



君实生物(688180.SH)

【粤开医药公司点评】君实生物(688180.SH)携手阿斯利康，FDA 申报上市，君实生物的“先手棋”

2021年03月04日

事项：

增持(首次评级)

分析师：陈梦洁

执业编号：S0300520100001

电话：010-64814022

邮箱：chenmengjie@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略】2021年3月十大金股及市场展望》

2021-03-01

《【粤开策略解盘】从三方面解析上市公司分红计划-0302》

2021-03-02

《【粤开策略重磅会议点评】牛年首发，银保监会主席在国新办发布会发言的三大看点》

2021-03-02

《【粤开策略流动性专题】两会前夕市场流动性观察》

2021-03-02

2月28日，公司与阿斯利康制药签署《独家推广协议》，根据协议安排，公司将授予阿斯利康制药特瑞普利单抗注射液（商品名：拓益®）在中国大陆地区后续获批上市的泌尿肿瘤领域适应症的独家推广权，以及所有获批适应症在非核心城市区域的独家推广权。公司将继续负责核心城市区域除泌尿肿瘤领域适应症之外的其他获批适应症的推广。

3月3日，君实生物已经向FDA递交特瑞普利单抗的滚动上市申请，用于治疗鼻咽癌。特瑞普利单抗成为首个递交FDA上市申请的国产PD-1抗体。

评论：

携手阿斯利康，特瑞普利单抗有望国内+国际多点开花

特瑞普利单抗由君实生物自主研发，于2018年12月获国家药监局附条件批准上市，是首个上市的国产PD-1单抗，首个适应症为黑色素瘤。2021年2月19日，特瑞普利单抗获批第二个适应症，用于治疗既往接受过二线及以上系统治疗失败的复发/转移性鼻咽癌患者。除了已获批的黑色素瘤和鼻咽癌适应症，特瑞普利单抗用于二线治疗转移性尿路上皮癌适应症的上市申请已于2020年7月被国家药监局纳入优先审评程序。

此次君实生物与阿斯利康的合作，意味着特瑞普利单抗所有非核心市场的推广权与尿路上皮癌适应症核心的全国市场推广权未来由阿斯利康拥有。

我们认为，通过与阿斯利康合作，君实生物可凭借阿斯利康在中国深耕多年所积累的广覆盖渠道网络，尤其是在县域市场的推广能力，推进特瑞普利单抗注射液在中国市场的商业化工作，核心逻辑为：

PD-1 竞争加剧，与时间赛跑迫在眉睫

竞争加剧主要体现为两点：一是研发扎堆，随着新玩家的不断入场，“量”不断提升。据统计，目前中国共60余款PD-(L)1单抗处于临床阶段，且靶点存在高度重复性，研发同质化日益严重。同质化归根结底在于抗体follow的门槛较低，国内专利环境规定同靶点、不同序列即为法规上的新药，因此研发仅仅是相对简单的重复性工作，这导致国内PD-1抗体的申报如雨后春笋般涌现。而研发同质化终会导致致命恶果，一方面企业大量的资源浪费在重复的研发项目上；二是未来必将出现价格战下的优胜劣汰，企业能否收回高昂的研发费用尚未可知。尤其是在原研药和Fast Follower的马太效应影响下，Slow Follower常被迫夹缝中生存。

二是PD-1相继纳入医保，“价”不断下降。2020年3月1日，《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020年）》正式实施。其中，四款国产PD-1抑制剂——特瑞普利单抗、信迪利单抗、替雷利珠单抗和卡瑞利珠单抗全部进入医保行列。纳入医保后，特瑞普利单抗价格为2100元/240mg、906元/80mg，较医保前7200元/240mg、3105元/80mg均下降70.8%。



巧借东风，借力阿斯利康基层销售能力

君实生物作为创新药企业，商业化能力与恒瑞医药存在差距。而阿斯利康作为深耕国内市场的跨国巨头，凭借高举高打的营销策略开疆拓土，市场基础牢固。2020年4月，在带量采购的大背景下，阿斯利康专门成立“县级肿瘤团队”，专攻基层市场，目前已覆盖28个省，1850个县，团队人数已突破4500人。与之对比，君实生物的销售人员仅700人，完全无法覆盖中国广大的基层市场。因此，借力阿斯利康这一非传统“代理商”十分划算，且可以在短期内产生良好的结果。

从联姻的角度，过去均是跨国外企寻找国内代理商开拓基层市场，如2011年默沙东与先声展开战略合作，2012年辉瑞牵手海正组建海正辉瑞制药有限公司，外企看中的是国内制药企业已经搭建的基层营销渠道，以规模自营团队高成本的弊端。“三十年河东，三十年河西”，在跨国制药企业频频失利于带量采购，甚至拜尔的拜糖平国内企业寻找跨国“CSO”的模式实属罕见。

牵手 Coherus，瞄准海外市场大棋

国产PD-1出海仿佛成了潮流，恒瑞医药、百济神州、信达生物、君实生物在出海之路玩得不亦乐乎。

2021年2月，君实生物与Coherus就特瑞普利单抗在美国和加拿大的开发和商业化达成合作。君实生物将与Coherus共同开发特瑞普利单抗，由Coherus负责美国和加拿大的所有商业活动，君实生物获得Coherus总额最高达11.1亿美元的首付款可选项目执行费和里程碑付款。

