

# 君实生物 (688180.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

## PD1 提速，销售回正轨；研发加力，步入收获事件

2023年3月30日，公司公告2022年全年业绩，实现收入14.53亿元，同比下降63.89%；归母净亏损23.88亿元，较上年同期亏损增加16.68亿元。业绩低于预期。

### 点评

**PD-1 销售强势增长 78%，商业化渐入正轨。** (1) 公司营收大幅下降主要系2021年和礼来、Coherus的合作产生大额技术许可和特许权收入，2022年对应收入减少所致；利润端增亏约16.77亿元，主要系公司研发投入持续加码和营收下降所致。(2) 特瑞普利单抗全年实现收入7.36亿元，同比增长78.77%。随着2022年两大适应症一线食管鳞癌和一线非小细胞肺癌获批上市，特瑞普利单抗目前批准适应症已增加至6项，销售逐渐进入正向循环，未来随着围手术期和术后辅助适应症的上市推进，有望进一步放量。

(3) 毛利率方面，2022年总体毛利率为71.99%，较去年基本持平。商业化方面，公司已经建立起近1000人团队，覆盖全国4000多家医疗机构、近2000家专业/社会药房。商业化产品逐渐丰富，除特瑞普利单抗外，和迈威生物合作项目阿达木单抗于2022年3月、新冠小分子药物民德维于2023年1月获批上市，预计新产品将给公司贡献一定的收入弹性。

**研发大力投入，逐渐进入收获期，国际化突破值得期待。** (1) 2022年君实生物研发投入23.84亿元，同比增长15.26%，目前在研管线超过53项，2022年以来有10款新药在中国获批临床，3款在美国获批临床。(2) 创新管线持续发力。PCSK9 昂戈瑞西单抗两项三期研究近期达到主要研究终点，有望今年提交上市申请，国内目前尚无PCSK9单抗上市，市场空间广阔；PARP 抑制剂 JS109 一线针对卵巢癌三期临床完成患者入组；全球 FIC 药物抗 PTLA 单抗 tifcemalimab 在2022年 ASCO 和 ASH 大会上公布并更新针对实体瘤和淋巴瘤的早期数据。(3) PD-1 出海稳步前行。特瑞普利单抗鼻咽癌适应症在2022年7月向FDA重新提交BLA，1L ESCC、1L NPC 分别在英国和欧洲提交上市申请，已获EMA受理，均有望实现海外突破。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到民德维在2023年的收入贡献，我们预计2023/24/25年营收22.82/33.10/46.33亿元，同比增长11.75%/12.35%/12.47%。维持“买入”评级。

### 风险提示

研发进程、进医保后销量及PD-1出海不达预期的风险。

医药组

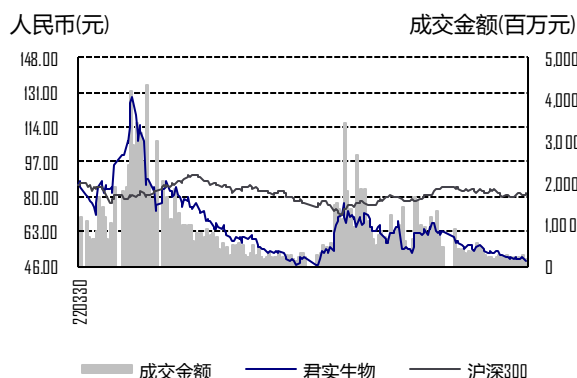
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：48.16 元

相关报告：

- 《君实生物点评-特瑞普利单抗获批非鳞非小肺癌，放量可期》，2022.9.21
- 《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
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,025	1,453	2,282	3,310	4,633
营业收入增长率	152%	-64%	57.03%	45.00%	40.00%
归母净利润(百万元)	-721	-2,388	-2,158	-1,614	-906
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)	-0.792	-2.430	-2.189	-1.637	-0.919
每股经营性现金流净额	-0.66	-1.81	-2.55	-1.67	-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	7.68	6.49	7.11	9.12	10.84

