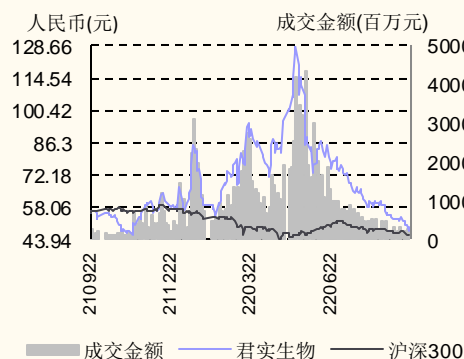


市场价格 (人民币): 49.10 元

## 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)	448.09
年内股价最高最低(元)	128.85/45.96
沪深 300 指数	3933
上证指数	3122



## 相关报告

- 1.《君实生物中报点评-2 季度 PD-1 环比高增 70%，海外拓展可期》，2022.8.31
- 2.《君实生物新冠药物结果达标点评-新冠药物与辉瑞 Paxlovid...》，2022.5.24
- 3.《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
- 4.《君实生物新冠药物 VV116 点评-新冠药物 VV116 与辉瑞 Pa...》，2022.4.29
- 5.《君实生物-VV116 点评-新冠小分子在研 VV116 显示对 RS...》，2022.4.18

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

## 特瑞普利单抗获批非鳞非小肺癌，放量可期

## 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	106%	152%	-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	7.14	9.09	11.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022 年 9 月 20 日，公司公告，公司特瑞普利单抗联合化疗一线治疗表皮生长因子受体基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶阴性、手术不可切除的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 中国获批上市。

## 点评

- 首个大适应症非鳞状 NSCLC 获批，静待特瑞普利单抗销售放量。(1) 截至目前，特瑞普利单抗已经获批 6 项适应症，分别为 3L 鼻咽癌、2L 黑色素瘤、2L 尿路上皮癌、1L 鼻咽癌、1L 食管鳞癌以及此次的 1L 非鳞状非小细胞肺癌。(2) 在中国，肺癌居新发和死亡癌种之首，根据世界卫生组织发布数据，中国每年肺癌新发肺癌病例数 81.6 万，85% 为非小细胞肺癌，在非小细胞肺癌患者中非鳞状非小细胞肺癌患者占比约 70%，患者基数庞大。此前，中国共有 5 款 PD-1 获批非小细胞肺癌适应症，分别为信达生物的信达利单抗、百济神州的替雷利珠单抗、恒瑞医药的卡瑞利珠单抗、默克的 Keytruda 以及 BMS 的 OPDIVO。(3) 根据 CHOICE-01 研究显示，特瑞普利单抗联合化疗一线治疗 NSCLC 在无 EGFR/ALK 突变晚期患者中，PFS 和 OS 显著改善。在非鳞状非小细胞肺癌中，特瑞普利单抗联合化疗组与单化疗组的 PFS 分别为 9.7 个月 vs 4.2 个月；死亡风险降低 52%。
- 特瑞普利单抗 2 季度销售环比增长 195%，鼻咽癌赴美 BLA 已获受理。(1) 公司上半年已完成销售团队调整，药品进入全国超过 4000 家医疗机构和近 2000 家药房销售。2022 上半年特瑞普利单抗 (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) 公司因现场核查问题受疫情影响，故向美国重新提交鼻咽癌适应症生物制品许可申请 BLA，现已获得受理，新的 PDUFA DATE 为 2022 年 12 月 23 日。如果获批，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) 研发持续，公司上半年研发投入 10.62 亿元，同比增长 12.14%，在研产品超 50 项；特瑞普利单抗开展适应症超 15 个，临床超 30 个，期待年底的辅助新辅助的数据读出。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测，预计公司 2022/23/24 年实现营收 17.8/25.81/38.2 亿元，同比增长-55.77%/45%/48%。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
<b>主营业务收入</b>	<b>775</b>	<b>1,595</b>	<b>4,025</b>	<b>1,780</b>	<b>2,581</b>	<b>3,820</b>	货币资金	1,221	3,385	3,507	1,600	722	866
增长率		106%	152%	-55.8%	45.0%	48.0%	应收款项	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	<b>资产总计</b>	<b>4,412</b>	<b>7,997</b>	<b>11,035</b>	<b>8,727</b>	<b>8,610</b>	<b>9,474</b>
%销售收入	122%	111%	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	<b>负债</b>	<b>1,434</b>	<b>2,170</b>	<b>2,719</b>	<b>2,168</b>	<b>3,397</b>	<b>5,221</b>
投资收益	-2	-6	-47	1	1	1	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,978</b>	<b>5,828</b>	<b>7,945</b>	<b>6,275</b>	<b>4,929</b>	<b>3,969</b>
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,412</b>	<b>7,997</b>	<b>11,035</b>	<b>8,727</b>	<b>8,610</b>	<b>9,474</b>
税前利润	-767	-1,672	-595	-1,740	-1,333	-951							
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a							
所得税	19	4	-136	-17	-13	-10							
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a							
净利润	-748	-1,669	-731	-1,757	-1,346	-960							
少数股东损益	0	0	-10	-87	0	0							
归属于母公司的净利润	<b>-747</b>	<b>-1,669</b>	<b>-721</b>	<b>-1,670</b>	<b>-1,346</b>	<b>-960</b>							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-748	-1,669	-731	-1,757	-1,346	-960	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	-10	-87	0	0	每股收益	-0.953	-1.912	-0.792	-1.830	-1.475	-1.052
非现金支出	8	159	278	269	309	348	每股净资产	3.798	6.679	8.724	6.876	5.401	4.349
非经营收益	-49	-14	-125	3	47	132	每股经营现金净流	-1.573	-1.669	-0.664	-1.297	-1.147	-0.705
营运资金变动	-445	68	-28	301	-57	-163	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1,233</b>	<b>-1,456</b>	<b>-605</b>	<b>-1,184</b>	<b>-1,046</b>	<b>-644</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-862	-580	-902	-572	-694	-694	净资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
投资	-120	-172	-1,046	-115	0	0	总资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
其他	22	12	30	1	1	1	投入资本收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-960</b>	<b>-740</b>	<b>-1,918</b>	<b>-686</b>	<b>-693</b>	<b>-693</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	393	4,527	3,017	0	0	0	主营业务收入增长率	n.a	106%	152%	-55.77%	45.00%	48.00%
债权募资	292	-27	-293	28	949	1,648	EBIT增长率	16.47%	110%	-60.26%	162%	-25.15%	-35.95%
其他	-92	-86	-58	-40	-69	-153	净利润增长率	3.39%	123%	-56.80%	132%	-19.42%	-28.67%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>594</b>	<b>4,414</b>	<b>2,666</b>	<b>-12</b>	<b>880</b>	<b>1,495</b>	总资产增长率	3.80%	81.27%	37.98%	-20.92%	-1.34%	10.04%
<b>现金净流量</b>	<b>-1,604</b>	<b>2,171</b>	<b>120</b>	<b>-1,881</b>	<b>-860</b>	<b>158</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	40.0	86.2	85.4	85.0	85.0	80.0
							存货周转天数	461.1	256.7	121.4	350.0	270.0	170.0
							应付账款周转天数	1,095.0	550.8	349.4	700.0	600.0	400.0
							固定资产周转天数	154.7	436.2	170.7	397.5	277.0	185.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-12.94%	-44.02%	-35.73%	-15.79%	15.19%	53.97%
							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	0	13	17	28	76
增持	0	1	2	2	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.07	1.11	1.07	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
8	2022-08-31	买入	53.55	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。

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