3月3日，君实生物向FDA递交特瑞普利单抗的滚动上市申请，二者的合作预计将于2022年开花结果。凭借Coherus在美国的商业化能力，特瑞普利单抗海外市场的开拓进程将提速，预计将对公司的持续经营产生积极影响。

盈利预测

国际市场，特瑞普利单抗授权Coherus获得首付款1.5亿美元，国内市场，特瑞普利单抗2020年实现14亿元销售额，黑色素瘤和鼻咽癌非核心市场的推广权、尿路上皮癌全国市场的推广权授予阿斯利康，将进一步推动公司未来业绩。但是，特瑞普利单抗依然为君实生物的单一上市品种，在PD-(L)1竞争愈发激烈的大背景下，未来市场仍存在不确定性。预计公司2021-2022年收入分别为51.12、66.73亿元，归母净利润分别为7.54、12.32亿元，EPS分别为1.01、1.6，当前股价对应PE分别为97、61.73倍。未来，随着PD-1尿路上皮癌适应症获批、全球市场的推广和创新产品研发的推进，预计公司业绩逐步改善，首次覆盖，给予增持评级。

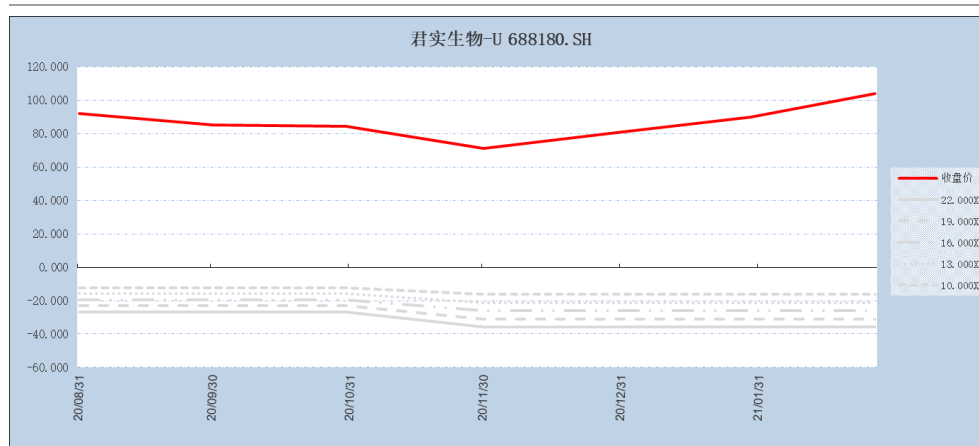
风险提示

风险提示：海外市场拓展不及预期，产品降价风险，竞争加剧风险。


图表1：国内上市的 PD-1 和 PD-L1 获批适应症一览

类型	通用名	联用药品	适应症	治疗地位	获批时间
PD-1	卡瑞利珠单抗	培美曲塞+卡铂	非鳞非小细胞肺癌	一线	2020.6
		NA	晚期食道癌	二线	2020.6
		NA	晚期肝癌	二线	2020.3
		NA	霍奇金淋巴瘤	三线	2019.5
	帕博利珠单抗	NA	食管鳞状细胞癌	二线	2019.7
		NA	非小细胞肺癌	一线	2018.11
		化疗	鳞状非小细胞肺癌	一线	2018.10
		培美曲塞+铂类	非鳞状非小细胞肺癌	一线	2018.09
		NA	黑色素瘤	一线	2018.02
	纳武利尤单抗	NA	非小细胞肺癌	二线	2018.6
		NA	头颈部鳞癌	二线	2019.10
		NA	复发性胃腺癌和胃食道连接部腺癌	三线	2020.3
	替雷利珠单抗	NA	经典型霍奇金淋巴瘤	三线	2019.12
		NA	尿路上皮癌	二线	2020.4
		紫杉醇+卡铂	局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌	一线	2021.1
	特瑞普利单抗	NA	黑色素瘤	二线	2018.12
NA		复发/转移性鼻咽癌患者	三线	2021.02	
信迪利单抗	NA	霍奇金淋巴瘤	三线	2018.12	
	培美曲塞+铂类	非鳞状非小细胞肺癌	一线	2021.02	
PD-L1	阿替利珠单抗	卡铂+依托泊苷	小细胞肺癌	一线	2020.02
	度伐利尤单抗	NA	III 期非小细胞肺癌	二线	2019.12

