

君实生物-U (688180.SH)

国际化脚步绝对领先，商业化能力持续加强，向 BioPharma 迈进

本篇报告为我们第三篇君实生物的深度报告。第一篇为2020年7月的61页深度报告《君实生物：厚积薄发即将进入收获期，专注创新播种新冠“特效药”》系统性梳理了公司的产品线及研发特色。第二篇为2020年10月的26页深度报告《君实生物：PD1+综合抗体双驱动，厚积薄发的 Biotech 新星》，对中和抗体和公司加速拓展的管线进行了论述。而本篇我们梳理了公司这一年发生的各项变化，研发方面公司 PD-1 和中和抗体的国际化、其他管线的扩充均快速推进，销售方面公司也做了诸多探索尝试，我们认为市场对于公司的研发能力、国际化进度、销售改善三方面均存在预期差。

特瑞普利单抗积极进行大适应症拓展，加快国际化发展步伐。作为首个获批上市的国产 PD-1 品种，同时也是首个在 FDA 申报的国产 PD-1 品种，特瑞普利单抗黑色素瘤、鼻咽癌和尿路上皮癌三个适应症已上市，黏膜黑色素瘤、鼻咽癌和软组织肉瘤适应症获得 FDA 孤儿药资格认定，其中鼻咽癌适应症获 FDA 突破性疗法。2021年6月，特瑞普利单抗 JUPITER-02 III 期临床研究入选美国肿瘤学会 (ASCO) 重磅摘要，实现本土创新药在 ASCO 全体大会发言零的突破。特瑞普利单抗在肺癌、肝癌、胃癌等大适应症接连布局，全面覆盖辅助新辅助、一线和后线治疗领域，国际化节奏有序推进。多项一线疗法适应症将于 2020~2023 年陆续上市，进入收获密集期。

新冠中和抗体为公司商业化再添助力。公司携手中科院及礼来联合开发的新冠 S 蛋白中和抗体 Etesevimab (JS016) 与礼来公司 LY-CoV555 联用的双抗体疗法已率先获得 FDA 紧急使用授权。联合疗法已获得美国政府价值 2.1 亿美元的 10 万剂订单 (美国国防部网站)，根据新浪财经报道，君实合作伙伴礼来计划在 2021 年上半年向全球供应百万剂 Etesevimab，我们预计新冠中和抗体将在 2021 年带来 10 亿元以上的销售额，公司业绩有望扭亏。

In-house、license-in、collaboration 三轮驱动，助力研发巨舰腾飞。公司采用多线思维，以创新为本，实现以肿瘤免疫为重心，全面覆盖五大疾病领域的前沿品种齐发展策略。First-in-class 的抗 BTLA 单抗、具有与 PD-1 联用潜力的 TIGIT&CD112R 靶点、百亿市场空间的 CTLA-4 单抗，公司内生研发在肿瘤免疫治疗领域实现深耕。与 Revitope 合作研发 PrecisionGATE™ 肿瘤免疫疗法、与英派合作研发 PARP 抑制剂、引入多禧的 TROP2-ADC、微境的 XPO1 等产品为公司管线扩充注入新力量。内研发、外引进、共合作，公司正成长为国内最具发展潜力的 Biotech 之一。

盈利预测及投资评级。预计公司 2021-2023 年收入分别可达 36.69 亿元、33.59、45.04 亿元，同比增长分别为 130%、-8.4%、34.1%；归母净利润分别为 6.24 亿元、1.27 亿元以及 2.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.14 以及 0.23 元，对应 2021 年 PE 为 113X，维持“买入”评级。

风险提示：研发失败的风险；产品降价的风险；中和抗体需求下降的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	775	1,595	3,669	3,359	4,504
增长率 yoy (%)	26375.5	105.8	130.0	-8.4	34.1
归母净利润 (百万元)	-747	-1,669	624	127	208
增长率 yoy (%)	3.4	123.2	-137.4	-79.7	64.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.82	-1.83	0.69	0.14	0.23
净资产收益率 (%)	-25.1	-28.6	9.7	1.9	3.1
P/E (倍)	-94.7	-42.4	113.4	558.8	340.8
P/B (倍)	23.8	12.1	11.0	10.8	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 9 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
7月9日收盘价(元)	72.89
总市值(百万元)	66,385.06
总股本(百万股)	910.76
其中自由流通股(%)	7.97
30日日均成交量(百万股)	1.94

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gscq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gscq.com

相关研究

- 《君实生物-U (688180.SH): 特瑞普利系列临床研究闪耀 ASCO, 创新国际化稳步推进》2021-06-13
- 《君实生物-U (688180.SH): 收入超高速增长, 中和抗体有望超预期兑现, 创新管线持续丰富》2021-04-29
- 《君实生物 (688180.SH): 销售+研发持续超预期, 创新国际化先锋进入加速发展期》2021-03-31



内容目录

一、前言：为什么我们在这个时间点看好君实生物？	5
二、PD-1单抗：多适应症研发持续推进，海内外同步加快发展	5
三、新冠中和抗体：“防治结合”抗疫，创新引领收获	13
四、研发管线布局：聚焦肿瘤免疫，以创新为本	18
4.1 BTLA：全球首发，研发管线新突破	19
4.2 TIGIT&CD112R：新型 checkpoint 助力 PD-1，巩固肿瘤免疫全布局	19
4.3 CTLA-4：追击热门靶点，进军百亿空间市场	21
4.4 管线其他布局：in-house、license-in、collaboration 三轮驱动加速腾飞	23
五、商业化发展：积极寻求合作伙伴，助力特瑞普利全面打开市场	24
六、盈利预测	24
6.1 关键假设及收入成本预测	24
6.2 绝对估值及可比公司估值	26
6.3 盈利预测与投资评级	27
七、风险提示	27

图表目录

图表 1：特瑞普利各适应症研发进展	6
图表 2：国产 PD-1 单抗肺癌适应症临床试验情况	7
图表 3：国产 PD-1 单抗胃癌适应症临床试验情况	7
图表 4：国产 PD-1 单抗肝癌适应症临床试验情况	7
图表 5：国产 PD-1 单抗其他瘤种适应症临床试验情况	7
图表 6：特瑞普利单抗 NDA 计划与潜在病人数	8
图表 7：特瑞普利单抗预期覆盖人群	8
图表 8：2021 年初至今特瑞普利单抗适应症研发进展	9
图表 9：特瑞普利单抗联合化疗一线治疗鼻咽癌临床试验研究结果	10
图表 10：国产 PD-1 单抗肺癌适应症临床试验结果	11
图表 11：国产 PD-1 单抗肝胆癌适应症临床试验结果	11
图表 12：国产 PD-1 单抗胃食管癌适应症临床试验结果	12
图表 13：国产 PD-1 海外 license-out 进度	12
图表 14：特瑞普利单抗收入预测	13
图表 15：中和抗体在研结构概况	14
图表 16：新冠中和抗体研发进展	15
图表 17：BLAZE-1 研究结果	16
图表 18：全球 (a) 与美国 (b) 主要 SARS-CoV-2 变异毒株时间线	16
图表 19：SARS-CoV-2 野生型及各变异株结构	16
图表 20：各新冠中和抗体对不同变异毒株作用效能	17
图表 21：JS016 销售收入预测	17
图表 22：公司在研产品管线进展	18
图表 23：BTLA 作用机制	19
图表 24：TIGIT 抑制 NK 细胞和 T 细胞功能	20
图表 25：CD112R 负调控 T 细胞功能	21
图表 26：CTLA-4 参与免疫反应负调节	22

图表 27: 中国 CTLA-4 市场规模.....	22
图表 28: Opdivo 与 Yervoy 联用相关临床试验结果.....	23
图表 29: 君实生物收入拆分.....	25
图表 30: 公司研发管线假设及 DCF 估值	26
图表 31: 可比公司估值.....	27

一、前言：为什么我们在这个时间点看好君实生物？

本篇报告为我们第三篇君实生物的深度报告。第一篇为2020年7月的61页深度报告《君实生物：厚积薄发即将进入收获期，专注创新播种新冠“特效药”》系统性梳理了公司的产品线及研发特色。第二篇为2020年10月的26页深度报告《君实生物：PD1+综合抗体双驱动，厚积薄发的Biotech新星》，对中和抗体和公司加速拓展的管线进行了论述。而本篇我们梳理了公司这一年发生的各项变化，研发方面公司PD-1和中和抗体的国际化、其他管线的扩充均快速推进，销售方面公司也做了诸多探索尝试，我们认为市场对于公司的研发能力、国际化进度、销售改善三方面均存在预期差：

在研发方面，市场或认为公司研发管线尚处不成熟阶段，对以特瑞普利单抗为代表的适应症冷门、覆盖面偏窄的观点为预期差之一。事实上，公司具有同类Biotech企业鲜有的源头创新实力，这正是创新药企成长的原动力。

- 首先，特瑞普利有计划地规避了其他国产PD-1单抗激烈竞争的大适应症，独辟蹊径，通过差异化的布局实现快速上市，占得先机；同时，大适应症铺展进程迅速，十余项关键注册临床的顺利推进为产品的后续爆发提供了有力保障；
- 其二，面对2020年突如其来的新冠肺炎疫情，公司迅速找到切入点，布局新冠中和抗体的研发，体现了成熟精准的研发直觉。JS016成为全球最快进入临床试验阶段的中和抗体品种，走在了大多数跨国药企身前，展现了公司全生命周期研发平台的不凡实力。公司在此领域的研发成果也成功吸引了跨国制药巨头礼来的合作。

在销售方面，市场认为公司商业化能力弱于传统药企及同行。一方面，信达生物的信迪利单抗真实销售费用率为96.04%，百济神州替雷利珠单抗销售费用率为95.5%，而特瑞普利单抗销售费用控制平稳，真实销售费用率为68.8%，显著低于同类产品，有利于产品的可持续发展；另一方面，公司注重营销和商业化水平提升，积极寻求阿斯利康作为特瑞普利单抗在非核心市场及泌尿肿瘤领域合作伙伴，借助其在县域市场广阔的销售渠道实现产品下沉，在合作交流中扩展销售团队容量，提升渠道推广能力。

在国际化方面，公司与国际伙伴展开多产品、多维度合作，加速推进国际化研发项目，实现核心产品海外临床进行以及商业落地。公司两大上市产品均已迈出国际化发展步伐，Coherus Biosciences接管了特瑞普利单抗在北美市场的发展与上市，与国内科研机构、海外合作伙伴共同开发的Etesevimab（JS016）已在欧美、巴西、印度等国获得紧急使用授权（EUA）。公司积极的向外发展意向势必在国际化发展中超市场预期。

二、PD-1单抗：多适应症研发持续推进，海内外同步加快发展

PD-(L)1类药物是目前抗肿瘤领域最具热度的品种，全球范围内共计12款产品上市，已有20余种适应症获批。PD-1单抗适应患者人群庞大，自2014年首款产品上市以来，6年内全球PD-1市场规模迅速扩张至290亿美元。在中国，目前共有4款国产PD-1产品上市，分别是恒瑞医药的卡瑞利珠单抗、君实生物的特瑞普利单抗、信达生物的信迪利单抗和百济神州的替雷利珠单抗，均已纳入新版医保目录，2020年营收均突破10亿元。

