

核心产品快速放量，研发管线进一步推进

——君实生物半年报点评

买入|维持

当前价 90.80 元

事件：

8月29日，公司公告2020年半年报，报告期内公司实现营收5.75亿元，同比增长85.88%；归母净利润-6.00亿元，扣非归母净利润-6.06亿元。

国元观点：

● 核心产品进一步放量，研发投入保持高增长

特瑞普利单抗 Q1、Q2 分别实现销售收入 1.72 亿元、2.54 亿元，在疫情影响下仍实现较高的环比增速。此外，公司实现专利和技术服务收入 1.49 亿元，预计主要为中和抗体项目与礼来的合作形成的许可收入。公司特瑞普利单抗毛利率 89.84%，受益于产业化能力的提升以及生产效率的提高，毛利率实现小幅优化。

截至半年报，公司销售团队人数达到 561 人，较年初的 360 人大幅增加，销售能力得到进一步加强。研发投入 7.09 亿元，同比增长 92.25%，其中 4.97 亿元用于特瑞普利单抗的临床试验推进；销售费用率 39.69%，总体较为稳定；管理费用率 25.01%，管理费用进一步优化。

● 在研管线有序进行，中科抗体进展顺利

公司目前在研管线丰富，包括 19 个创新药和 2 个生物类似物，多个项目获得积极进展：**特瑞普利单抗**：正在全球展开 30 余项临床试验，其中 15 项为关键注册性临床，上半年新开展 4 项关键注册性临床；与贝伐珠单抗联用一线治疗肝癌、与仑伐替尼联用一线治疗肝癌、与阿昔替尼联用治疗肾细胞癌、单药三线治疗胃癌；鼻咽癌和尿路上皮癌适应症的 NDA 申请获受理并被纳入优先审评。此外，公司与默克就联合西妥昔单抗治疗头颈部鳞癌达成合作协议；JS002 (PCSK9)：正在进行 III 期临床试验的启动工作；**JS016 (中和抗体)**：根据查询，海外针对轻型/普通型新冠肺炎患者的 II 期临床研究正在进行 (NCT04427501)；JS108 (重组人源化抗 Trop2 单抗-Tub196 偶联剂) 获得 NMPA 的 IND 批准；其余在研项目也在有序推进中。

公司积极同其他企业展开合作：公司与 Revitope Oncology 达成合作，讲研发新一代 T 细胞嵌合活化肿瘤免疫疗法。公司与英派药业成立合资公司，进行 Senaparib (IMP4297) PARP 抑制剂的研发和商业化。公司与志道生物达成协议，获得对 IL-2 药物(LTC002)进行临床前开发、临床研究及商业化并使用相关专利技术的独占许可。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 20-22 年营业收入分别为 13.71/18.92/29.42 亿元，归母净利润-9.37/-7.61/-1.79 亿元，考虑到公司长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

受全球疫情影响，相关业务放缓风险；市场竞争加剧风险；新药研发景气度下降风险；行业监管趋严风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2.93	775.09	1370.71	1891.92	2942.46
收入同比 (%)	-94.63	26375.24	76.85	38.02	55.53
归母净利润(百万元)	-722.92	-747.42	-937.22	-761.47	-178.69
归母净利润同比 (%)	-127.80	-3.39	-25.39	18.75	76.53
ROE (%)	-21.81	-25.10	-18.87	-18.10	-4.43
每股收益 (元)	-0.77	-0.80	-1.00	-0.82	-0.19
市盈率(P/E)	-117.18	-113.34	-90.39	-111.25	-474.08

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 151.0 / 88.9

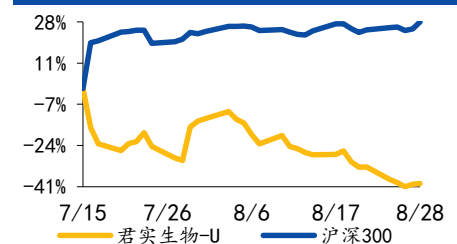
A 股流通股 (百万股): 251.09

A 股总股本 (百万股): 871.28

流通市值 (百万元): 22799.11

总市值 (百万元): 79111.91

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司首次覆盖报告-君实生物 (688180): 立足自主研发，助力创新崛起》2020.07.01

