	特瑞普利单抗 Toripalimab	拓益	N/A	2018年12月	黑色素瘤
信达生物	信迪利单抗 Sintilimab	达伯舒	N/A	2018年12月	霍奇金淋巴瘤
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗 Camrelizumab	艾瑞卡	N/A	2019年5月	霍奇金淋巴瘤；肝癌；食管鳞癌；联合用药NSCLC
百济神州	替雷利珠单抗 Tislelizumab	百泽安	N/A	2019年12月	霍奇金淋巴瘤；尿路上皮癌

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

公司产品特瑞普利单抗目前仅获批既往标准治疗失败后的局部进展或转移性黑色素瘤一项适应症, 2019 年中国黑色素瘤新发病人数为 7,563 人, 发病率较低。2019 年新发黑色素瘤病人中, 既往标准治疗失败后的局部进展或转移性黑色素瘤患者仅 2,400 人, 对应的市场规模较小。公司采取快速上市、辅以“小适应症+大适应症”的竞争策略, 率先拓展黑色素瘤, 鼻咽癌和尿路上皮癌三个病患群体相对较小的适应症, 同时积极进行肺癌、肝癌、食管癌、乳腺癌等病患群体较大的适应症临床试验来带动大适应症的市场拓展。待肺癌、肝癌等患者基数较大的适应症获批上市后, 公司 PD-1 将迎来更大的增长空间。

另外, 公司还构建了丰富的在研产品管线, 共有 21 项在研产品, 其中 19 项为创新药、2 项为生物类似药。目前 9 项产品处于临床研究阶段、12 项产品处于临床前研究阶段。UBP1211(修美乐生物类似药)已提交 NDA 并获受理; JS002(重组人源化抗 PCSK9 单抗注射液)正在开展临床 II 期试验; JS004(重组人源化抗 BTLA 单抗注射液)是全球首个获得临床试验批准的抗 BTLA 单克隆抗体注射液, 正在中美两地进行 I 期临床试验; JS501(安维汀生物类似药)、JS003(重组人源化抗 PD-L1 单抗注射液)、JS101(Pan-CDK 抑制剂)、JS005(重组人源化抗 IL-17A 单抗注射液)已进入 I 期临床试验; UB1213(重组人源化抗 BLYS 单抗注射液)正在进行临床试验准备。

UBP1211 为重组人源抗 TNF- α 单克隆抗体注射液, 针对包括类风湿性关节炎在内自身免疫性疾病, 为修美乐(阿达木单抗)的生物类似药, 该产品已于 2019 年 11 月 7 日获得 NMPA 的新药申请受理通知书。抗 TNF- α 单克隆抗体是一种治疗免疫介导的炎症性疾病的新一代疗法, 具备疗效高、安全性高且给药方便的特点。BP1211 的结构、功能及药代动力学评估显示其与修美乐高度相似, 有潜力减轻成年人中度至重度类风湿性关节炎的体征和症状, 并具有可接受的安全性特征。目前, 中国市场有 2 款阿达木生物类似药获批, 分别为百奥泰的格乐立和海正药业的安健宁, 并且还有 12 项抗 TNF- α 单抗处于临床 III 期或 NDA 阶段, 其中 6 项为阿达木生物类似药, 公司产品为 12 项在研抗 TNF- α 单抗中第三个提交 NDA 的产品。

JS002 是由公司自主研发的注射用重组人源化抗 PCSK9 单克隆抗体, 用于治疗心血管疾病, 目前正在开展临床 II 期试验, 公司是国内第一家获得 PCSK9 临床批件并且开展临床的公司。PCSK9 是最新一代降脂效率与安全性更优的降脂靶点, 用于治疗高胆固醇血症, 成为他汀类药物之后最有前景的降脂类药物。目前国内共有两项抗 PCSK9 单抗获批, 分别为安进的依洛尤单抗和赛诺菲/再生元的阿利珠单抗, 并且共有