PD-1国内竞争中，公司具先发优势，技术领先。特瑞普利单抗作为首个获批上市的国产PD-1品种，具独特结合位点、高配体亲和力、强劲细胞内吞的作用特点，接连拿下黑色素瘤、鼻咽癌和尿路上皮癌三个适应症，黏膜黑色素瘤、鼻咽癌和软组织肉瘤适应

症获得 FDA 孤儿药资格认定。2020 年 9 月，特瑞普利单抗用于鼻咽癌适应症又获 FDA 突破性疗法，是首个获此认定的国产 PD-1 单抗。

目前，特瑞普利单抗共有超 30 项临床试验正在进行，其中 12 项处于 III 期临床阶段，项目推进迅速，试验结果积极。除单药使用外，公司积极开发特瑞普利的联合治疗应用潜力，多种联用模式在海内外试验中收获正向印证。

图表 1：特瑞普利各适应症研发进展

区域	适应症	IND	临床 Ia	临床 Ib	临床 II 期	临床 III 期	NDA	备注
中国	黑色素瘤 (2L)							单药, 已获批
中国	鼻咽癌 (3L)							单药, FDA 突破疗法, 孤儿药, 已提交 BLA, NMPA 已批准
国际多中心	鼻咽癌 (1L)							联合化疗
中国	尿路上皮癌 (2L)							单药, 已获批
中国	非小细胞肺癌 (EGFR-)							联合化疗
中国	非小细胞肺癌 (EGFR 突变 TKI 失败晚期)							联合化疗
中国	非小细胞肺癌 (新辅助)							
中国	小细胞肺癌 (1L)							联合化疗
中国	食管鳞癌 (1L)							联合化疗
中国	食管鳞癌 (新辅助)							
中国	黑色素瘤 (1L)							单药
中国	三阴性乳腺癌							联合白蛋白紫杉醇
国际多中心	肝细胞癌 (1L)							联合仑伐替尼
国际多中心	肝细胞癌 (1L)							联合贝伐珠单抗
中国	肝细胞癌 (辅助)							
中国	胃癌 (3L)							单药
中国	肾细胞癌 (1L)							联合阿昔替尼
国际多中心	尿路上皮癌 (1L, PD-L1+)							
中国	黏膜黑色素瘤							联合阿昔替尼, FDA 快速通道、孤儿药; NMPA 突破性治疗
中国	肉瘤							FDA 孤儿药

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

在国产 PD-1 适应症布局赛道，特瑞普利另辟蹊径，多点开花，全面推进。目前国内 PD-1 产品市场呈现五位拉锯态势，差异化成为制胜关键，君实前期的适应症选择创造了入局时机的优势。国产 PD-1 竞争格局头部的五家均积极拓展适应症，以收割更广阔空间，抢占市场份额。激烈竞争态势下，公司除在黑色素瘤、鼻咽癌、尿路上皮癌适应症上持续领跑，后续更部署肺癌、肾癌、三阴乳腺癌、肝癌、食管鳞癌、胃癌、淋巴瘤等，广泛覆盖大适应症，适应症细分疗法布局较为全面。特瑞普利单抗全面进军一线、二线、辅助、新辅助治疗领域，在研适应症超过 15 个，进入 III 期临床项目数居领先地位，积极拓宽产品应用范畴。

图表 2: 国产 PD-1 单抗肺癌适应症临床试验情况

公司	药物	适应症	登记号	临床阶段	进度	开始时间
恒瑞	SHR-1210	非小细胞肺癌	CTR20170322	III期	招募完成	2017/4/13
			CTR20181611	III期	已完成	2018/9/13
			CTR20200638	III期	招募中	2020/4/13
			CTR20170090	I期	招募完成	2017/1/24
			CTR20170299	I期	已完成	2017/3/29
			CTR20181657	I期	尚未招募	2018/9/17
			CTR20190113	其它(评价安全性和有效性)	主动暂停	2019/2/13
小细胞肺癌	CTR20180077	I期	招募完成	2018/1/31		
	CTR20180275	I期	招募中	2018/3/6		
君实生物	JS001	非小细胞肺癌	CTR20171117	I期	招募完成	2017/10/20
			CTR20192525	Ib/II期	尚未招募	2019/12/19
			CTR20190768	III期	招募中	2019/4/19
			CTR20190147	III期	招募中	2019/1/24
			CTR20192179	III期	招募中	2019/11/6
百济神州	BGB-A317	非小细胞肺癌	CTR20180032	III期	招募完成	2018/7/10
			CTR20180292	III期	招募完成	2018/7/26
			CTR20200821	III期	招募中	2020/5/12
			CTR20190511	III期	招募中	2019/5/17
			CTR20170361	I期	招募完成	2017/7/27
信达生物	IBI308	非小细胞肺癌	CTR20181437	III期	招募完成	2018/9/11
			CTR20170380	III期	招募完成	2017/5/18
			ChiCTR-010-17013726	I期	正在进行	2017/12/6
康方生物	AK105	非小细胞肺癌	CTR20182025	III期	招募完成	2018/11/14
			CTR20182009	III期	招募中	2018/11/13
康方生物	AK104	非小细胞肺癌	CTR20202203	Ib/II期	招募中	2020/11/12
			CTR20202437	I期	招募中	2020/12/1

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 国盛证券研究所

图表 3: 国产 PD-1 单抗胃癌适应症临床试验情况

公司	药物	适应症	登记号	临床阶段	进度	开始时间
恒瑞	SHR-1210	胃癌	CTR20200709	III期	招募中	2020/4/26
			CTR20200708	III期	招募中	2020/4/21
			CTR20200045	III期	主动暂停	2020/1/9
		胃癌或胃食管交界癌	CTR20180318	I期	招募完成	2018/3/29
			CTR20190072	III期	招募中	2019/1/24
			CTR20170750	其它(评价安全性和有效性)	招募中	2017/7/17
局部晚期食管鳞癌	CTR20170755	其它(评价安全性和有效性)	招募中	2017/7/26		
	CTR20160740	Ib/II期	招募中	2016/9/28		
君实生物	JS001	晚期胃癌、食管鳞癌、鼻咽癌、头颈部鳞癌	CTR20201425	I期	招募中	2020/8/20
			CTR20182314	III期	招募完成	2018/12/5
			CTR20210766	III期	尚未招募	2021/4/27
百济神州	BGB-A317	食管癌、胃癌或胃食管结合部癌	CTR20170515	I期	招募完成	2017/6/9
			CTR20181841	III期	招募中	2018/12/7
		食管鳞状细胞癌	CTR20171026	III期	招募完成	2018/1/9
			CTR20190198	III期	招募中	2019/5/24
信达生物	IBI308	胃及胃食管交界癌	CTR20181953	III期	招募中	2018/11/2
			CTR20170258	I期	招募完成	2017/3/21
康方生物	AK105	胃或胃食管结合部癌	CTR20200753	III期	招募中	2020/5/21
			AK104	实体癌	CTR20182027	Ib/II期

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 国盛证券研究所

图表 4: 国产 PD-1 单抗肝癌适应症临床试验情况

公司	药物	适应症	登记号	临床阶段	进度	开始时间
恒瑞	SHR-1210	晚期肝细胞癌	CTR20181039	III期	主动暂停	2018/7/10
			CTR20171534	III期	尚未招募	2017/12/22
			CTR20160871	II/III期	已完成	2016/11/14
			CTR20191551	III期	招募完成	2019/8/5
			CTR20191073	III期	招募中	2019/6/6
			CTR20170196	I期	招募完成	2017/3/21
			CTR20170910	其它(评价安全性和有效性)	尚未招募	2017/8/11
			CTR20180270	I期	招募完成	2018/3/15
			CTR20182528	III期	招募完成	2019/1/3
			CTR20191073	III期	招募中	2019/6/6
君实生物	JS001	肝细胞癌或肝内胆管细胞癌	CTR20190396	Ib/II期	尚未招募	2019/3/8
			CTR20200190	II期	招募中	2020/2/14
			CTR20201822	II期	招募中	2020/9/16
			CTR20182326	III期	招募中	2018/12/6
			CTR20201226	III期	招募中	2020/7/1
百济神州	BGB-A317	肝细胞癌	CTR20200192	III期	招募中	2020/3/2
			CTR20210634	III期	招募中	2021/4/8
			CTR20170882	III期	招募中	2018/1/3
康方生物	AK105	肝细胞癌	CTR20171257	I期	招募完成	2018/2/9
			CTR20200972	I期	招募中	2020/6/19
康方生物	AK104	晚期肝细胞癌	CTR20182026	其他	招募中	2018/11/19
			CTR20200779	Ib/II期	招募中	2020/5/11
康方生物	AK104	晚期肝细胞癌	CTR20210090	I期	招募中	2021/1/26

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 国盛证券研究所

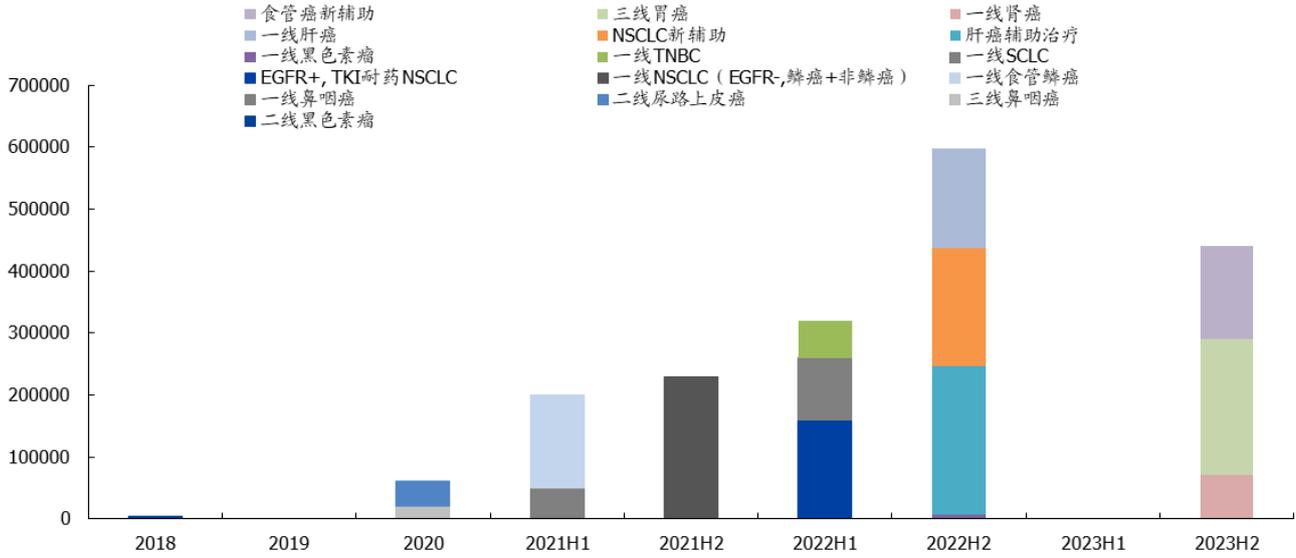
图表 5: 国产 PD-1 单抗其他瘤种适应症临床试验情况

公司	药物	适应症	登记号	临床阶段	进度	开始时间
恒瑞	SHR-1210	黑色素瘤	CTR20160207	I期	已完成	2016/4/6
			CTR20180865	II期	招募完成	2018/6/15
		鼻咽癌	CTR20170267	I期	已完成	2017/4/12
			CTR20181864	III期	招募完成	2018/10/22
		软组织肉瘤	CTR20181785	II期	招募完成	2018/10/26
		泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤	CTR20191816	II期	招募中	2019/12/23
君实生物	JS001	黑色素瘤(NDA)	CTR20180025	III期	招募中	2018/1/15
			CTR20160900	II期	招募中	2017/2/8
			CTR20170779	II期	招募中	2017/8/31
			CTR20181088	I期	招募完成	2018/7/27
			CTR20170347	I期	招募中	2017/4/7
百济神州	BGB-A317	膀胱尿路上皮癌	CTR20201856	III期	尚未招募	2020/9/14
			CTR20180789	III期	招募中	2018/5/26
			CTR20170345	Ib期	招募中	2017/4/25
			CTR20170071	II期	招募中	2017/4/18
信达生物	IBI318	复发或转移鼻咽癌	CTR20190543	III期	招募中	2019/5/8
			CTR20182534	III期	招募中	2019/3/25
康方生物	AK105	T细胞和NK细胞肿瘤	CTR20171387	II期	招募中	2018/1/9
			CTR20190340	I期	招募中	2019/3/1
康方生物	AK104	鼻咽癌	CTR20182470	II期	招募中	2019/1/9
			CTR20210230	I期	尚未招募	2021/2/7
康方生物	AK104	转移性鼻咽癌一线	CTR20192735	II期	尚未招募	2020/2/27