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 汤芬芬

电话 021-51097188

邮箱 tangfenfen@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2910.18	1911.12	3488.69	2323.32	2154.74
现金	2763.57	1220.85	2467.81	1208.88	666.57
应收账款	6.64	163.21	287.85	416.22	647.34
其他应收款	6.24	9.70	16.45	22.70	35.31
预付账款	44.65	297.74	400.93	283.79	308.96
存货	48.47	180.67	240.56	340.55	441.37
其他流动资产	40.61	38.95	75.09	51.18	55.20
非流动资产	1340.14	2500.84	2839.44	2986.68	2930.70
长期投资	1.03	72.25	72.25	72.25	72.25
固定资产	259.65	328.44	1383.66	1883.71	2025.29
无形资产	75.86	142.92	142.92	142.92	142.92
其他非流动资产	1003.59	1957.23	1240.60	887.80	690.24
资产总计	4250.32	4411.95	6328.13	5310.00	5085.44
流动负债	471.07	578.23	731.07	717.87	764.55
短期借款	18.13	76.89	85.00	95.00	95.00
应付账款	217.40	326.69	400.93	340.55	353.09
其他流动负债	235.54	174.65	245.14	282.32	316.45
非流动负债	465.11	855.70	629.27	384.15	289.79
长期借款	150.00	744.90	544.90	294.90	194.90
其他非流动负债	315.11	110.80	84.37	89.25	94.89
负债合计	936.18	1433.92	1360.34	1102.01	1054.34
少数股东权益	-1.11	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	760.31	784.15	932.98	932.98	932.98
资本公积	3797.24	4180.42	6967.35	6967.35	6967.35
留存收益	-1242.28	-1999.07	-2936.29	-3697.76	-3876.46
归属母公司股东权益	3315.26	2978.03	4967.79	4207.99	4031.11
负债和股东权益	4250.32	4411.95	6328.13	5310.00	5085.44

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-516.95	-1179.48	-1028.86	-769.17	-329.28
净利润	-722.85	-747.73	-937.22	-761.47	-178.69
折旧摊销	33.70	63.06	84.63	169.88	218.39
财务费用	14.74	-13.18	-16.70	-23.05	-10.14
投资损失	26.80	1.83	-5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	119.01	-456.62	-185.88	-116.77	-327.05
其他经营现金流	11.65	-26.83	31.30	-32.74	-26.78
投资活动现金流	-414.79	-959.59	-475.97	-274.50	-124.98
资本支出	557.37	862.26	500.00	300.00	150.00
长期投资	-105.54	119.59	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	37.05	22.27	24.04	25.50	25.02
筹资活动现金流	3432.60	593.58	2751.78	-215.26	-88.05
短期借款	18.13	58.76	8.11	10.00	0.00
长期借款	150.00	594.90	-200.00	-250.00	-100.00
普通股增加	175.56	23.84	148.83	0.00	0.00
资本公积增加	2740.83	383.18	2786.94	0.00	0.00
其他筹资现金流	348.08	-467.09	7.91	24.74	11.95
现金净增加额	2497.27	-1549.54	1246.96	-1258.93	-542.31

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2.93	775.09	1370.71	1891.92	2942.46
营业成本	1.95	90.68	160.37	283.79	441.37
营业税金及附加	2.24	7.30	12.34	17.03	26.48
营业费用	20.49	320.06	616.82	756.77	1059.28
管理费用	132.03	216.92	303.69	364.43	400.87
研发费用	538.18	946.10	1277.24	1290.01	1225.51
财务费用	14.74	-13.18	-16.70	-23.05	-10.14
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	10.27	23.43	19.04	20.50	20.02
投资净收益	-26.80	-1.83	5.00	5.00	5.00
营业利润	-719.30	-738.89	-949.01	-766.54	-170.90
营业外收入	0.03	0.28	10.00	10.00	10.00
营业外支出	4.80	28.02	20.28	22.86	22.00
利润总额	-724.07	-766.62	-959.29	-779.40	-182.90
所得税	-1.21	-18.89	-22.06	-17.93	-4.21
净利润	-722.85	-747.73	-937.22	-761.47	-178.69
少数股东损益	0.06	-0.31	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-722.92	-747.42	-937.22	-761.47	-178.69
EBITDA	-670.86	-689.01	-881.07	-619.72	37.35
EPS (元)	-0.95	-0.95	-1.00	-0.82	-0.19

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	-94.63	26375.24	76.85	38.02	55.53
营业利润 (%)	-126.53	-2.72	-28.44	19.23	77.71
归属母公司净利润 (%)	-127.80	-3.39	-25.39	18.75	76.53
获利能力					
毛利率 (%)	33.29	88.30	88.30	85.00	85.00
净利率 (%)	-24693.11	-96.43	-68.37	-40.25	-6.07
ROE (%)	-21.81	-25.10	-18.87	-18.10	-4.43
ROIC (%)	-99.81	-33.77	-34.02	-25.54	-5.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.03	32.50	21.50	20.75	20.73
净负债比率 (%)	17.96	58.28	47.32	36.64	28.81
流动比率	6.18	3.31	4.77	3.24	2.82
速动比率	6.07	2.99	4.44	2.76	2.24
营运能力					
总资产周转率	0.00	0.18	0.26	0.33	0.57
应收账款周转率	0.77	9.13	6.08	5.37	5.53
应付账款周转率	0.02	0.33	0.44	0.77	1.27
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.77	-0.80	-1.00	-0.82	-0.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.55	-1.26	-1.10	-0.82	-0.35
每股净资产 (最新摊薄)	3.55	3.19	5.32	4.51	4.32
估值比率					
P/E	-117.18	-113.34	-90.39	-111.25	-474.08
P/B	25.55	28.45	17.05	20.13	21.02
EV/EBITDA	-116.74	-113.67	-88.89	-126.38	2097.17

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188