五项抗 PCSK9 单抗正在进行临床试验，公司的研发进度位于市场前列。

图表 7：公司在研产品进展情况

治疗领域	药品代号	靶点	适应症	临床前	临床一期	临床二期	临床三期	NDA	开发来源	临床试验地区	细分阶段
肿瘤	JS003	PD-L1	尿路上皮癌，黑色素瘤，非小细胞肺癌，三阴性乳腺癌，食管癌，鼻咽癌和肝细胞癌等	→	→				自主研发	中国	招募中
	JS004	BTLA	黑色素瘤，肺癌，淋巴瘤	→	→				自主研发	美国	招募中
			肿瘤	→	→			中国		尚未招募	
	JS006	TIGIT	多种实体瘤	→				自主研发	/	工艺开发	
	JS007	CTLA-4	肺癌，黑色素瘤	→				自主研发	/	工艺开发	
	JS009	未予披露	未予披露	→				自主研发	/	成药性分子优化	
	JS011	未予披露	未予披露	→				自主研发	/	成药性分子优化	
	JS012	未予披露	未予披露	→				自主研发	/	工艺开发	
	JS101	Pan-CDK	乳腺癌	→				自主研发	中国	尚未招募	
	JS104	Pan-CDK	乳腺癌	→				合作开发	/	工艺开发	
	JS105	PI3K-α	乳腺癌,肾癌,淋巴瘤	→				合作开发	/	工艺开发	
	JS014	IL-21	肿瘤	→				合作开发	/	工艺开发	
	JS501	VEGF (安维汀生物类似药)	转移性结肠癌和晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌	→	→				合作开发	中国	招募完成
	JS108	抗 Trop2 单抗 -Tub196 偶联剂	Trop2 阳性三阴性乳腺癌、小细胞肺癌、胰腺癌等实体肿瘤	→	→				合作开发	除日本、韩国以外的全部亚洲国家及区域	IND 申请已获受理
代谢疾病	JS002	PCSK9	高血脂症	→	→	→			自主研发	中国	招募完成
	JS008	未予披露	未予披露	→					自主研发	/	成药性分子筛选
自身免疫	UBP1211	TNF-α (修美乐生物类似药)	类风湿性关节炎，强直性脊柱炎，银屑病关节炎	→	→	→	→		合作开发	中国	NDA 已受理
	JS005	IL-17A	银屑病，类风湿性关节炎	→	→				自主研发	中国	招募中
	UBP1213	BLyS	系统性红斑狼疮	→	→				合作开发	中国	剂型改进与临床试验准备中
神经系统	JS010	未予披露	未予披露	→					自主研发	/	工艺开发
抗感染	JS016	S 蛋白	新型冠状病毒肺炎	→	→				合作开发	中国	临床申报准备

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部（截至 2020 年 3 月 31 日）

除了卓越的创新药物发现能力和生物技术研发能力，公司同时也具备规模生产能力。目前已拥有 2 个生产基地，其中苏州吴江生产基地已获 GMP 认证，拥有 3000L 发酵能力，正在进行公司产品的商业化生产和临床试验用药的生产；上海临港生产基地按照 cGMP 标准建设，其中一期项目已于 2019 年底投入试生产，一期项目产能

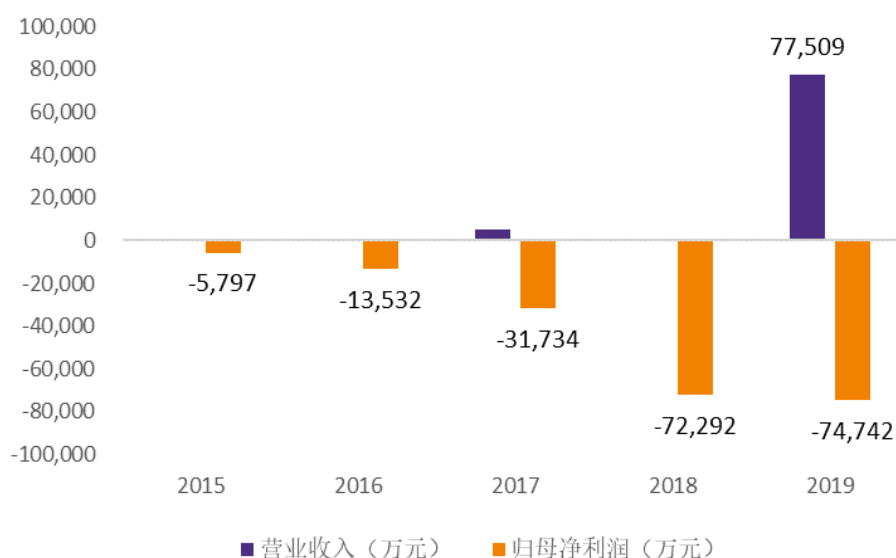
30000L。成熟的单抗药物研发和生产体系，以及较强的生产成本控制能力助力公司在生物药的市场竞争中保持良好竞争力。