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 国盛证券研究所

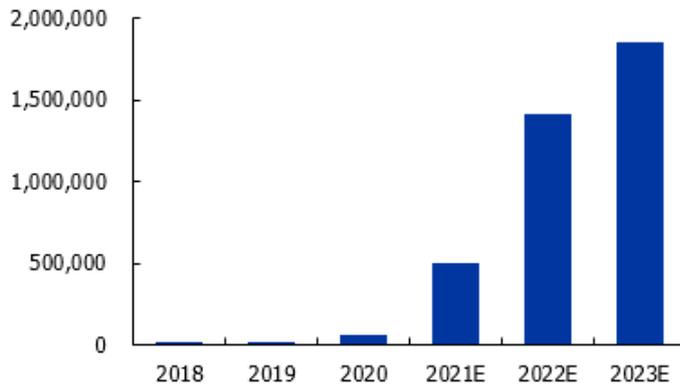
特瑞普利多项适应症拓展稳步推进, 预计 2021-2023 进入密集收获期。目前特瑞普利在大适应症应用方面持续发力, 包括国际多中心研究在内共有 15 项正在进行或已经完成的关键注册临床试验, 在多种实体瘤中评估特瑞普利应用于不同治疗方案的有效性。鼻咽癌、食管癌、非小细胞肺癌的一线治疗方案临床推进较快, 有望陆续在 2021-2023 年申报, 为产品收获增添动力。

图表6: 特瑞普利单抗 NDA 计划与潜在病人数 (单位: 人)



资料来源: 临床试验公示, 国盛证券研究所

图表7: 特瑞普利单抗预期覆盖人群 (单位: 人)



资料来源: 临床试验公示, 国盛证券研究所

2021年初至今，特瑞普利单抗适应症拓展进度持续推进：

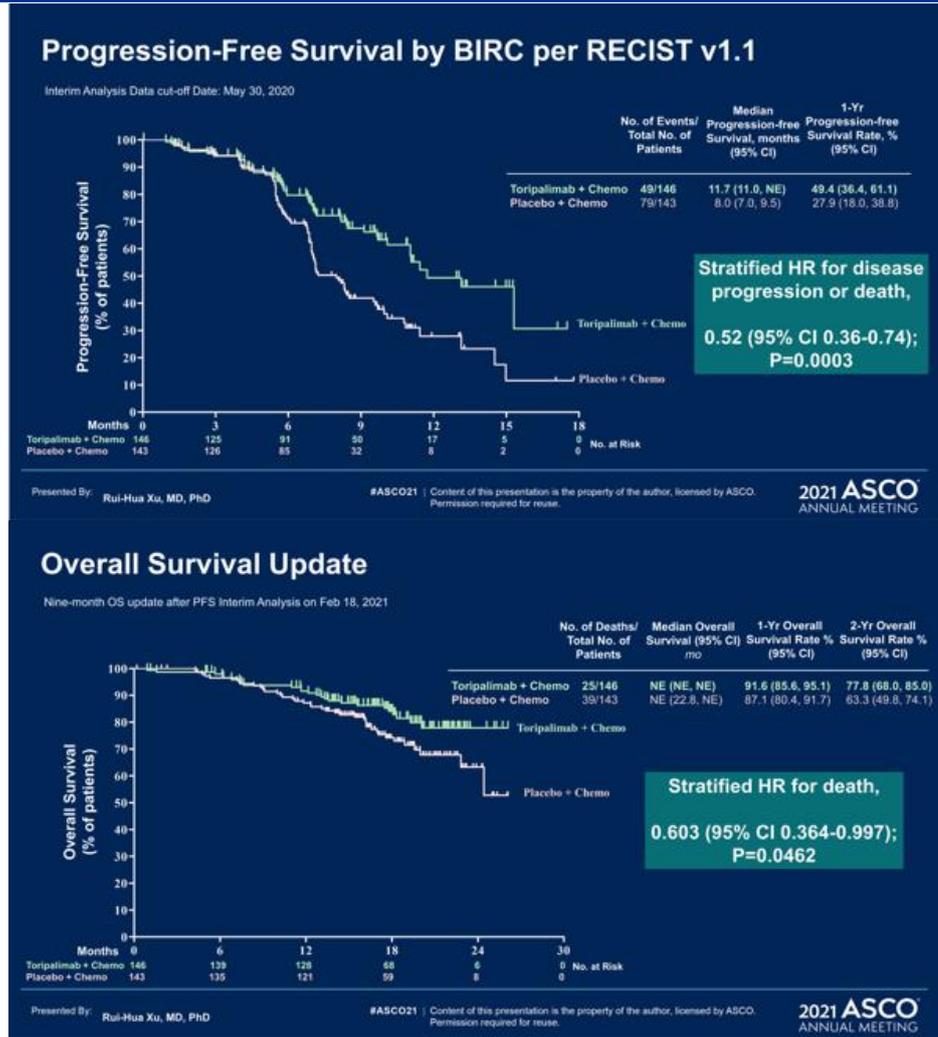
图表 8：2021年初至今特瑞普利单抗适应症研发进展

时间	适应症	事件	备注
2021.1	黏膜黑色素瘤	特瑞普利单抗联合阿昔替尼用于黏膜黑色素瘤一线治疗获 FDA 快速通道资格认定，III 期临床获批	美国，联用
2021.2	复发/转移性鼻咽癌	特瑞普利用于既往接受过二线及以上系统治疗失败的复发/转移性鼻咽癌适应症获 NMPA 批准	中国，单用
2021.3	晚期肝细胞癌	在 CSCO 公布特瑞普利联合贝伐珠单抗一线治疗晚期肝细胞癌 II 期研究初期分析获积极结果，宣布启动国际多中心 III 期临床研究	国际多中心，联用
2021.3	复发/转移性鼻咽癌	开始向 FDA 滚动提交特瑞普利单抗用于治疗复发或转移性鼻咽癌生物制品许可申请(BLA)，我国首个向 FDA 提交上市申请的自主研发 PD-1 单抗	美国，单用
2021.4	晚期食管鳞癌	特瑞普利单抗联合紫杉醇/顺铂一线治疗晚期食管鳞癌的随机、双盲、安慰剂对照、多中心的 3 期临床研究 (JUPITER-06) 成功	中国，联用
2021.4	局部晚期或转移性尿路上皮癌	特瑞普利单抗用于含铂化疗失败包括新辅助或辅助化疗 12 个月内进展的局部晚期或转移性尿路上皮癌的治疗获 NMPA 批准	中国，单用
2021.6	复发/转移性鼻咽癌	特瑞普利联合吉西他滨、顺铂一线治疗复发/转移性鼻咽癌 III 期临床中期分析获积极结果，入选 ASCO 大会重磅摘要	国际多中心，联用

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2021年6月7日的 ASCO 全体大会上，公司报告 III 期临床试验 JUPITER-02 实验结果，确证特瑞普利单抗联合吉西他滨和顺铂一线治疗复发或转移性鼻咽癌疗效。 研究中期分析数据显示，特瑞普利单抗+GP 方案化疗患者的中位无进展生存期 (PFS) 达到 11.7 个月，显著优于单纯 GP 方案化疗的 8.0 个月 (HR=0.52)，客观缓解率 (ORR, 77.4% vs. 66.4%)、缓解持续时间 (DoR, 10.0 个月 vs. 5.7 个月) 优势明显。JUPITER-02 研究入选 2021 ASCO 大会重磅研究摘要 (LBA)，GP + PD-1 组合有望成为复发转移性鼻咽癌新的标准一线方案。**JUPITER-02 研究成为自 ASCO 年会有线上官方记录以来，首个入选全体大会的本土创新药物研究，也是迄今为止全球范围内规模最大的免疫检查点抑制剂联合化疗一线治疗复发或转移性鼻咽癌的 III 期注册临床研究。**

图表 9: 特瑞普利单抗联合化疗一线治疗鼻咽癌临床试验研究结果



资料来源: 2021 ASCO, 国盛证券研究所

应对 PD-1 大适应症, 特瑞普利单抗普遍疗效优越, 有望赶超上市。特瑞普利单抗与依托泊苷、顺铂、安罗替尼联合用于广泛期小细胞肺癌一线治疗, II 期临床数据显示 ORR 与 DCR 均达到惊人的 100%; 肝细胞癌方面, 特瑞普利联合仑伐替尼和肝动脉灌注的一线疗法 ORR 为 63.9% (RECIST1.1) 或 66.7% (mRECIST), mPFS 为 10 个月, 对晚期肝细胞癌治疗有效; 特瑞普利联合仑伐替尼和化疗在肝内胆管癌一线治疗中 ORR 达 80%, mPFS 为 10 个月, 效果显著; 用于晚期胃癌/胃食管连接癌治疗中, 特瑞普利联合脉冲治疗, ORR 为 70.8%。在 PD-1 的几大适应症治疗中, 特瑞普利均显示优越疗效, 远超同类产品。积极的临床数据有望支持特瑞普利加快大适应症的上市节奏。

图表 10: 国产 PD-1 单抗肺癌适应症临床试验结果

公司	治疗方式	药物	靶点	适应症	临床阶段	ORR	其他
君实生物	一线	特瑞普利+依托泊苷+顺铂+安罗替尼	PD-1	广泛期小细胞肺癌	II	100.0%	DCR 100%
	二线	特瑞普利+MCTL治疗	PD-1	晚期非小细胞肺癌	Ib	38.4%	DCR 71.4%
	二线	特瑞普利+vorolanib	PD-1+VEGFR+PDGFR	非小细胞肺癌	II		17%PR; 33%SD;
	新辅助	特瑞普利+培美曲塞/白紫+化疗	PD-1	可切除三期非小细胞肺癌	II		66.7%MPR
	辅助	特瑞普利	PD-1	晚期非小细胞肺癌	回顾	21.3%	DCR 81.7%
百济神州	一线	替雷利珠+tociperlimab vs 帕博利珠+安慰剂	PD-1+TIGIT	PD-L1阳性非小细胞肺癌	III		
	一线	替雷利珠+p+c vs 替雷利珠+p+c vs p+c	PD-1	鳞状非小细胞肺癌	III	69.2%vs75%vs50%	
信达生物	一线	CIK细胞+信迪利+化疗	PD-1+细胞疗法	非小细胞肺癌	Ib	81.3%	DCR 100%
	新辅助	信迪利	PD-1	非小细胞肺癌	Ib		DFS 23.9
康方生物	一线	Penpulimab+安罗替尼	PD-1	晚期非鳞非小细胞肺癌		51.7%	DCR 90.5%
	二线	Penpulimab+安罗替尼	PD-1	小细胞肺癌		50.0%	DCR 75%

