



君实生物 (688180.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

PD-1 围手术期适应症，君实国产首家突破

事件

2024年1月2日，公司公告，特瑞普利（PD-1）单抗用于可切除非小细胞肺癌（NSCLC）患者围手术期治疗的新适应症在中国获批，成为国产首个、全球第二个获批的肺癌围手术期免疫疗法。

点评

NSCLC 围手术期存在较大未满足临床需求，特瑞普利单抗再拔头筹。(1)

20%-25%的 NSCLC 患者初诊时可手术切除，但即便接受了根治性手术治疗，仍有 30%-55% 的患者会在术后发生复发并死亡。目前化疗作为术前新辅助或术后辅助治疗的临床获益有限，仅能将患者的 5 年生存率提高约 5%，因此 NSCLC 围手术期存在巨大的未满足临床需求。(2) 特瑞普利单抗该适应症的研究数据在 2023 年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会公布：相较单纯化疗，特瑞普利单抗联合化疗用于可切除 III 期非小细胞肺癌围手术期治疗可显著延长患者的无事件生存期 (mEFS) (尚未达到 vs 15.1 个月)，患者的疾病复发、进展或死亡风险降低了 60%，特瑞普利单抗组的主要病理缓解 (MPR) 率和完全病理缓解 (pCR) 率明显更优，分别为 48.5% vs 8.4% 和 24.8% vs 1.0%，且总生存期 (OS) 也显示出明显的获益趋势。(3) 2023 年 10 月 16 日，默沙东宣布 FDA 批准 Keytruda 用于治疗可切除 NSCLC 患者，联合化疗作为新辅助治疗，然后继续作为单药作为术后辅助治疗，该药成为全球首个获批的肺癌围手术期免疫疗法。而本次特瑞普利紧随其后，成为我国首个、全球第二个获批的肺癌围手术期免疫疗法。其首创的“3+1+13”围术期治疗模式，能更好地观察患者长期生存的获益情况。

六项适应症纳入医保，FDA 获批，特瑞普利单抗大幅放量可期。(1)

2023 年前三季度，该产品收入 6.68 亿元，同比增长 29.7%。在 2023 年 12 月的国家医保谈判中，特瑞普利单抗新增三项新适应症，分别为联合顺铂/吉西他滨在一线治疗鼻咽癌、联合紫杉醇/顺铂一线治疗食管鳞、联合培美曲塞/铂类一线治疗非小细胞肺癌；加上原有的二线及以上治疗黑色素瘤、二线及以上治疗鼻咽癌以及用于治疗含铂化疗失败包括新辅助或辅助化疗 12 个月内进展的尿路上皮癌等三项适应症，目前该药已有 6 项适应症被纳入医保。(2) 该药于 2023 年 10 月在美国获批上市；在欧盟、英国及澳大利亚等多地提交上市中，海外市场放量可期。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司 2023/24/25 年营 15/22/35 亿元，归母亏损分别为 15/13/8 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发及商业推广不达预期、市场竞争加剧等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

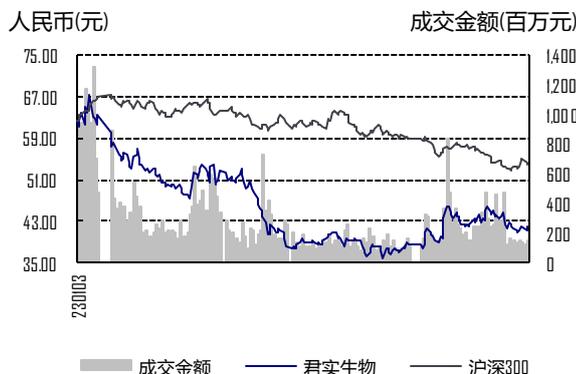
分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：42.12 元

相关报告：

- 《君实生物公司点评：首个国产 PD-1 美国获批，药品销售高增 68...》，2023.10.29
- 《君实生物公司点评：PD-1 第十项适应症 1 线治疗 SCLC 获受理》，2023.7.20
- 《君实生物公司点评：肾细胞癌上市申请获受理，适应症扩展加速》，2023.7.13



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	1,465	2,230	3,452
营业收入增长率	152%	-63.89%	0.79%	52.22%	54.80%
归母净利润(百万元)	-721	-2,388	-1,480	-1,273	-755
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	-1.501	-1.291	-0.766
每股经营性现金流净额	-0.66	-1.81	-1.49	-1.46	-1.27
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	4.80	5.26	5.59

