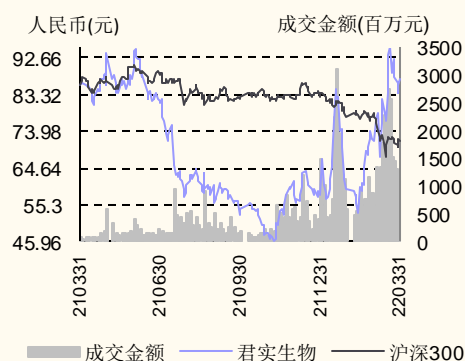


市场价格 (人民币): 87.19 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.11
已上市流通 A 股(亿股)	4.29
流通港股(亿股)	2.19
总市值(亿元)	794.09
年内股价最高最低(元)	95.35/45.96
沪深 300 指数	4223
上证指数	3252



相关报告

- 《国金医药-君实生物新冠点评-新冠小分子临床 1 期结果良好, 3 期首例给药》, 2022.3.16
- 《国金医药-君实生物深度-新冠小分子中国临床领先, PD-1 冲刺...》, 2022.3.11

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

新冠跑赢, PD-1 拐点在即, 创新靶点可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,595	4,025	3,153	4,590	7,563
营业收入增长率	106%	152%	-22%	46%	64.78%
归母净利润(百万元)	-1,669	-721	-285	123	866
归母净利润增长率	-123%	56%	61%	143%	605%
摊薄每股收益(元)	n.a.	n.a.	n.a.	0.135	0.951
每股经营性现金流净额	n.a.	n.a.	n.a.	0.41	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	1.04%	6.83%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	647	91.66
P/B	12.14	6.74	6.79	6.72	6.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

2022 年 3 月 31 日, 公司发布年报, 2021 年实现营收 40.25 亿元, 同比增长 152.36%, 归母净利润和扣非分别为-7.21 和-8.84 亿元。营收增长主要来自技术许可及特许权收入的新增与特瑞普利单抗的国内销售。业绩符合预期。

点评

- 针对新冠快速出击, 从暴露后预防到轻中症 (全年龄段) 全面出击, 2021 年新冠收入过 20 亿; 新冠小分子 VV116 与 VV993 蓄势待发。(1) 根据年报披露的总收入、PD-1 收入与礼来及 Coherus 的里程碑款可以推算出, 公司的新冠中和抗体在美国上市后的销售提成过 10 亿元; 加上礼来近 2 亿美元里程碑款, 在 2021 年, 君实生物在新冠中和抗体上收入过 20 亿。(2) 公司的新冠小分子研发在国内亦处于临床领先地位。VV116 是瑞德西韦的口服氘代版, 2021 年成为乌兹别克斯坦首个批准紧急使用授权的新冠小分子口服药; 目前处于全球多中心 3 期临床, 已完成首例中国受试者给药。(3) 另一款 VV993 则是和辉瑞 Paxlovid 同样靶点, 针对 3cl 蛋白抑制的小分子药物, 但不需要利托那韦, 可以单药起效。
- PD-1 短期受挫, 商业化团队重建, 中国大适应症与美国鼻咽癌适应症获批在望, 中美市场及适应症拓展, 销售曲线拐点在即。(1) 2021 年, 公司 Pd-1 单抗销售 4.12 亿元。①2021 年大幅降价进入医保后, 公司对经销商全部库存进行了差价补偿。②公司商业化团队经历几轮调整磨合。③现已由李聪先生全面负责商业化, 调整完成。(2) Pd-1 在 2022 年的催化剂有: ① 获批: PD-1 美国鼻咽癌, 中国非小细胞肺癌; ②PD-1 新适应症提交上市: 中美 1 线治疗小细胞肺癌、肝癌术后辅助, 美国食管鳞癌; ③数据读出: 多项 PD-1 新适应症。
- 研发持续投入, 近 40 亿定增再添助力, 丰富管线发力可期。公司 2021 年研发费用近 21 亿元, 已拥有 108 项专利; 特瑞普利单抗在各国开展了超过 15 个适应症的 30 多项临床。不但拥有全球原研靶点 BTLA 项目, 而且布局了 mRNA 等诸多前沿技术。公司即将发行的近 40 亿定增亦将助力研发加速。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司盈利预测, 公司 2022/23/24 年销售收入为 31.5/45.9/75.63 亿元, 归母净利润为-2.85/1.23/8.66 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

