

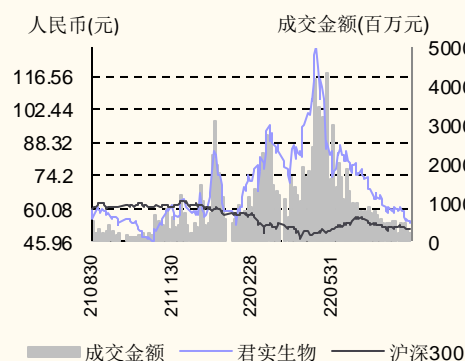
君实生物 (688180.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 53.55 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.13
已上市流通 A 股(亿股)	4.30
流通港股(亿股)	2.19
总市值(亿元)	488.70
年内股价最高最低(元)	128.85/45.96
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



相关报告

- 1.《君实生物新冠药物结果达标点评-新冠药物与辉瑞 Paxovid...》，2022.5.24
- 2.《君实生物点评-食管鳞癌一线获批，PD-1 适应症增至五项》，2022.5.18
- 3.《君实生物新冠药物 VV116 点评-新冠药物 VV116 与辉瑞 Pa...》，2022.4.29
- 4.《君实生物-VV116 点评-新冠小分子在研 VV116 显示对 RS...》，2022.4.18
- 5.《君实生物-2021 年报点评-新冠跑赢，PD-1 拐点在即，创新...》，2022.4.1

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

2 季度 PD-1 环比高增 70%，海外拓展可期

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	1,780	2,581	3,820
营业收入增长率	105.77%	152.36%	-55.77%	45.00%	48.00%
归母净利润(百万元)	-1,669	-721	-1,670	-1,346	-960
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
摊薄每股收益(元)	-1.912	-0.792	-1.830	-1.475	-1.052
每股经营性现金流净额	-1.67	-0.66	-1.30	-1.15	-0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	12.14	7.68	7.79	9.92	12.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 8 月 30 日，公司发布半年报，2022 年上半年营收/归母净利润/扣非净利润分别为 9.46/-9.12/-9.46 亿元，其中营收/归母净利润同比下降 55.26%/-9861.53%。业绩低于预期。

点评

- **特瑞普利单抗 2 季度环比高增 195%，适应症拓展进入收获期。**(1) 1H22 营收 9.46 亿元，下降 55.26%，主要由于上期产生基于与礼来合作就新冠中和抗体埃特司韦单抗的海外市场大额技术许可及特许权收入。其中，特瑞普利单抗 (拓益) 销售收入 2.98 亿元，在疫情影响下，1H22 环比增长 195%，Q2 环比增长 70%。(2) 特瑞普利单抗已在国内获批 5 项适应症，包括 3L 鼻咽癌、2L 黑色素瘤、2L 尿路上皮癌、1L 鼻咽癌及 1L 食管鳞癌，1LEGFR 阴性非小细胞肺癌获得受理审评中；已累计在全国超 4000 家医疗机构和近 2000 家专业/社会药房销售，纳入医保的适应症在 113 个省/城市获得医保目录内自付费用的补充报销，未纳入医保的适应症已进入 20 个省级/市级商业保险目录，在 61 个省/城市获得补充医疗保险；美国药监局 FDA 受理公司重新提交的鼻咽癌适应症生物制品许可申请 BLA，有望成为美国首个且唯一用于鼻咽癌治疗的肿瘤免疫药物。(3) 公司与迈威生物合作开发的阿达木单抗，治疗类风湿关节炎、强直性脊柱炎及银屑病，5 月开出首张处方。
- **研发持续，多个管线推进，单抗产能提升。**(1) 1H22 研发费用 10.62 亿元，同比增长 12.14%，超过 50 项在研药品。(2) 公司的全球首个 BTLA 单抗，在 2022 年 ASCO 大会发布良好安全性和有效性数据。(3) 公司拥有 2 个生产基地同时负责生产商业化批次的特瑞普利单抗；苏州吴江生产基地拥有 4500L (9*500L) 发酵能力，上海临港生产基地的一期项目产能 3 万 L (15*2000L)。

盈利预测与投资建议

- 根据上半年受到疫情影响较大及新冠小分子药物 VV116 仍在未上市状态，我们下调公司盈利预测，将公司 2022/23/24 年营收由 31.5/45.9/75.6 亿元，下调 43.5%/43.8%/49.5%至 17.8/25.8/38.2 亿元；净利润由-2.85/1.23/8.66 亿元，下调 4/12/2 倍至亏损 16.7/13.46/9.6 亿元。考虑新冠小分子及 PD-1 海外进展推进中，仍有较大弹性空间，维持“买入”评级。