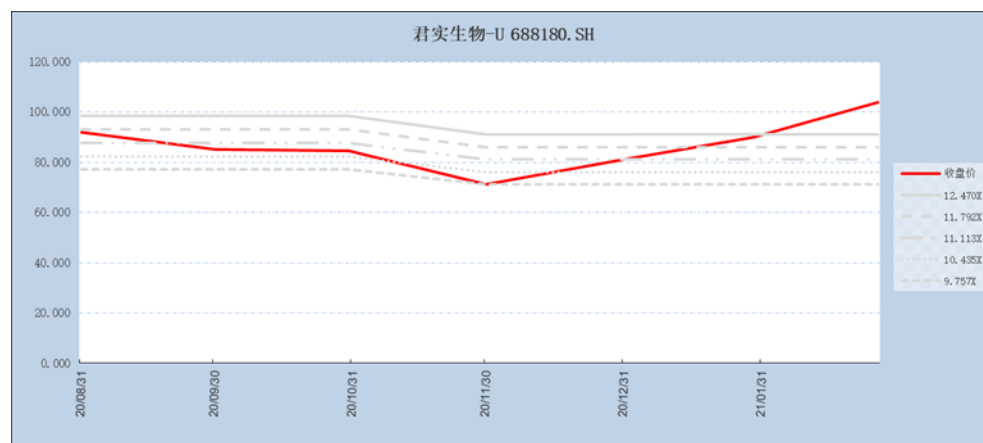
资料来源：CDE、粤开证券研究院

图表2：公司 PE Band


资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表3：公司 PE Band



资料来源：Wind、粤开证券研究院


附录：公司财务预测表 (百万元)

资产负债表					现金流量表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1911.12	2,255	2,751	3,109	经营活动现金流	-1179.48	-1,498	-674	-472
现金	1220.85	-253	-900	-1,403	净利润	-780	-856	753	1,232
应收账款	163.21	274	472	854	折旧摊销	63.06	54	46	39
其它应收款	9.7	10	10	11	财务费用	-13	2	6	7
预付账款	297.74	402	973	1,119	投资损失	1.83	2	2	2
存货	180.67	192	199	205	营运资金变动	-1,106	315	356	171
其他	38.95	1,630	1,997	2,324	其它	655	-1,015	-1,838	-1,923
非流动资产	2500.84	2,951	3,689	4,722	投资活动现金流	-959.59	-1,104	-1,214	-1,396
长期投资	72.25	74	77	79	资本支出	-862.21	925	1,001	1,069
固定资产	328.44	345	372	410	长期投资	72	74	77	79
无形资产	142.92	154	176	204	其他	-1,894	-2,103	-2,292	-2,544
其他	1957.23	2,377	3,064	4,029	筹资活动现金流	593.58	1,128	1,241	1,365
资产总计	4411.95	5,206	6,440	7,830	短期借款	77	78	78	79
流动负债	578.23	607	747	933	长期借款	745	752	767	756
短期借款	76.89	78	78	79	其他	-228	298	395	530
应付账款	326.69	333	343	333	现金净增加额	-1549.54	-1,474	-647	-503
其他	174.65	196	325	521					
非流动负债	855.7	924	1,017	1,118	主要财务比率				
长期借款	744.9	752	767	756	成长能力				
其他	110.8	172	249	362	营业收入	26375.48%	94.00%	240.00%	30.53%
负债合计	1433.92	1,531	1,763	2,052	营业利润	6.63%	3.04%	-213.54%	57.14%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	29.32%	-254.46%	-188.08%	63.53%
归属母公司股东权益	2978.03	3,675	4,677	5,779	获利能力				
负债和股东权益	4411.95	5,206	6,440	7,830	毛利率	88.30%	88.66%	89.66%	90.34%
利润表					净利率	71.46%	-56.90%	14.74%	18.47%
营业收入	775.09	1,504	5,112	6,673	ROE	-24.79%	-25.73%	18.04%	23.57%
营业成本	90.68	170	529	645	偿债能力				
营业税金及附加	7.3	8	8	9	资产负债率	32.5%	29.41%	27.38%	26.20%
销售费用	320.06	632	1,636	2,069	净负债比率	48.2%			
管理费用	216.92	180	613	801	流动比率	3.31%	371.44%	368.42%	333.05%
研发费用	946.1	1,323	1,431	1,735	速动比率	2.48	339.89%	341.75%	311.07%
财务费用	-13.18	2	6	7	营运能力				
资产减值损失	0	0	0	0	总资产周转率	0.18	0.31	0.88	0.94
公允价值变动收益	23.43	19	15	12	应收账款周转率	9.13	6.88	13.71	10.07
投资净收益	-1.83	-2	-2	-2	应付账款周转率	0.33	0.52	1.56	1.91
营业利润	-738.89	-795	902	1,418	每股指标(元)				
营业外收入	0.28	0	0	0	每股收益	0.92	-0.98	0.86	1.41
营业外支出	28.02	24	21	19	每股经营现金	-1.96	-1.72	-0.77	-0.54
利润总额	-766.62	-818	881	1,399	每股净资产	4.95	4.21	5.36	6.62
所得税	-18.89	38	128	167	估值比率				
净利润	-747.73	-856	753	1,232	P/E	108.58	-101.98	115.78	70.80
少数股东损益	-0.31	0	0	0	P/B	20.19	23.74	18.66	15.10
归属母公司净利润	-747.42	-856	754	1,232	EV/EBITDA	-84.81	-120.15	94.86	62.27
EBITDA	-742.92	-741	948	1,457					
EPS (元)	-0.86	-0.93	1.01	1.6					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com