- 研发进程、进医保后销量不达预期以及限售股解禁等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	775	1,595	4,025	3,153	4,590	7,563	货币资金	1,221	3,385	3,507	6,414	7,411	8,014
增长率		106%	152%	-22%	46%	64.8%	应收款项	173	687	1,329	790	1,150	1,894
主营业务成本	-91	-373	-1,245	-631	-918	-1,513	存货	181	343	485	210	305	503
%销售收入	11.7%	23.4%	30.9%	20.0%	20.0%	20.0%	其他流动资产	337	283	525	217	291	446
毛利	684	1,222	2,780	2,522	3,672	6,050	流动资产	1,911	4,699	5,845	7,630	9,157	10,858
%销售收入	88.3%	76.6%	69.1%	80.0%	80.0%	80.0%	%总资产	43.3%	58.8%	53.0%	53.6%	60.9%	64.6%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-6	-9	-15	长期投资	142	423	1,485	2,395	2,420	2,445
%销售收入	0.9%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	1,808	2,321	2,684	2,901	2,973	3,025
销售费用	-320	-688	-735	-575	-838	-1,380	%总资产	41.0%	29.0%	24.3%	20.4%	19.8%	18.0%
%销售收入	41%	43.1%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	无形资产	152	175	293	295	297	299
管理费用	-217	-440	-642	-662	-711	-718	非流动资产	2,501	3,299	5,190	6,602	5,875	5,949
%销售收入	28%	27.6%	16.0%	21.0%	15.5%	9.5%	%总资产	56.7%	41.2%	47.0%	46.4%	39.1%	35.4%
研发费用	-946	-1,778	-2,069	-1,671	-2,065	-3,025	资产总计	4,412	7,997	11,035	14,232	15,032	16,806
%销售收入	122%	111%	51%	53.0%	45.0%	40.0%	短期借款	91	278	45	50	50	50
息税前利润 (EBIT)	-806	-1,691	-672	-393	48	911	应付款项	364	927	1,616	780	1,105	1,780
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	1.0%	12.0%	其他流动负债	124	268	341	385	556	603
财务费用	13	-21	-31	82	121	133	流动负债	578	1,472	2,001	1,216	1,712	2,432
%销售收入	-2%	1.3%	0.8%	-2.6%	-2.6%	-1.8%	长期贷款	745	542	490	490	690	890
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	111	155	227	468	449	436
公允价值变动收益	23	46	113	0	0	0	负债	1,434	2,170	2,719	2,173	2,851	3,758
投资收益	-2	-6	-47	0	0	0	普通股股东权益	2,978	5,828	7,945	11,688	11,810	12,677
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	784	872	911	981	981	981
营业利润	-739	-1,656	-558	-310	169	1,044	未分配利润	-1,999	-3,668	-4,389	-4,673	-4,551	-3,684
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	3.7%	13.8%	少数股东权益	0	0	371	371	371	371
营业外收支	-28	-16	-37	-25	-25	-25	负债股东权益合计	4,412	7,997	11,035	14,232	15,032	16,806
税前利润	-767	-1,672	-595	-335	144	1,019							
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	3.1%	13.5%							
所得税	19	4	-136	50	-22	-153							
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%							
净利润	-748	-1,669	-731	-285	123	866							
少数股东损益	0	0	-10	0	0	0							
归属于母公司的净利润	-747	-1,669	-721	-285	123	866							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.7%	11.5%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-748	-1,669	-731	-285	123	866
少数股东损益	0	0	-10	0	0	0
非现金支出	9	154	265	227	252	272
非经营收益	-49	-14	-125	34	67	52
营运资金变动	-445	68	-28	333	-35	-376
经营活动现金净流	-1,232	-1,461	-618	309	407	813
资本开支	-862	-580	-902	-744	430	-370
投资	-120	-172	-1,046	-910	0	0
其他	22	12	30	0	0	0
投资活动现金净流	-960	-740	-1,918	-1,654	430	-370
股权募资	393	4,527	3,017	4,027	0	0
债权募资	292	-27	-293	271	200	200
其他	-96	-132	-81	-20	-22	-27
筹资活动现金净流	590	4,368	2,642	4,278	178	173
现金净流量	-1,603	2,166	106	2,933	1,015	617

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	n.a	n.a	n.a	n.a	0.135	0.951
每股净资产	3.798	6.679	8.724	12.833	12.968	13.919
每股经营现金净流	-1.572	-1.674	-0.679	0.315	0.415	0.829
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.04%	6.83%
总资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.82%	5.16%
投入资本收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.32%	5.54%
增长率						
主营业务收入增长率	n.a	106%	152%	-22%	46%	64.78%
EBIT增长率	16%	109%	-60%	-42%	-112%	1792%
净利润增长率	3%	-123%	56%	61%	143%	605%
总资产增长率	4%	81.27%	37.98%	28.98%	5.62%	11.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	86.2	85.4	85.4	85.4	85.4
存货周转天数	461.1	256.7	121.4	121.4	121.4	121.4
应付账款周转天数	1,095.0	550.8	349.4	349.4	349.4	349.4
固定资产周转天数	154.7	436.2	170.7	229.1	155.1	91.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.94%	-44.02%	-35.73%	-48.71%	-54.76%	-54.21%
EBIT利息保障倍数	61.1	-79.8	-21.4	4.8	-0.4	-6.9
资产负债率	32.50%	27.13%	24.64%	15.27%	18.96%	22.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	10	14	20	34
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

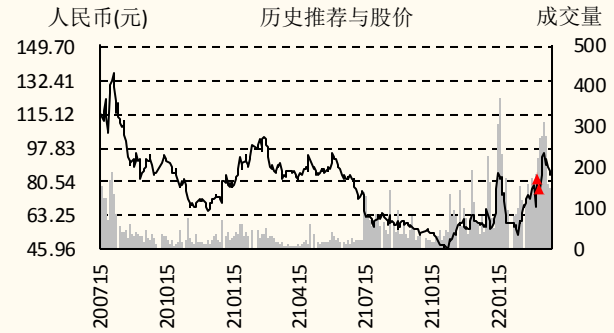
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-11	买入	76.00	81.92 ~ 81.92
2	2022-03-16	买入	77.36	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402