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,595</b>	<b>4,025</b>	<b>1,453</b>	<b>2,282</b>	<b>3,310</b>	<b>4,633</b>
增长率	152%	-64%	57.0%	45.0%	40.0%	
主营业务成本	-373	-1,245	-504	-799	-1,158	-1,622
%销售收入	23.4%	30.9%	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利	1,222	2,780	949	1,484	2,151	3,012
%销售收入	76.6%	69.1%	65.3%	65.0%	65.0%	65.0%
营业税金及附加	-8	-7	-10	-13	-17	-23
%销售收入	0.5%	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
销售费用	-688	-735	-716	-753	-761	-788
%销售收入	43.1%	18.3%	49.2%	33.0%	23.0%	17.0%
管理费用	-440	-642	-569	-571	-596	-602
%销售收入	27.6%	16.0%	39.2%	25.0%	18.0%	13.0%
研发费用	-1,778	-2,069	-2,384	-2,465	-2,482	-2,502
%销售收入	111%	51%	164.0%	108.0%	75.0%	54.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,691	-672	-2,730	-2,318	-1,704	-904
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-21	-31	81	17	-35	-106
%销售收入	1.3%	0.8%	-5.6%	-0.7%	1.1%	2.3%
资产减值损失	-4	-13	-22	0	0	0
公允价值变动收益	46	113	-9	0	0	0
投资收益	-6	-47	-42	20	20	20
%税前利润	n.a	n.a	n.a	-0.9%	-1.2%	-2.1%
营业利润	-1,656	-558	-2,666	-2,214	-1,652	-923
%营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	-16	-37	-11	-11	-11	-11
税前利润	-1,672	-595	-2,677	-2,225	-1,664	-934
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	4	-136	93	67	50	28
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-1,669	-731	-2,584	-2,158	-1,614	-906
少数股东损益	0	-10	-196	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-1,669</b>	<b>-721</b>	<b>-2,388</b>	<b>-2,158</b>	<b>-1,614</b>	<b>-906</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)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,669	-731	-2,584	-2,158	-1,614	-906
少数股东损益	0	-10	-196	0	0	0
非现金支出	159	278	318	249	255	261
非经营收益	-14	-125	-187	134	31	85
营运资金变动	68	-28	678	-729	-318	-135
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1,456</b>	<b>-605</b>	<b>-1,776</b>	<b>-2,504</b>	<b>-1,645</b>	<b>-694</b>
资本开支	-580	-902	-394	-434	-386	-386
投资	-172	-1,046	-104	0	0	0
其他	12	30	61	20	20	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-740</b>	<b>-1,918</b>	<b>-437</b>	<b>-414</b>	<b>-366</b>	<b>-366</b>
股权募资	4,527	3,017	4,177	0	0	0
债权募资	-27	-293	727	-358	365	1,301
其他	-86	-58	-291	-73	-72	-126
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,414</b>	<b>2,666</b>	<b>4,613</b>	<b>-431</b>	<b>293</b>	<b>1,175</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,171</b>	<b>120</b>	<b>2,492</b>	<b>-3,348</b>	<b>-1,718</b>	<b>115</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,385	3,507	6,031	2,670	943	1,050
应收款项	687	1,329	264	345	482	663
存货	343	485	599	657	952	1,333
其他流动资产	283	525	322	472	652	640
流动资产	4,699	5,845	7,216	4,144	3,029	3,686
%总资产	58.8%	53.0%	57.5%	43.2%	35.1%	39.1%
长期投资	423	1,485	1,403	1,403	1,403	1,403
固定资产	2,321	2,684	2,938	3,039	3,136	3,230
%总资产	29.0%	24.3%	23.4%	31.7%	36.4%	34.3%
无形资产	175	293	339	400	459	515
非流动资产	3,299	5,190	5,342	5,446	5,598	5,744
%总资产	41.2%	47.0%	42.5%	56.8%	64.9%	60.9%
<b>资产总计</b>	<b>7,997</b>	<b>11,035</b>	<b>12,558</b>	<b>9,590</b>	<b>8,627</b>	<b>9,430</b>
短期借款	278	45	435	75	440	1,741
应付款项	927	1,616	1,100	702	1,002	1,388
其他流动负债	268	341	231	188	184	212
流动负债	1,472	2,001	1,766	965	1,625	3,341
长期贷款	542	490	840	840	840	840
其他长期负债	155	227	176	166	157	150
负债	2,170	2,719	2,782	1,971	2,622	4,331
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,828</b>	<b>7,945</b>	<b>9,484</b>	<b>7,326</b>	<b>5,712</b>	<b>4,806</b>
其中：股本	872	911	983	983	983	983
未分配利润	-3,668	-4,389	-6,777	-8,935	-10,548	-11,454
少数股东权益	0	371	293	293	293	293
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,997</b>	<b>11,035</b>	<b>12,558</b>	<b>9,590</b>	<b>8,627</b>	<b>9,430</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-1.912	-0.792	-2.430	-2.189	-1.637	-0.919
每股净资产	6.679	8.724	9.649	7.432	5.795	4.876
每股经营现金净流	-1.669	-0.664	-1.807	-2.547	-1.674	-0.706
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
总资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投入资本收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	n.a.	152%	-64%	57.03%	45.00%	40.00%
EBIT 增长率	109.83%	-60%	306.28%	-15%	-26.46%	-46.99%
净利润增长率	123.25%	-57%	231.26%	-10%	-25.22%	-43.88%
总资产增长率	81.27%	37.98%	13.81%	-23.64%	-10.04%	9.31%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	86.2	85.4	192.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	256.7	121.4	392.1	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	550.8	349.4	956.1	300.0	300.0	300.0
固定资产周转天数	436.2	170.7	475.8	271.1	164.6	101.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-44.02%	-35.73%	-48.64%	-23.05%	5.61%	30.01%
EBIT 利息保障倍数	-79.8	-21.4	33.7	135.4	-48.4	-8.5
资产负债率	27.13%	24.64%	22.15%	20.56%	30.39%	45.93%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-16	买入	77.36	N/A
2	2022-04-01	买入	87.19	N/A
3	2022-04-18	买入	85.19	N/A
4	2022-04-29	买入	95.15	N/A
5	2022-05-18	买入	110.00	N/A
6	2022-05-24	买入	107.00	N/A
7	2022-08-31	买入	53.55	N/A
8	2022-09-21	买入	49.10	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402