公司在全球设有三个研发中心，其中旧金山实验室与马里兰实验室主要专注于肿瘤和自身免疫性疾病领域已知与创新靶点的机制研究、药物发现以及药物分子的精准筛选；国内苏州研发中心则主要进行在研药品的功能学验证与工艺开发。随着产品管线的不断丰富和对药物联合治疗的进一步探索，公司的创新领域还将持续扩展至包括小分子药物、抗体药物偶联物（ADC）等在内的更多类型药物的研发以及癌症、自身免疫性疾病的下一代创新疗法的探索。

1.4 公司财务状况分析

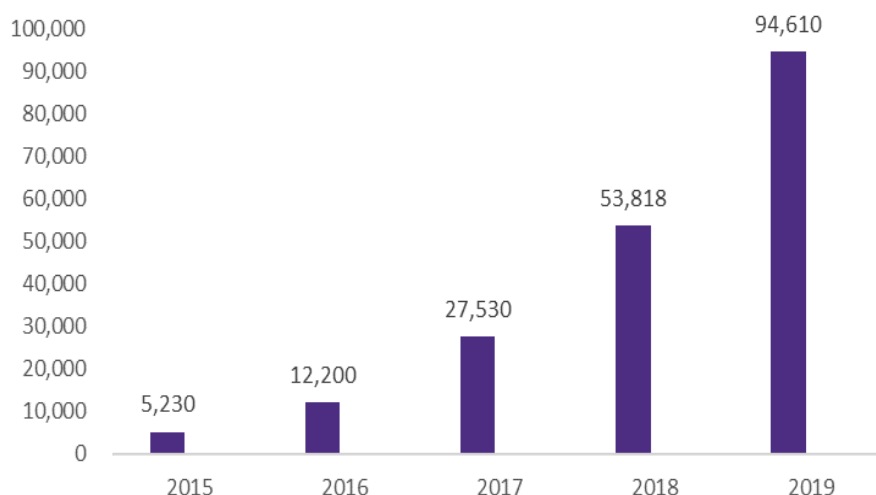
2015-2018 年公司无上市产品，未产生营业收入，2019 年公司的特瑞普利单抗注射液开始上市销售，全年营业收入达到 7.75 亿元。但是由于大多数产品还处于研发阶段，每年的研发支出较大，2017、2018 和 2019 年公司归母净利润分别为-3.17 亿元、-7.23 亿元和-7.47 亿元。公司研发费用逐年增长，2017-2019 年公司研发支出分别为 2.75 亿元、5.38 亿元和 9.46 亿元，年复合增长率 85.38%。2019 年公司总资产为 44.12 亿元，资本负债率为 32.50%。

图表 8：2015-2019 年公司营业收入和归母净利润



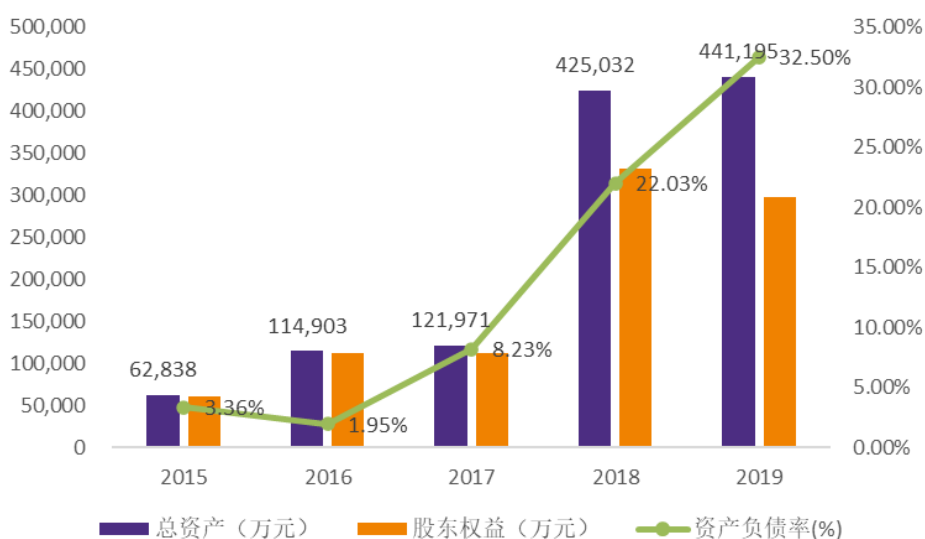
资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 9：2015-2019 年公司研发投入情况（万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 10：2015-2019 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