资料来源: ASCO, 国盛证券研究所

图表 11: 国产 PD-1 单抗肝胆癌适应症临床试验结果

公司	治疗方式	药物	靶点	适应症	临床阶段	ORR	其他
君实生物	一线	特瑞普利+Gemox化疗+仑伐替尼	PD-1+VEGFR	晚期肝内胆管癌	II	80.0%	DCR 93.3%
	一线	特瑞普利+仑伐替尼	PD-1+VEGFR	晚期肝内胆管癌	II	32.3%	DCR 74.2%
	一线	特瑞普利+安罗替尼	PD-1+VEGF	不可切除肝细胞癌	II	25.0%	DCR 87.5%
	一线	特瑞普利+仑伐替尼+肝动脉灌注化疗	PD-1+VEGFR	晚期肝细胞癌	II	63.9% (RECIST1.1); 66.7% (mRECIST)	
信达生物	一线	信迪利+安罗替尼	PD-1+VEGF	肝细胞癌	II	40.0%	DCR 95%
康方生物	一线	Cadonilimab+仑伐替尼	PD-1+VEGFR	不可切除肝细胞癌	II	44.4%	DCR 77.8%
		Penpulimab+安罗替尼	PD-1+VEGF	不可切除肝细胞癌	Ib/II	31.0%	

资料来源: ASCO, 国盛证券研究所

图表 12: 国产 PD-1 单抗胃癌适应症临床试验结果

公司	治疗方式	药物	靶点	适应症	临床阶段	ORR	其他
君实生物	一线	特瑞普利+sox方案	PD-1	局部晚期或复发/转移性胃/胃食管连接癌		57% (2疗程); 60% (4疗程); 43% (6疗程)	93%/90%/57%
	一线	特瑞普利+surufatinib	PD-1+VEGFR+FGFR+CSF-1R	晚期胃或胃食管连接癌	II	13.3% (已确认), 33.3% (未确认)	DCR 73.3%
	新辅助	特瑞普利+FLOT方案	PD-1	局部晚期可切除胃/胃食管交界癌	II		pCR 25%, MPR 42.9%
康方生物	一线	Cadonilimab+奥沙利铂+卡培他滨	PD-1+CTLA-4		Ib	66.7% (可评估)	DCR 95.8%
信达生物	二/三线	信迪利+白紫+S-1+阿帕替尼	PD-1+VEGFR-2	胃癌		50.0%	
	新辅助	信迪利+放化疗	PD-1	胃和胃食管交界癌	Ib		ICR 42.1%

资料来源: ASCO, 国盛证券研究所

扬帆出海, 特瑞普利有望率先登陆海外市场。公司对特瑞普利单抗推行中美双报策略, 并于 2021 年 3 月开始向美国 FDA 滚动提交特瑞普利单抗用于治疗复发或转移性鼻咽癌的生物制品许可申请 (BLA), 成为我国首个向美国 FDA 提交上市申请的自主研发 PD-1 单抗。2021 年 2 月, 公司与 Coherus Biosciences 就特瑞普利在美国和加拿大的开发和商业化达成合作, 以 2 亿美元预付款授予 Coherus 在美加市场的临床研究开发和商业化权利。在达到相应的里程碑事件后, 公司将收到累计不超过 3.8 亿美元的里程碑款, 及许可区域内特瑞普利年销售净额 20% 的分成。未来两年内, 公司携手 Coherus 计划向 FDA 递交更多特瑞普利单抗的新适应症上市申请, 用于治疗包括非小细胞肺癌在内的多种罕见和高发癌症, 在国产 PD-1 的海外市场布局中处于领先地位。

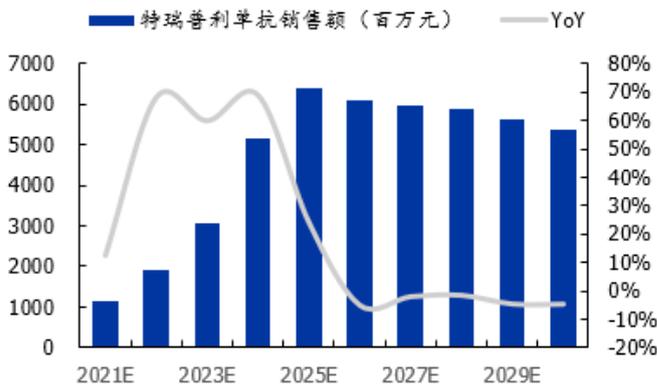
图表 13: 国产 PD-1 海外 license-out 进度

公司	时间	合作伙伴	价格	备注
恒瑞	2015.9	Incyte	加总 7.7 亿美元	2018.2 合作开发 SHR-1210 协议终止
	2020.4	Crystal Genomics	8775 万美元	卡瑞利珠单抗在韩国的独家临床开发、注册和市场销售的权利
君实生物	2021.2	Coherus	1.5 亿美元预付款, 3.8 亿美元里程碑款及 20% 销售分成	共同开发特瑞普利单抗, 由 Coherus 负责美国 and 加拿大的所有商业活动
百济神州	2017.9	新基	13.93 亿美元	亚洲地区 (除日本) 以外的实体瘤开发权益
	2021.1	诺华	22 亿美元	北美、日本、欧盟及其他六个欧洲国家共同开发和商业化
信达生物	2020.8	礼来	2 亿美元预付款, 8.25 亿美元里程碑款及净销售额提成	中国以外地区的独家许可, 包括北美、欧洲及其他地区, 并计划在美国和其他市场注册

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

适应症获批即将迎来爆发, 特瑞普利单抗峰值销售有望达到 64 亿。目前特瑞普利单抗已获批上市的适应症仅为二线黑色素瘤、三线及以上鼻咽癌、二线尿路上皮癌, 但其在肺癌、胃癌、肝癌等大适应症推进顺利, 更有在辅助新辅助治疗领域的优势布局, 有望极大拓展产品市场空间。随着适应症陆续获批, 我们预计 2022 年后该品种将迎来业绩爆发期, 峰值销售可达 64 亿元。

图表 14: 特瑞普利单抗收入预测



资料来源: 临床试验公示, 国盛证券研究所

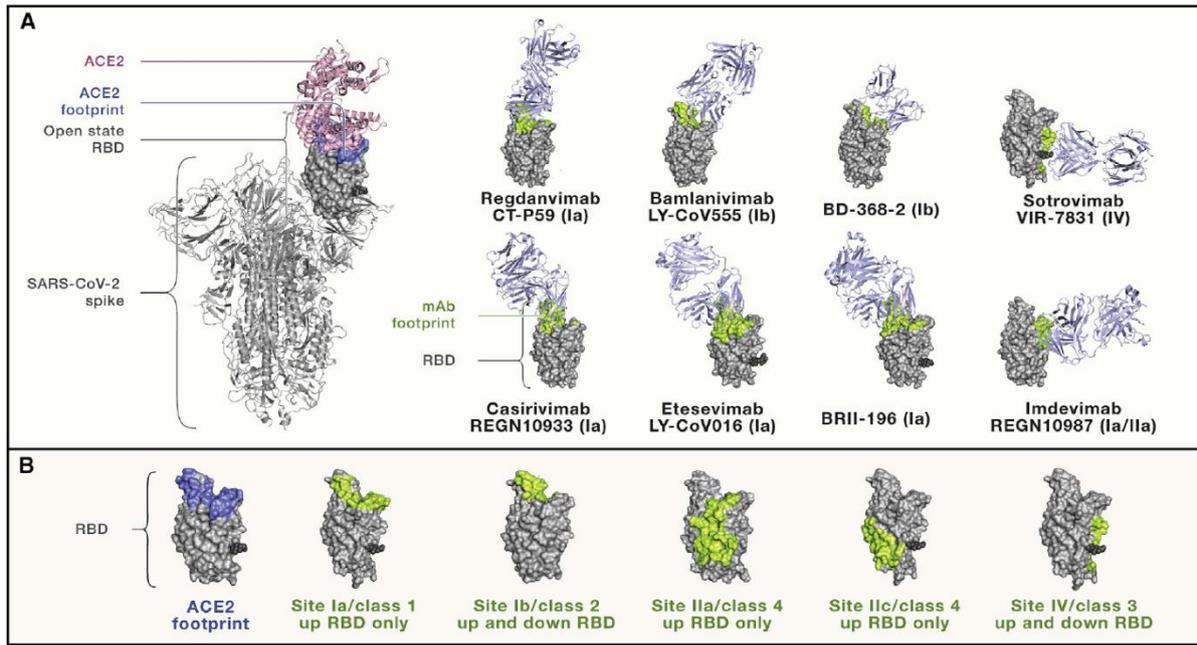
三、新冠中和抗体：“防治结合”抗疫，创新引领收获

截至 2021 年 6 月 1 日，全球新增新冠肺炎病例 36.23 万，累计确诊 1.71 亿例，现有确诊 1394.80 万例；累计治愈 1.54 亿例，累计死亡 356.03 万例，疫情重点集中于印度和南美地区。其中，印度自 4 月后单日新增一度突破 40 万例，巴西、哥伦比亚、阿根廷单日新增数据均在 2 万例以上，秘鲁每 100 万居民有 5485 人死于新冠，死亡率全球居首。

“防”“治”结合，中和抗体带来新冠治疗新契机。随着疫情逐步向常态化发展，全球生物医药企业纷纷投入新冠疫苗和治疗药物的研发队伍中。对于新冠病毒的治疗药物研发可分为两个方向：直接针对病毒，如小分子靶向药物；和以人体为导向，如中和抗体类药物。

中和抗体可有效治疗和预防病毒性感染。中和抗体由康复患者血清中分离获得，针对新冠病毒刺突蛋白（Spike）受体结合域（RBD），包裹其侵入细胞的功能区域，可有效阻碍病毒对细胞的感染过程。中和抗体研发快，特异性强，副作用相对较小，疗效确切性强，可快速应对突发的大规模流行感染。其在体内半衰期较长，不但可以治疗新冠肺炎，还能起到有效预防的作用。同时，对比疫苗需要长达两个月方能产生免疫反应，直接注射中和抗体产生的预防效应立竿见影，且能保证免疫力弱、自产抗体慢的老年人群体也能产生足够的免疫响应。

图表 15: 中和抗体在研结构概况



资料来源: Cell, 国盛证券研究所

中和抗体研发热潮，**JS016** 实现抢滩登陆。目前，包括罗氏/再生元的双抗体疗法 REGN-COV2、礼来的 LY-CoV555 等众多跨国龙头药企积极参与，新冠中和抗体研发趋热。十余家药企竞相推进新冠中和抗体临床试验的同时，目前共有三家公司产品取得附条件上市：再生元的 REGN-COV2（casirivimab 和 imdevimab）于 2020 年 11 月 21 日获得 FDA 紧急使用授权（EUA）；公司的 Etesevimab（JS016）与礼来 Bamlanivimab（LY-CoV555）双抗体联合疗法于 2021 年 2 月 9 日获 EUA；Vir Biotechnology/GSK 的 sotrovimab 则于 2021 年 5 月 26 日获批使用。由此，君实生物处于新冠中和抗体研发队伍前列。