风险提示

- 研发进程、进医保后销量以及 PD-1 出海不达预期等风险。

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	1,780	2,581	3,820	货币资金	1,221	3,385	3,507	1,600	722	866
增长率		105.8%	152.4%	-55.8%	45.0%	48.0%	应收账款	173	687	1,329	445	645	902
主营业务成本	-91	-373	-1,245	-631	-918	-1,513	存货	181	343	485	605	679	704
%销售收入	11.7%	23.4%	30.9%	35.4%	35.6%	39.6%	其他流动资产	337	283	525	435	515	586
毛利	684	1,222	2,780	1,149	1,663	2,307	流动资产	1,911	4,699	5,845	3,084	2,561	3,058
%销售收入	88.3%	76.6%	69.1%	64.6%	64.4%	60.4%	%总资产	43.3%	58.8%	53.0%	35.3%	29.7%	32.3%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-9	-13	-19	长期投资	142	423	1,485	1,577	1,577	1,577
%销售收入	0.9%	0.5%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,808	2,321	2,684	3,040	3,360	3,645
销售费用	-320	-688	-735	-587	-594	-649	%总资产	41.0%	29.0%	24.3%	34.8%	39.0%	38.5%
%销售收入	41.3%	43.1%	18.3%	33.0%	23.0%	17.0%	无形资产	152	175	293	388	480	568
管理费用	-217	-440	-642	-534	-568	-573	非流动资产	2,501	3,299	5,190	5,643	6,049	6,416
%销售收入	28.0%	27.6%	16.0%	30.0%	22.0%	15.0%	%总资产	56.7%	41.2%	47.0%	64.7%	70.3%	67.7%
研发费用	-946	-1,778	-2,069	-1,780	-1,807	-1,910	资产总计	4,412	7,997	11,035	8,727	8,610	9,474
%销售收入	122.1%	111.5%	51.4%	100.0%	70.0%	50.0%	短期借款	91	278	45	75	1,023	2,671
息税前利润 (EBIT)	-806	-1,691	-672	-1,761	-1,318	-844	应付款项	364	927	1,616	1,262	1,567	1,727
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	124	268	341	141	135	164
财务费用	13	-21	-31	13	-46	-137	流动负债	578	1,472	2,001	1,478	2,725	4,563
%销售收入	-1.7%	1.3%	0.8%	-0.7%	1.8%	3.6%	长期贷款	745	542	490	490	490	490
资产减值损失	1	-4	-13	0	0	0	其他长期负债	111	155	227	200	182	168
公允价值变动收益	23	46	113	-23	0	0	负债	1,434	2,170	2,719	2,168	3,397	5,221
投资收益	-2	-6	-47	1	1	1	普通股股东权益	2,978	5,828	7,945	6,275	4,929	3,969
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	-0.1%	-0.1%	其中：股本	784	872	911	913	913	913
营业利润	-739	-1,656	-558	-1,729	-1,322	-939	未分配利润	-1,999	-3,668	-4,389	-6,059	-7,405	-8,365
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	少数股东权益	0	0	371	284	284	284
营业外收支	-28	-16	-37	-11	-11	-11	负债股东权益合计	4,412	7,997	11,035	8,727	8,610	9,474
税前利润	-767	-1,672	-595	-1,740	-1,333	-951	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	19	4	-136	-17	-13	-10	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	每股收益	-0.953	-1.912	-0.792	-1.830	-1.475	-1.052
净利润	-748	-1,669	-731	-1,757	-1,346	-960	每股净资产	3.798	6.679	8.724	6.876	5.401	4.349
少数股东损益	0	0	-10	-87	0	0	每股经营现金净流	-1.573	-1.669	-0.664	-1.297	-1.147	-0.705
归属于母公司的净利润	-747	-1,669	-721	-1,670	-1,346	-960	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	n.a	n.a	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.	n.a.	n.a.
净利润	-748	-1,669	-731	-1,757	-1,346	-960	总资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
少数股东损益	0	0	-10	-87	0	0	投入资本收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非现金支出	8	159	278	269	309	348	增长率						
非经营收益	-49	-14	-125	3	47	132	主营业务收入增长率	n.a.	106%	152%	-55.77%	45.00%	48.00%
营运资金变动	-445	68	-28	301	-57	-163	EBIT增长率	16.47%	110%	-60.26%	162%	-25.15%	-35.95%
经营活动现金净流	-1,233	-1,456	-605	-1,184	-1,046	-644	净利润增长率	3.39%	123%	-56.80%	131.72%	-19.42%	-28.67%
资本开支	-862	-580	-902	-572	-694	-694	总资产增长率	3.80%	81.27%	37.98%	-20.92%	-1.34%	10.04%
投资	-120	-172	-1,046	-115	0	0	资产管理能力						
其他	22	12	30	1	1	1	应收账款周转天数	40.0	86.2	85.4	85.0	85.0	80.0
投资活动现金净流	-960	-740	-1,918	-686	-693	-693	存货周转天数	461.1	256.7	121.4	350.0	270.0	170.0
股权募资	393	4,527	3,017	0	0	0	应付账款周转天数	1,095.0	550.8	349.4	700.0	600.0	400.0
债权募资	292	-27	-293	28	949	1,648	固定资产周转天数	154.7	436.2	170.7	397.5	277.0	185.6
其他	-92	-86	-58	-40	-69	-153	偿债能力						
筹资活动现金净流	594	4,414	2,666	-12	880	1,495	净负债/股东权益	-12.94%	-44.02%	-35.73%	-15.79%	15.19%	53.97%
现金净流量	-1,604	2,171	120	-1,881	-860	158	EBIT利息保障倍数	61.1	-79.8	-21.4	136.6	-28.9	-6.1
							资产负债率	32.50%	27.13%	24.64%	24.84%	39.45%	55.11%

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	5	14	26	75
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.07	1.04	1.04

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。

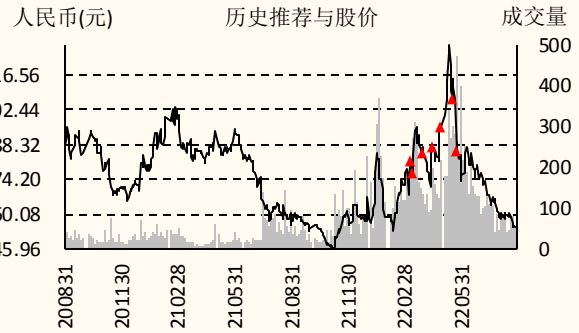
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2022-05-18	买入	110.00	N/A
7	2022-05-24	买入	107.00	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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