1.5 同行业可比公司分析

公司主要业务为生物药物的研发生产，已有一项上市产品，并有 9 项产品处于临床研究阶段，与贝达药业、信达生物、百济神州等创新药公司具有一定可比性。

图表 11：同行业可比公司概况

可比公司	股票代码	2019年营业收入 (亿元)	2019年净利润 (亿元)	总市值 (亿元)	产品数量			
					获批上市	III 期临床或递交上市申请	II 期临床	I 期临床/临床试验准备中
贝达药业	300558	15.54	2.31	479	1	3	1	6
百济神州	6160.HK	4.28	-9.49	1102	5	1	1	7
信达生物	1801.HK	10.48	-17.20	712	1	4	1	13
基石药业	2616.HK	0.00	-23.08	96	0	4	2	4
歌礼制药	1672.HK	1.73	-0.96	39	2	1	2	4
华领医药	2552.HK	0.00	-4.25	74	0	1	0	1
君实生物	1877.HK	7.75	-7.44	452	1	1	1	6

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部（市值数据日期为 2020 年 6 月 22 日）

二. 公司估值及询价分析

2.1 历史估值法分析

公司于 2015 年挂牌新三板，于 2018 年在港股上市，经过了多次定向增发进行融资。2019 年 1 月，公司于港股市场完成定向增发后估值达到 136.8 亿元，我们在公司 136.8 亿元的基础上，给予 100%的溢价率，则公司对应的当前估值约为 273.6 亿元。

图表 12：公司近年融资历程

时间	公司融资历程	股本 (万股)	估值 (亿元)
2015.8	新三板挂牌	1470	
2015.11	吸收合并众合医药	2205	
2015.12	第一次定增	2756	17.5
2016.2	第二次定增+资本公积转增股本	50400	20.0
2016.6	第三次定增	50910	30.5
2016.8	第四次定增	55000	49.5
2017.1	第五次定增	58475	53.8
2018.2	第六次定增	60140	108.3
2018.12	港股上市	76031	132.7
2019.1	港股定增	78415	136.8

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 13：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
溢价率	20%	40%	60%	80%	100%	120%	140%	160%	180%
估值（亿元）	164.2	191.5	218.9	246.2	273.6	301.0	328.3	355.7	383.0

资料来源：华鑫证券研发部

2.2 绝对估值 DCF 法分析

我们对公司的研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.11，无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.82%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 278 亿元。

图表 14：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	1.11
WACC	8.82%
股权比例	99.22%
永续增长率	3%
市值（亿元）	278.0

资料来源：华鑫证券研发部

2.3 估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 273.6 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 278 亿元。考虑到公司尚处于早期发展阶段，未实现盈利，我们以 DCF 估值法为主、历史估值参考法为辅对公司进行估值测算，我们分别给予历史估值参考法 30%权重、DCF 估值法 70%权重，最终得出公司当前估值约为 276.7 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 8713 万股，公司发行后总股本为 87128 万股；根据公司预测市值 276.7 亿元，得出公司对应股价为 31.75 元/股，建议询价区间为 [27.61, 35.89] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 15：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值(亿元)	273.6	30%
PE估值法估值(亿元)	0.0	0%
DCF估值法估值(亿元)	278.0	70%
市值(亿元)	276.7	
发行后总股本(万股)	87128	
每股股价(元/股)	31.75	
询价区间(元/股)	27.61	35.89

资料来源：华鑫证券研发部

三. 公司募投资项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 8713 万股，占公司发行后总股本的比例不超过 10.01%，发行后总股本不超过 87128 万股，募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 16：公司募集资金用途

序号	项目名称	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	创新药研发项目	120,000.00	120,000.00
2	君实生物科技产业化临港项目	180,000.00	70,000.00
3	偿还银行贷款及补充流动资金	80,000.00	80,000.00
合计		380,000.00	270,000.00

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

四. 风险提示

- 1) 新药上市风险：公司在研药品上市进程存在不确定性，可能出现产品学术推广或商业化进展不及预期现象；
- 2) 研发失败风险：公司共有 21 项在研产品创新药处于研发阶段，存在药物研发失败和研发进展不及预期风险；
- 3) 市场竞争风险：公司产品具有多项在研或者已上市竞品，上市后可能面临较为激烈的市场竞争。



分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>