图表 16: 新冠中和抗体研发进展

Name	Alternate name	Company	Phase	Clinical trial Identifier (disease indication)	Target population	Route	Study name	RBD site
VIR-7831 VIR-7832	8039 GSK4182136 sotrovimab	Vir Biotechnology GSK	2/3	NCT04545060 (early treatment)	at-risk adults	IV	COMET-ICE	IV/class 3
			2	NCT04634409, BIR-7831+bamlanivimab (early treatment)	adults	IV	BLAZE-4	
			3 EUA	NCT04501978 (late treatment)	hospitalized	IV	ACTIV-3	
			1b/2a	(UK) (1b-2a) (early treatment) (VIR-7831 vs VIR-7832)	at-risk adults	IV	AGILE	
REGN-COV2 (REGN10933, REGN10987 not co- formulated)	casirivimab imdevimab	Regeneron	2	NCT04779879 (safety and pharmacokinetics)	adults	IV/IM	COMET-PEAK	Ia/class 1
			1/2/3	NCT04426695 (late treatment)	hospitalized	IV	Study 2066	
			3	NCT04452318 (household contact prevention)	adults/ pediatrics	SC/IM	Study 2069	
			3	NCT04381936 (late treatment)	12 years and older (hospitalized)	IV	RECOVERY	
			1/2/3 EUA	NCT04425629 (early treatment)	adult/ pediatrics and pregnant	IV	Study 2067	
			2	NCT04666441 (early treatment dose ranging study)	adults	IV/SC		
LY-CoV016	CB6, JS016, LY3832479, etesevimab		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Ia/class 1
LY-CoV555	Ab169 LY3819253 bamlanivimab	AbCellera Eli Lilly	1	NCT04411628 (healthy volunteer)	adults	IV	BLAZE-5	Ib/class 2
			2	NCT04701658 (early treatment)	12 years and older	IV	BLAZE-5	
			2/3	NCT04518410 (early treatment)	adults	IV	ACTIV-2	
			4	NCT04656691 (early treatment, at-home infusion)	older adults	IV	UNITED	
LY-CoV555 and LY-CoV016	CB6, JS016, LY3832479, etesevimab and Ab169 LY3819253 bamlanivimab		3	NCT04497987 prevention in nursing home residents and staff / post-exposure prophylaxis)	adults	IV	BLAZE-2	
			EUA	NCT04427501 (early treatment)	12 years and older	IV	BLAZE-1	
AZD7442 (cocktail of AZD8895 and AZD 1061)	COV2-2196	AstraZeneca	3	NCT04825725 (pre-exposure prophylaxis)	adults	IM	PROVENT	Ia/class 1
			3	NCT04625972 (post-exposure prophylaxis)	adults	IM	STORM CHASER	Ib/class 2
			3	NCT04723394 (early treatment)	adults	IM	TACKLE	
			3	NCT04501978 (late treatment)	hospitalized	IM	ACTIV-3	
BR11-196	1F11	Brii Biosciences	1	NCT04479631 (safety)	healthy volunteers	IV		Ia/class 1
BR11-198			1	NCT04479644 (safety)	healthy volunteers	IV		
BR11-196 and BR11-198 combination			2	NCT04770467 (early treatment)	adults	IV		
			3	NCT04501978 (late treatment)	hospitalized	IV	ACTIV-3	
CT-P59	regdanvimab	Celltrion	2/3 EUA in South Korea	NCT04602000 (early treatment)	at-risk adults	IV		Ia/class 1
ADG20	ADG-2 parent ADI-55683	Adagio	1/2/3	NCT04805671	adults	IM/IV		Ia/class 1 IIa/ class 4
BGB-DXP593	BD-368-2	BeiGene Singlomics	2	NCT04551898 (early treatment)	adults	IV		Ib/class 2
ABBV-47D11	47D11	AbbVie	1	NCT04644120 (safety and late treatment)	hospitalized	IV		?
ABBV-2B04	2B04							Ia/class 1

资料来源: Cell, 国盛证券研究所

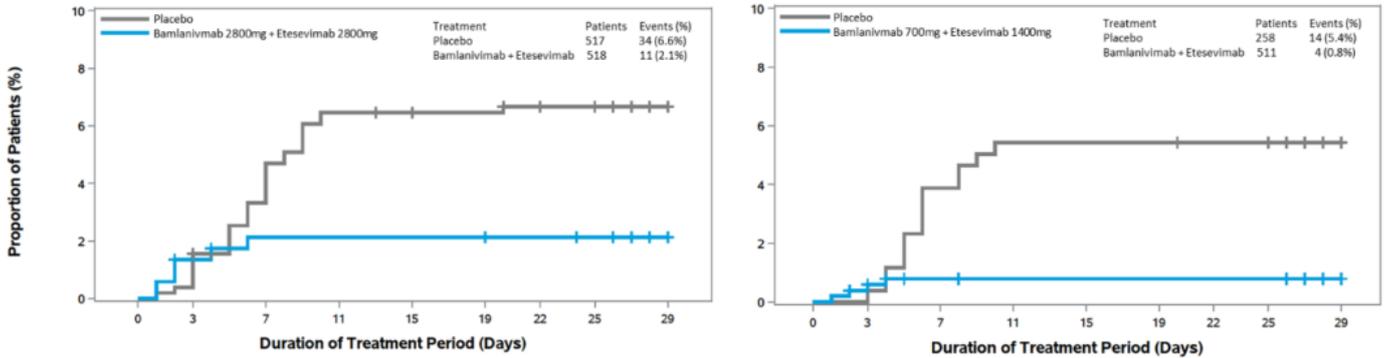
根据美国国防部官网, 再生元于 2020 年 7 月 7 日获得美国卫生及公共服务部 (HHS) 和国防部 (DOD) 价值 4.5 亿美元订单; 2021 年上半年再生元再获 125 万剂订单, 价值 26.25 亿美元; 公司及合作伙伴礼来则于 2021 年 3 月获得 25.2 亿美元订单, 在 9 个月内提供 120 万剂。此外美国政府表示, 还将继续追加购买 110 万剂。

Etesevimab (JS016) 由公司携手中科院及礼来联合开发, 是国内首个进入临床试验阶段的新冠 S 蛋白中和抗体, 可作单药使用, 或与礼来公司的 LY-CoV555 联用组成双抗体疗法。2020 年 5 月, 公司授权礼来开展 JS016 在大中华地区 (包括中国大陆、香港地区、澳门地区及台湾地区) 外的研发活动、生产和销售许可。公司获取海外销售分成, 以及最高可达 2.45 亿美元的里程碑款。

新冠中和双抗体疗法强强联合, 有效防止免疫逃逸。JS016 和礼来的 LY-CoV555 均由康复患者血清中筛选出, 属 IgG1 全人源单抗。靶向新冠病毒 S 蛋白 RBD 不同位点的双抗体联用策略可大大降低由于病毒变异导致免疫逃逸的概率, 避免单药耐药。3 月 11 日, 礼来宣布了 Etesevimab (JS016) 1400mg 与 Bamlanivimab (LY-CoV555) 700mg 双抗体疗法的随机、双盲、安慰剂对照 BLAZE-1 研究 III 期临床试验新数据。BLAZE-1 共纳入 769 例 12 岁及以上的轻中度 COVID-19 高风险患者 (治疗组: n=511; 安慰剂组: n=258)。接受 Etesevimab 与 Bamlanivimab 双抗体治疗的患者共发生 4 起 COVID-19 相关住院和死亡事件, 接受安慰剂治疗的患者则发生了 15 起, 双抗体治疗使相关事件

发生风险降低了 87% ($p < 0.0001$)。Etesevimab 和 Bamlanivimab 双抗体疗法对比安慰剂显示出关键次要终点的统计学显著改善。

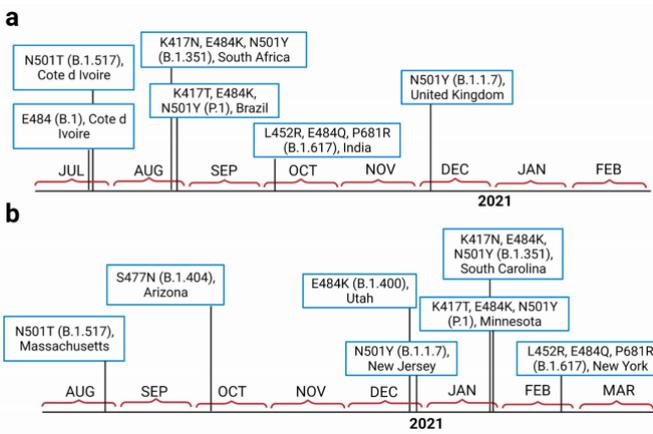
图表 17: BLAZE-1 研究结果



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

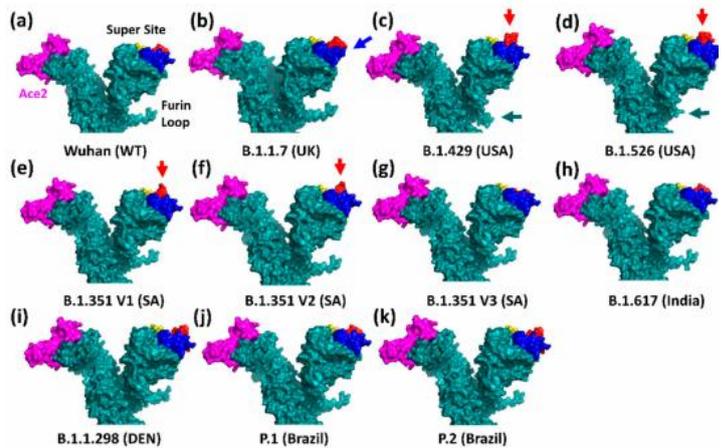
JS016 对印度毒株确证有效, 升级抗体即将申报。随着新冠病毒在全球持续传播, 毒株不断发生变异, 当前主要毒株包括最先出现在英国肯特的 Alpha、南非的 Beta、巴西的 Gamma 和印度的 Delta。其中, B.1.617 变种于 2020 年 10 月在印度被检出, 其 S 蛋白带有 E484Q 和 L452R 型突变, 抗体反应较差、传播性较强, 印度的疫情持续爆发, 病例数快速增长。2021 年 6 月, 国际权威学术期刊《细胞》证实 Bamlanivimab/Etesevimab 双抗体疗法对 B.1.1.7/Alpha 突变型 (目前占美国的 SARS-CoV-2 比例约 60%) 及 B.1.617.1 突变型 (最早于印度确认) 均具中和效应。

