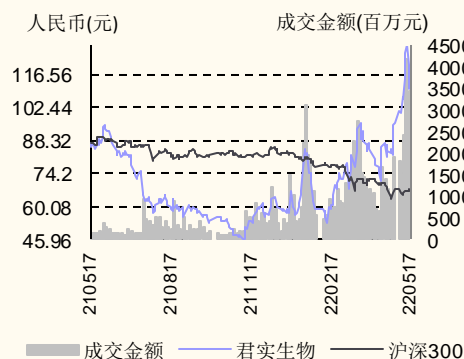


市场价格 (人民币): 110.00 元

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)	1,001.83
年内股价最高最低(元)	128.85/45.96
沪深 300 指数	4006
上证指数	3094



食管鳞癌一线获批, PD-1 适应症增至五项

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.	816	115.63
P/B	12.14	6.74	8.57	8.48	7.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年5月17日, 公司公告, 特瑞普利单抗(商品名: 拓益®)联合紫杉醇和顺铂用于不可切除局部晚期/复发或远处转移性食管鳞癌患者的一线治疗的新适应症上市申请获得批准。

评论

- 特瑞普利单抗适应症新增第五项适应症, 食管鳞癌一线治疗患者获益显著。** (1) 特瑞普利单抗是国产首个获批 PD-1, 于 2018 年 12 月获批首个适应症黑色素瘤, 至今仍为国产独家; 后接连获批鼻咽癌、尿路上皮癌、食管鳞癌。(2) 中国食管癌患者占据全球一半以上, 中国每年食管癌新发患者三十多万, 其中约 90% 为食管鳞癌。以铂类为基础的一线化疗在临床上获益有限, 5 年生存期不足 20%, 食管鳞癌治疗具有临床未满足的需求。(3) 此次获批基于一项特瑞普利单抗联合化疗对比安慰剂联合化疗的三期临床研究 JUPITER-06; 结果显示, 特瑞普利单抗联合化疗组的总生存期 (OS) 显著改善, 中位 OS 分别为 17 个月 vs 11 个月, 疾病进展或者死亡风险降低 42% (HR=0.58); ORR 分别为 69.3% vs 52.1% (p<0.0001)。
- PD-1 赴美延期, 期待特瑞普利单抗后续多个催化剂。** (1) 国内预期催化剂: 非小细胞肺癌适应症国内已获受理, 预计年内获批; 前瞻布局肝癌辅助治疗, 预计今年将有临床数据读出。(2) 创新出海: 公司收到 FDA 关于特瑞普利单抗鼻咽癌在美 BLA 的回复信, 要求进行一项公司认为较为容易完成的质控流程变更; 待完成的现场核查因新型冠状病毒肺炎疫情相关的旅行限制而受阻, 公司预计在今年仲夏前重新提交 BLA。
- 研发投入持续, 定增再添助力。** 公司拟定增不超过 39.8 亿用于创新药项目研发和科技总部及研发基地项目, 持续提升创新实力。创新管线方面, 公司拥有全球原研靶点 BTLA 项目, 一期临床结果将于 ASCO 2022 首次公布; 新冠小分子口服药 VV116 正在开展与 Paxlovid 做对比的 3 期临床试验, 有望成为中国首个获批紧急使用的国产新冠口服药。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司盈利预测, 预计公司 2022/23/24 年销售收入为 31.5/45.9/75.6 亿元, 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。

相关报告

- 《君实生物新冠药物 VV116 点评-新冠药物 VV116 与辉瑞 Pa...》, 2022.4.29
- 《君实生物-VV116 点评-新冠小分子在研 VV116 显示对 RS...》, 2022.4.18
- 《君实生物-2021 年报点评-新冠跑赢, PD-1 拐点在即, 创新...》, 2022.4.1
- 《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...》, 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

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	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	3.1%	13.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	19	4	-136	50	-22	-153	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%	每股收益	n.a	n.a	n.a	n.a	0.135	0.951
净利润	-748	-1,669	-731	-285	123	866	每股净资产	3.798	6.679	8.724	12.833	12.968	13.919
少数股东损益	0	0	-10	0	0	0	每股经营现金净流	-1.572	-1.674	-0.679	0.315	0.415	0.829
归属于母公司的净利润	-747	-1,669	-721	-285	123	866	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.7%	11.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.04%	6.83%
净利润	-748	-1,669	-731	-285	123	866	总资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.82%	5.16%
少数股东损益	0	0	-10	0	0	0	投入资本收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.32%	5.54%
非现金支出	9	154	265	227	252	272	增长率						
非经营收益	-49	-14	-125	34	67	52	主营业务收入增长率	n.a	106%	152%	-22%	46%	64.78%
营运资金变动	-445	68	-28	333	-35	-376	EBIT增长率	16%	110%	-60%	-42%	-112%	1792%
经营活动现金净流	-1,232	-1,461	-618	309	407	813	净利润增长率	3%	-123%	56%	61%	143%	605%
资本开支	-862	-580	-902	-744	430	-370	总资产增长率	4%	81.27%	37.98%	28.98%	5.62%	11.80%
投资	-120	-172	-1,046	-910	0	0	资产管理能力						
其他	22	12	30	0	0	0	应收账款周转天数	40.0	86.2	85.4	85.4	85.4	85.4
投资活动现金净流	-960	-740	-1,918	-1,654	430	-370	存货周转天数	461.1	256.7	121.4	121.4	121.4	121.4
股权募资	393	4,527	3,017	4,027	0	0	应付账款周转天数	1,095.0	550.8	349.4	349.4	349.4	349.4
债权募资	292	-27	-293	271	200	200	固定资产周转天数	154.7	436.2	170.7	229.1	155.1	91.8
其他	-96	-132	-81	-20	-22	-27	偿债能力						
筹资活动现金净流	590	4,368	2,642	4,278	178	173	净负债/股东权益	-12.94%	-44.02%	-35.73%	-48.71%	-54.76%	-54.21%
现金净流量	-1,603	2,166	106	2,933	1,015	617	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	2	18	32	41	57
增持	0	2	2	2	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.11	1.09	1.05

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
3	2022-04-01	买入	87.19	N/A
4	2022-04-18	买入	85.19	N/A
5	2022-04-29	买入	95.15	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