图表 18: 全球 (a) 与美国 (b) 主要 SARS-CoV-2 变异毒株时间线



资料来源: Viruses, 国盛证券研究所

图表 19: SARS-CoV-2 野生型及各变异株结构



资料来源: Viruses, 国盛证券研究所

图表 20: 各新冠中和抗体对不同变异毒株作用效能

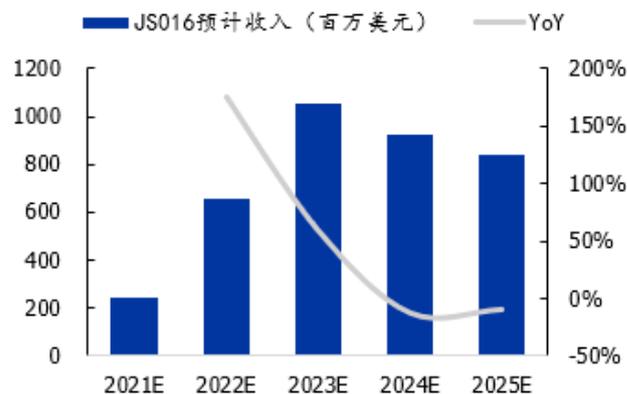
C	B.1.1.7 (UK)	B.1.351 (South Africa)	P.1 (Brazil)	B.1.429 (California)	B.1.1.258 (Scotland)	B.1.525 (Nigeria)	B.1.526 (New York)	B.1.617.1 (India)
Casirivimab	Neutralized	Poorly or not-neutralized	Poorly or not-neutralized	Neutralized	Neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Neutralized
Imdevimab	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Poorly or not-neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Neutralized
Bamlanivimab	Neutralized	Poorly or not-neutralized	Poorly or not-neutralized	Poorly or not-neutralized	Neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Poorly or not-neutralized
Etesevimab	Neutralized	Poorly or not-neutralized	Poorly or not-neutralized	Neutralized	Predicted to be neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Neutralized
Sotrovimab	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized
Brii-196	Neutralized	Neutralized	Predicted to be neutralized	Unknown	Unknown	Predicted to be neutralized	Predicted to be neutralized	Unknown
Brii-198	Neutralized	Neutralized	Predicted to be neutralized	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown
AZD8895	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Unknown	Predicted to be neutralized	Predicted to be neutralized	Predicted to be neutralized
AZD1061	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Unknown	Predicted to be neutralized	Predicted to be neutralized	Predicted to be neutralized
Regdanvimab	Neutralized	Poorly or not-neutralized	Predicted to be weakly or not neutralized	Poorly or not-neutralized	Predicted to be neutralized	Unknown	Unknown	Unknown
ADG-20	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown
BGB-DXP593	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown
ABBV-47D11	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Neutralized	Unknown	Unknown	Unknown	Unknown
ABBV-2B04	Neutralized	Poorly or not-neutralized	Poorly or not-neutralized	Neutralized	Unknown	Unknown	Unknown	Predicted to be weakly or not neutralized

资料来源: Cell, 国盛证券研究所

JS016 具有良好的安全性。首个针对中国人群新冠病毒中和抗体 I 期临床研究 (NCT04441918) 数据于 5 月初公布, 共纳入 40 位 19-30 岁的健康受试者, 按照 3: 1 随机进入 Etesevimab 单次静脉注射组。抗体单词静脉注射组共分为 4 个剂量: 2.5 mg/kg、10 mg/kg、25 mg/kg 和 50mg/kg; 以及安慰剂单次静脉注射组。在研究期间, 未观察到剂量限制性事件 (DLEs)、严重不良事件 (SAEs) 或特别关注的不良事件 (AESIs), 如输注相关或过敏反应。共 17 位 (42.5%) 受试者经历了 22 次与药物相关的治疗期间不良事件 (TEAE), 且不同剂量组间发生率在数值上具有可比性, 合并 Etesevimab 组和安慰剂组间未见差异。证明 Etesevimab (JS016) 在健康受试者中, 单次剂量范围 (2.5 mg/kg 至 50 mg/kg) 内具良好耐受性。

防治一体的新冠中和抗体具有巨大的潜在市场空间。新冠疫苗虽正逐步普及, 但仍面临着保护率不确定、产能难以配合供应的困境。中和抗体作为预防手段比疫苗研发更快, 效果确切性更强, 覆盖区域和人群广度更大, 在预防病毒感染的同时更兼具治疗效果。因此我们认为, 在全球达到广泛的群体免疫前, 中和抗体具有非常可观的市场空间。

图表 21: JS016 销售收入预测



资料来源: 礼来年报, 国盛证券研究所

四、研发管线布局：聚焦肿瘤免疫，以创新为本

公司自 2018 年上市以来，以创新为本，布局国人高发疾病，切实针对临床所需。在研管线数量方面，3 年内管线数目接近翻倍（数目由 17 个增至 30 个，其中处于临床阶段产品数由 7 个升至 18 个），实现五大疾病领域的广泛覆盖。产品类型从早期的单一单克隆抗体研发转变为集合单抗、双抗、多功能抗体、ADC 类药物、小分子化合物的全平台研发体系，成功建立全球领先的多元创新平台。研发模式方面，通过 in-house 和 collaboration 研发充分发展协同/互补的管线布局，更通过 license-in 模式使产品类型进一步扩充，内研发、外引进、共合作，使公司成长为最具潜力的主流 Biotech 企业之一。

图表 22: 公司在研产品管线进展

疾病领域	基本信息				临床阶段					
	候选药物	靶点	分子形式	适应症	Pre-IND	IND	I	II	III	NDA
肿瘤	特瑞普利	PD-1	生物药	10 广谱						
	JS003	PD-L1	生物药	10 广谱						
	JS004	BTLA	生物药	肺癌、淋巴瘤等						
	JS006	TIGIT	生物药	10 广谱						
	JS007	CTLA-4	生物药	10 广谱						
	JS009	CD112R/PVRIG	生物药	多种实体瘤						
	JS011	-	-	-						
	JS012	-	-	-						
	JS101	泛-CDK	小分子	乳腺癌						
	JS104	泛-CDK	小分子	乳腺癌						
	JS105	PI3K-a	小分子	乳腺癌、肾癌等						
	JS501	VEGF	生物药	NSCLC、肠癌						
	JS014	IL-21	生物药	多种实体瘤						
	JS018	IL-2	生物药	多种实体瘤						
	JS108	TROP2	ADC	3N 乳腺癌等						
	JS109	PARP	小分子	卵巢癌 BRCA 突变乳腺癌三线						
	JS019	CD39	生物药	多种实体瘤						
	JS110	XP01	小分子	多发性骨髓瘤						
	JS111	EGFR E20ins	小分子	NSCLC						
	JS112	Aurora A	小分子	SCLC						
JS113	四代 EGFR	小分子	NSCLC							
JS201	PD-1/TGF-β	生物药	多种实体瘤							
JS501	VEGF	生物药	非小细胞肺癌、肠癌							
慢病	JS002	PCSK9	生物药	高血脂						
	JS008	-	-	-						
	JS103	Uricase	生物药	高尿酸血症、痛风						
免疫炎症	JS005	IL-17A	生物药	银屑病、强直性脊柱炎						
	UBP1211	TNF-a	生物药	广谱						
	UBP1213	BLyS	生物药	系统性红斑狼疮						
神经系统	JS010	CGRP	-	偏头痛						
抗感染	JS016	S 蛋白	生物药	COVID-19						

资料来源：公司年报，国盛证券研究所（备注：标红为相较 2018 年报新增产品）

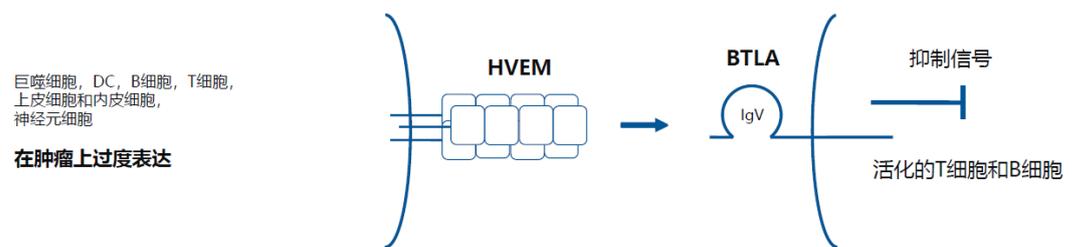
当前靶点布局侧重于肿瘤免疫，以特瑞普利为基石药物，涉及多个重要免疫检查点。其自主研发的特瑞普利单抗（JS001）在早期筛选过程中加入体内抗肿瘤相关指标，疗效更优，冲破了 me-too 药物简单模仿的桎梏；而抗 BTLA 单抗（JS004）作为 First-in-class 的特异性抗 BTLA 单抗，更具极强创新性。从协同互补的大局出发，TIGIT、CD112R 和 CTLA-4 等靶点设计有利于与特瑞普利单抗组成联合方案，具有多线同步的发展潜力。

4.1 BTLA: 全球首发, 研发管线新突破

BTLA (B- and T-lymphocyte attenuator, CD272) 是表达于活化 T、B 淋巴细胞的重要免疫检查点分子, 与其他免疫检查点分子如 PD-1、CTLA-4 具有类似的结构和相近的细胞内的信号传导机制。在正常生理情况下, BTLA 与其配体 HVEM 结合后, 可以抑制体内淋巴细胞的过度活化, 防止免疫系统对自身的损伤。而肺癌、黑色素瘤、结肠直肠癌和淋巴瘤等肿瘤细胞通过高表达 HVEM, 与肿瘤特异的杀伤性淋巴细胞表达的 BTLA 结合后, 可抑制淋巴细胞的免疫功能, 与不良预后相关联。

2019年3月25日, 公司公告开发出全球首个 (First in human, FIH) 特异性针对 BTLA 的重组人源化 IgG4k 单克隆抗体 (TAB004, 或 JS004)。2019年4月其 IND 获得 FDA 批准, 拟适用于晚期不可切除或转移性实体瘤 (包括淋巴瘤) 的治疗, 包括 PD-1 抗体耐药患者。I 期临床研究 (NCT04137900) 已于同年 10 月完成首例患者给药。2020年2月5日, JS004 获得 NMPA 批准开展临床试验, 成为继特瑞普利单抗后公司第二个同时通过 NMPA 与 FDA 药物临床试验批准 (IND) 的自主研发、具有完全自主知识产权的在研产品。

图表 23: BTLA 作用机制



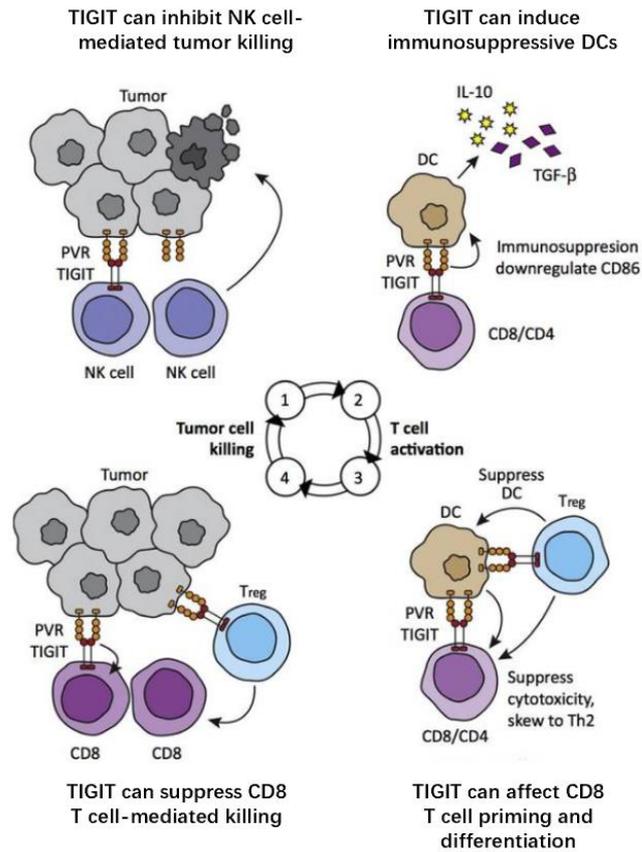
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

JS004 有望与特瑞普利单抗联合使用。在黑色素瘤患者来源的细胞体外试验中发现, BTLA 和 PD-1 通路的共同阻断显著增加肿瘤特异的杀伤性淋巴细胞的数量和功能, 远优于单独的 PD-1 阻断效果, 表明 BTLA 通路在肿瘤微环境的激活是 PD-1 抗体的潜在耐药机制之一。对于 BTLA 免疫检查点分子的阻断, 可以进一步改善淋巴细胞功能, 尤其是和抗 PD-1 单抗联合使用时, 有可能进一步提高免疫检查点阻断治疗的疗效, 扩大免疫治疗受益人群。

4.2 TIGIT&CD112R: 新型 checkpoint 助力 PD-1, 巩固肿瘤免疫全布局

TIGIT (T cell immunoglobulin and ITIM domain, T 细胞免疫球蛋白和 ITIM 结构域) 是 NK 细胞和 T 细胞共有的抑制性受体, 属脊髓灰质炎病毒受体 (PVR)/Nectin 家族的成员。在肿瘤微环境中, 肿瘤浸润淋巴细胞的 TIGIT 常处于高表达水平, 与免疫细胞、非免疫细胞以及肿瘤细胞中的受体 CD155 (poliovirus receptor-PVR)、CD112 (PVRL2, nectin-2)、CD113 (Nectin-3) 结合, 介导免疫反应的抑制信号, 直接抑制 NK 细胞和 T 细胞对肿瘤细胞的杀伤作用。TIGIT/PVR 在肿瘤免疫抑制中的作用和 PD-1/L1 类似, 是继 PD-1/PD-L1 之后的新型免疫检查点。

图表 24: TIGIT 抑制 NK 细胞和 T 细胞功能



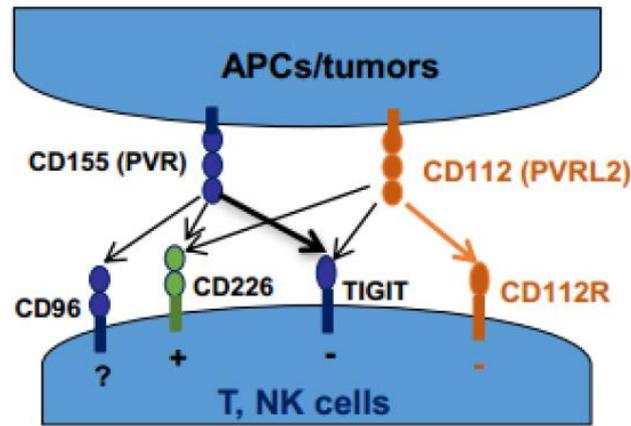
资料来源: Trends in Immunology, 国盛证券研究所

多项临床前的试验结果已显示 **TIGIT** 抗体与抗 **PD-1/PD-L1** 抗体可发挥协同的抗肿瘤作用。2020年5月,罗氏在ASCO公布了TIGIT抗体(Tiragolumab)与PD-L1抗体(Tecentriq®, Atezolizumab)联用在非小细胞肺癌(NSCLC)中的II期临床结果。该CITYSCAPE(GO40290, NCT03563716)研究共入组135名患者,其客观反应率(ORR)达到31.3%,与Tecentriq单药的16.2%相比提高了近一倍,mPFS由3.6个月延长为5.4个月,疾病进展风险降低了43%。TIGIT抗体与PD-1抗体联用治疗显著提高了PD-L1阳性局部晚期转移非小细胞肺癌患者的总体响应。

首席虚位以待, **TIGIT** 靶点市场大有可为。TIGIT与PD-1联合免疫治疗具有相当大的应用潜力,有望增加患者对免疫治疗的响应,扩大可能受益人群的范围。目前,国内外尚无同类靶点产品获批上市, TIGIT单抗具有广阔的市场空间。

CD112R/PVRIG 是一种在自然杀伤细胞(NK细胞)和T细胞上表达的抑制性受体,在T细胞激活后会表达会进一步增高。与CD155和CD112等同属PVR家族,其胞外区具有一个IgV结构域,胞内区较长,含一个ITIM结构域。CD112R通过与CD112配体结合来独立地介导抑制信号,同时也与CD226竞争配体而阻断其传递的刺激信号,从而实现了对T细胞功能的负调控。

图表 25: CD112R 负调控 T 细胞功能



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

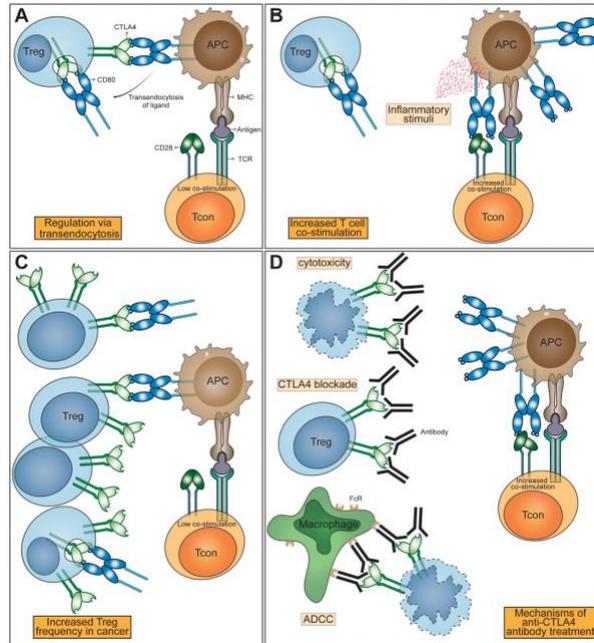
CD112R 抗体可与 TIGIT 抗体协同增强免疫反应。关于 T 细胞的体外功能性研究表明, TIGIT 抗体和 CD112R 抗体可以分别增加 T 细胞扩增或者 IFN- γ 分泌, 而两者结合可以产生加和或协同作用, 进一步提高 T 细胞功能; 而 TIGIT/CD112 抗体、PVRIG/CD155 抗体或 CD112/CD155 抗体的联用也可以产生类似的加和或协同作用。

CD112R 抗体目前只有 Compugen 一家在临床 I 期, 分别与 BMS 的 Opdivo 以及 Opdivo+TIGIT 抗体进行联用。临床前数据表明: PVRIG 阻断诱导了强大的抗肿瘤免疫反应, 并与 TIGIT 和/或 PD-1 抑制剂联合使用时表现出协同活性。

4.3 CTLA-4: 追击热门靶点, 进军百亿空间市场

细胞毒 T 淋巴细胞相关抗原 4 (Cytotoxic T lymphocyte-associated antigen-4, CTLA-4) 是表达于活化的 T 细胞的跨膜受体, 与 CD28 共同享有 B7 分子配体。**CTLA-4 与 B7 分子结合后诱导 T 细胞的无反应性, 参与免疫反应负调节。**

图表 26: CTLA-4 参与免疫反应负调节

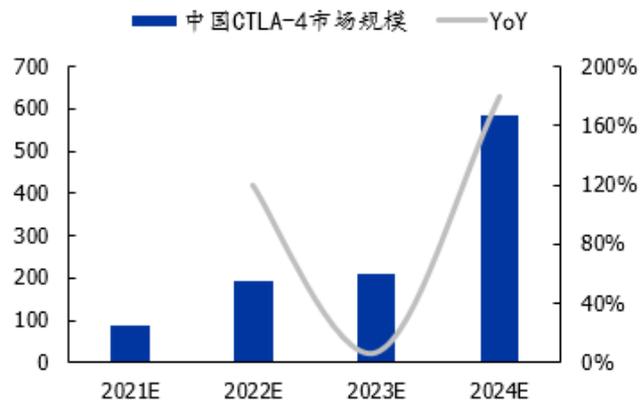


资料来源: Blood, 国盛证券研究所

2021年4月8日,公司自主研发的抗CTLA-4单抗JS007注射液临床申请已获得国家药监局受理,用于晚期恶性肿瘤的治疗。临床前研究资料显示,JS007与国外已上市的同靶点但具有不同序列的Ipilimumab(伊匹木单抗)相比,治疗效果更优,安全性相似。

目前国内尚无CTLA-4单抗获批上市,百时美施贵宝Yervoy处于申报上市阶段,阿斯利康Tremelimumab则处于III期临床研究阶段。根据新思界产业研究中心测算,2021年我国CTLA-4市场规模已近百亿,2024年市场空间更可超580亿。

图表 27: 中国 CTLA-4 市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 新思界产业研究中心, 国盛证券研究所

双剑合璧, CTLA-4+PD-1 双免疫疗法可协同增强肿瘤杀伤。临床前研究表明,CTLA-4与PD-1联合应用,可同步增强T细胞活化和肿瘤特异性T细胞的杀伤过程,相辅相成,极大地增强肿瘤的免疫响应。二者联用的双免疫疗法已在多项临床研究中收获积极数据,为未来CTLA-4抗体的开发应用。

图表 28: Opdivo 与 Yervoy 联用相关临床试验结果

癌种	治疗人群	临床研究	试验结果
肝癌	二线	Checkmate040 III期研究	总ORR 31%，最长OS 22.8个月，最长DoR 22.2个月
黑色素瘤	不限	Checkmate067 III期研究	PFS 11.5个月，ORR 57.6%，5年生存率52%，颅内ORR 51%
中高危肾癌	一线	Checkmate214 III期研究	ORR 41.6%，PFS 11.6个月
MSI-H/dMMR 结直肠癌	不限	Checkmate142 III期研究	ORR 54.6%，DCR 85%，1年PFS率71%，1年OS率85%
非小细胞肺癌	一线	Checkmate227 III期研究	随访29.3个月，中位OS 17.1个月，死亡风险率降低21%，1, 2, 3年OS率为63%，40%，33%

资料来源: FDA, 国盛证券研究所

公司在 PD-1 联合免疫用药方面具有较为全面的布局。以特瑞普利为中心，覆盖重要免疫检查点，为未来与 PD-1 联用疗法发展奠定坚实基础。全面的靶点设计、系统化的管线铺展体现了公司卓越的研发能力和着眼长线发展的大局观。

4.4 管线其他布局: in-house、license-in、collaboration 三轮驱动加速腾飞

在前瞻研发布局方面，公司与多家优秀的国内外生物科技公司达成产品合作，实现肿瘤领域产品管线的进一步丰富。

- **JS108 (抗 Trop2 单抗 - Tub196 偶联剂):** 公司通过技术许可引进的抗肿瘤 ADC 抗体偶联剂药物。I 期临床研究已完成首例患者给药。
- **PrecisionGATE™ 肿瘤免疫疗法:** 公司与 Revitope Oncology 签署研发合作及许可协议，合作研发新一代 T 细胞嵌合活化肿瘤免疫疗法。Revitope 将负责针对本公司所挑选靶点设计 5 组不同的 PrecisionGATE™ 肿瘤免疫疗法药物，君实生物将获得协议中产品在全球范围内的独占许可。
- **PARP 抑制剂:** 2020 年 8 月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。该品种目前已在临床 III 期阶段，预计最早 2022 年获批上市。
- **WJ1024/WJ1075 XPO1:** 公司从微境生物公司引入的末线多靶点肿瘤治疗药物。新一代 XPO1 相较上一代产品副作用较小，已有临床前毒理实验数据支持，特别是血液瘤方面；目前 IND 已获批。
- **WJ05129 AuroraA:** 公司从微境生物公司引入的肿瘤治疗药物，单药可以治疗 NSCLC、头颈癌等；公司引入该品种主要目的为跟 KRAS 抑制剂联用，克服 KRAS 耐药问题。
- **APL1898 EGFR-exon20:** 公司从微境生物公司引入的肿瘤治疗药物，专门针对非小细胞肺癌等适应症中发生 EGFR-exon20 插入突变的患者群体，可丰富公司研发管线在肺癌领域的布局。
- **WJ13404 四代 EGFR:** 公司从微境生物公司引入的小分子肿瘤治疗药物。四代 EGFR 可以克服奥希替尼耐药，解决了在使用 3 代 TKI 后，无药可用的困境。该品种开发难度较大，公司临床前数据相对积极。

五、商业化发展：积极寻求合作伙伴，助力特瑞普利全面打开市场

供不应求，商业化发展为公司可持续生长重点。不同于其他国产 PD-1 单抗的大适应症路线，特瑞普利从小适应症入手，开启快速上市通道，同时力争大适应症铺展，产品后续爆发力极强。小众化的独特布局和差异化竞争发展使特瑞普利有效规避同类产品激烈竞争，厚积薄发。相对于持续喷薄的适应症研发上市进程，公司当前销售团队容量为 700 人，尚不足以应对后续旺盛的销售需求和广袤的基层市场空间。

2021 年 2 月 28 日，公司与阿斯利康签署独家推广协议，授予阿斯利康特瑞普利单抗注射液在中国大陆地区后续获批上市的米尼奥肿瘤领域适应症独家推广权，及所有获批适应症在非核心城市区域独家推广权。核心城市区域除泌尿肿瘤领域适应症外的其他获批适应症推广权由公司保留。

借助阿斯利康本土化商业能力，特瑞普利单抗将迅速打通基层市场。近年来，阿斯利康在中国区大力布局学术推广，积累了广泛覆盖的渠道网络。2020 年 4 月，阿斯利康在包含县级医院，社区医院和零售药房等县域市场中专门布局“县级肿瘤团队”，截至 2020 年 9 月，已经覆盖 28 个省、1850 个县，团队人数突破 4500 人。据 IQVIA 统计显示，2019 年阿斯利康在中国医院的销售额首次超越辉瑞，排名第一。阿斯利康卓越的县域市场推广能力势必能帮助特瑞普利单抗打开国内基层市场局面，实现产品的深度下沉。

钱巍先生出任 CCO，公司商业化发展如虎添翼。2021 年 6 月 8 日，公司任命钱巍先生出任首席商务官，全面负责管理公司销售团队、策略市场部、市场部、肿瘤产品医学事务部、销售培训部等商业化规划和业务运营活动，提升公司营销和商业化能力。钱巍先生此前任职于罗氏，担任肿瘤第一事业部总经理，任职期间推动两款 HER2 乳腺癌肿瘤药物成功商业化。钱巍先生还曾于阿斯利康先后担任战略规划、市场、销售、合规以及消化、麻醉及抗感染事业部的相关领导岗位，具有丰富的管理经历和卓越的业绩表现。钱巍先生的加入更将助力公司商业化发展再创佳绩。

立足中国，放眼世界，积极推动本土创新药走向国门。公司同时高度关切产品的国际化发展，于 2021 年 2 月 1 日与 Coherus Biosciences 签署许可与商业化协议，在拓展全球商业化网络中迈出了重要一步。积极的国际化合作势必将加快特瑞普利单抗及其他产品在海外的临床项目开发和产品市场拓展，助力我国本土创新药为世界患者提供优质治疗选择，有利公司可持续稳定发展。

六、盈利预测

6.1 关键假设及收入成本预测

1. 营业收入

特瑞普利单抗：

- 目标患者数：以公司目前布局适应症患者人群为预测基数。
- 年治疗费用：特瑞普利黑色素瘤适应症已纳入医保，后续将有更多适应症逐步

进入，价格趋于下降；目前其年治疗费用为4万元，最终降低至2.5-3万元/年。

- 市场份额：特瑞普利与阿斯利康达成商业化合作，基于阿斯利康优秀的销售能力，认为特瑞普利市占率总体可达到15%左右。

阿达木单抗生物类似药：

- 假设该品种2021H2获批，2021H2上市销售；
- 假设2021~2022年公司阿达木单抗生物药市占比分别为23%、20%（国产产品中）；

中和抗体：

- 假设中和抗体在轻症、中症、重症患者中使用渗透率为5%、40%、80%。
- 假设后续随着变异毒株比例变化，该品种在美国恢复放量。

2、毛利率：随着创新产品的放量，毛利率稳步提升，预计未来三年分别为92%、83%、83%。

3、费用率

营业费用率：预计2021-2023年营业费用率为20%、25%、24%。

管理费用率：公司运营效率提升，管理费用率下降，预计2021-2023年管理费用率为15%、13%、12%。

研发费用率：研发投入力度大，预计2021-2023年研发费用率为40%、40%、40%。

财务费用率：由利息收入-利息支出计算，其他财务费用率假设为0%。

图表 29：君实生物收入拆分

收入（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
特瑞普利单抗	1031	1130	1903	3048
YOY		9.61%	68.40%	60.15%
中和抗体		1553	1048	629
YOY			-32.50%	-40.00%
阿达木单抗		16	156	297
YOY			884.69%	89.92%
PCSK9			127	257
YOY				102.08%
其他收入	564	971	125	275
收入合计	1595	3669	3359	4505
YOY	106%	130%	-8%	34%
毛利率	77%	92%	83%	82%

资料来源：wind，国盛证券研究所

6.2 绝对估值及可比公司估值

绝对估值

通过 DCF 模型，分别对公司在研及在售的 25 个品种进行绝对估值。根据下表关键参数的假设，我们得出，若不考虑新冠中和抗体 JS016，研发管线绝对估值总数约 652 亿元，加上中和抗体，对应估值约 700 亿元，平均估值约 675.7 亿元。但我们对早期品种给予的研发成功率都较为谨慎保守，且公司仍有许多新产品在研发当中，后续随着管线推进，公司的绝对估值市值水平将持续提升。

图表 30: 公司研发管线假设及 DCF 估值

产品	进度	预计上市	成功概率	毛利率	费用率	永续增长	权益	峰值 (亿元)	DCF 估 值(亿元)	占比
特瑞普利	多阶段	已上市	100%	95%	35%	2.5%	100%	64.1	291.8	43%
阿达木单抗	NDA	已报产	95%	90%	25%	1.0%	50%	7.2	20.1	3%
PCSK9 单抗	II	2024	80%	90%	30%	2.0%	100%	17.0	62.0	9%
PARP 抑制剂	III	2023	90%	90%	30%	1.5%	50%	21.1	41.2	6%
BlyS 单抗	I	2024	18%	95%	30%	2.0%	65%	4.4	15.0	2%
JS003 PD-L1	I	2023	20%	90%	25%	1.0%	100%	33.7	26.5	4%
JS004 BTLA	I	2024	20%	95%	35%	2.5%	100%	131.7	101.9	15%
JS101 泛-CDK	I	2023	20%	95%	30%	1.0%	100%	12.3	9.0	1%
JS501 VEGF	I	2023	20%	90%	30%	1.0%	50%	8.0	2.9	0%
JS005 IL-17A	I	2024	20%	95%	30%	1.5%	100%	14.8	13.0	2%
JS016 中和抗体	II	2021	70%	80%	5%	0.0%	17%	29.4	48.1	7%
JS104 泛-CDK	Pre-IND	2024	15%	95%	30%	2.0%	50%	7.9		
JS105 PI3K	Pre-IND	2024	15%	90%	30%	2.0%	50%	13.8		
JS006 TIGIT	Pre-IND	2025+	15%	95%	30%	2.0%	100%	21.0		
JS007 CTLA-4	Pre-IND	2024	15%	95%	30%	2.0%	100%	4.6		
JS009 CD112R/PVRIG	Pre-IND	2025+	15%	95%	30%	2.00%	100%	10		
JS014 IL-21	Pre-IND	2025+	10%	95%	30%	2.0%	20%	16.8		
JS108 TROP 国内	Pre-IND	2025+	10%	90%	30%	2.0%	100%	10.8	68.2	10%
JS108 TROP 海外	Pre-IND	2025+	10%	90%	30%	2.0%	5%	16.0		
JS018 IL-2	Pre-IND	2025+	10%	90%	30%	2.0%	100%	15.0		
JS019 CD39	Pre-IND	2025+	10%	95%	30%	2.0%	50%	15.0		
JS110 XPO1	Pre-IND	2025+	15%	95%	30%	2.0%	50%	10.0		
JS111 EGFR-E20ins	Pre-IND	2024	15%	95%	30%	2.0%	50%	30.0		
JS112 AuroraA	Pre-IND	2025+	15%	90%	30%	2.0%	50%	10.0		
JS113 四代 EGFR	Pre-IND	2024	10%	90%	30%	2.0%	50%	30.0		
合计 考虑 JS016	699.8									
合计 不考虑 JS016	651.7									
平均估值	675.7									

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

可比公司估值

公司研发管线丰富, 大部分产品仍处于积极推进阶段, 研发投入占比较大, 属于快速发

展的 Biotech 企业。目前 2 款已上市产品尚处于放量早期，截至目前及未来短期内尚不能实现较大盈利，PE 不可比。因此我们仍采用绝对估值法的 DCF 估值对公司进行估值。

图表 31: 可比公司估值

代码	公司简称	每股收益 EPS				市盈率 PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688321.SH	微芯生物	0.08	0.12	0.27	0.57	488.76	390.88	172.24	80.00
688266.SH	泽璟制药-U	-1.33	-1.27	-0.03	-1.66	-48.63	-52.34	-2088.00	-40.20
300558.SZ	贝达药业	1.47	1.12	1.48	1.94	73.16	90.78	66.65	50.80
平均值						171.10	143.11	-616.37	30.20
688180.SH	君实生物-U	-1.91	0.44	0.12	0.17	-42.41	178.06	623.88	459.52

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 微芯生物、泽璟制药为 wind 一致预期)

6.3 盈利预测与投资评级

预计公司 2021-2023 年收入分别可达 36.69 亿元、33.59、45.04 亿元，同比增长分别为 130%、-8.4%、34.1%；归母净利润分别为 6.24 亿元、1.27 亿元以及 2.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.14 以及 0.23 元，对应 2021 年 PE 为 113X，维持“买入”评级。

七、风险提示

- 1. 研发失败的风险:** 公司属于典型的 Biotech 企业，研发投入大，若临床研发失败，则会影响产品上市进度，甚至于无法上市。
- 2. 产品降价的风险:** 市场竞争较大的创新药品种或面临医保谈判降价幅度超预期的风险，生物类似药或面临集中采购降价幅度超预期的风险。
- 3. 中和抗体下降风险:** 关于新冠抗体的盈利预测是基于未来 3~5 年内暂无较好的疫苗（保护率>90%）问世，且疫情将会持续，一旦群体免疫保护形成或如非典一般无故消失，社会对新冠抗体类药物的需求将会相应缩小。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com