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
主营业务收入	1,595	4,025	1,453	1,465	2,230	3,452
增长率		152%	-63.9%	0.8%	52.2%	54.8%
主营业务成本	-373	-1,245	-504	-469	-535	-501
%销售收入	23.4%	30.9%	34.7%	32.0%	24.0%	14.5%
毛利	1,222	2,780	949	996	1,695	2,951
%销售收入	76.6%	69.1%	65.3%	68.0%	76.0%	85.5%
营业税金及附加	-8	-7	-10	-19	-29	-45
%销售收入	0.5%	0.2%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-688	-735	-716	-733	-781	-967
%销售收入	43.1%	18.3%	49.2%	50.0%	35.0%	28.0%
管理费用	-440	-642	-569	-507	-558	-759
%销售收入	27.6%	16.0%	39.2%	34.6%	25.0%	22.0%
研发费用	-1,778	-2,069	-2,384	-1,612	-1,784	-1,899
%销售收入	111.5%	51.4%	164%	110%	80.0%	55.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,691	-672	-2,730	-1,874	-1,456	-718
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-21	-31	81	-31	-190	-300
%销售收入	1.3%	0.8%	-5.6%	2.1%	8.5%	8.7%
资产减值损失	-4	-13	-22	-10	-1	1
公允价值变动收益	46	113	-9	0	0	0
投资收益	-6	-47	-42	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,656	-558	-2,666	-1,915	-1,648	-1,018
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	0	0	0
税前利润	-1,672	-595	-2,677	-1,915	-1,648	-1,018
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	4	-136	93	287	247	153
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-1,669	-731	-2,584	-1,628	-1,401	-865
少数股东损益	0	-10	-196	-148	-128	-110
归属于母公司的净利润	-1,669	-721	-2,388	-1,480	-1,273	-755
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	-1,628	-1,401	-865
少数股东损益	0	-10	-196	-148	-128	-110
非现金支出	159	278	318	250	251	262
非经营收益	-14	-125	-187	121	60	60
营运资金变动	68	-28	678	-216	-349	-711
经营活动现金净流	-1,456	-605	-1,776	-1,473	-1,439	-1,254
资本开支	-580	-902	-394	-299	-380	-450
投资	-172	-1,046	-104	0	0	0
其他	12	30	61	0	0	0
投资活动现金净流	-740	-1,918	-437	-299	-380	-450
股权募资	4,527	3,017	4,177	0	0	0
债权募资	-27	-293	727	-301	0	0
其他	-86	-58	-291	522	449	242
筹资活动现金净流	4,414	2,666	4,613	221	449	242
现金净流量	2,171	120	2,492	-1,551	-1,369	-1,462

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	4,467	3,088	1,619
应收款项	687	1,329	264	803	1,222	1,892
存货	343	485	599	494	564	527
其他流动资产	283	525	322	377	418	396
流动资产	4,699	5,845	7,216	6,140	5,291	4,435
%总资产	58.8%	53.0%	57.5%	53.4%	49.1%	43.9%
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	3,018	3,118	3,277
%总资产	29.0%	24.3%	23.4%	26.3%	28.9%	32.4%
无形资产	175	293	339	336	370	402
非流动资产	3,299	5,190	5,342	5,353	5,483	5,671
%总资产	41.2%	47.0%	42.5%	46.6%	50.9%	56.1%
资产总计	7,997	11,035	12,558	11,493	10,775	10,106
短期借款	278	45	435	105	105	105
应付款项	927	1,616	1,100	1,257	1,434	1,347
其他流动负债	268	341	231	358	364	351
流动负债	1,472	2,001	1,766	1,721	1,903	1,804
长期贷款	542	490	840	840	840	840
其他长期负债	155	227	176	192	183	177
负债	2,170	2,719	2,782	2,753	2,926	2,820
普通股股东权益	5,828	7,945	9,484	8,596	7,832	7,379
其中：股本	872	911	983	986	986	986
未分配利润	-3,668	-4,389	-6,777	-7,664	-8,428	-8,881
少数股东权益	0	371	293	145	17	-93
负债股东权益合计	7,997	11,035	12,558	11,493	10,775	10,106

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-1.912	-0.792	-2.430	-1.501	-1.291	-0.766
每股净资产	6.679	8.724	9.649	8.721	7.946	7.487
每股经营现金净流	-1.669	-0.664	-1.807	-1.494	-1.459	-1.272
每股股利	0.000	0.000	0.000	-0.600	-0.516	-0.306
回报率						
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	-25.38%	-9.32%	-23.85%	-16.45%	-14.08%	-7.42%
增长率						
主营业务收入增长率	106%	152%	-63.89%	0.79%	52.22%	54.80%
EBIT增长率	110%	-60.26%	306%	-31.37%	-22.28%	-50.68%
净利润增长率	123%	-56.80%	231%	38.05%	-13.98%	-40.68%
总资产增长率	81.27%	37.98%	13.81%	-8.48%	-6.25%	-6.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.2	85.4	192.3	192.3	192.3	192.3
存货周转天数	256.7	121.4	392.1	392.1	392.1	392.1
应付账款周转天数	550.8	349.4	956.1	956.1	956.1	956.1
固定资产周转天数	436.2	170.7	475.8	431.6	259.0	152.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.02%	-35.73%	-48.64%	-40.29%	-27.31%	-9.26%
EBIT利息保障倍数	-79.8	-21.4	33.7	-60.2	-7.7	-2.4
资产负债率	27.13%	24.64%	22.15%	23.95%	27.15%	27.90%

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	2023-03-31	买入	48.16	N/A
2	2023-04-12	买入	51.34	N/A
3	2023-04-27	买入	50.58	N/A
4	2023-04-30	买入	52.78	N/A
5	2023-05-23	买入	49.54	N/A
6	2023-07-13	买入	38.82	N/A
7	2023-07-20	买入	38.52	N/A
8	2023-10-29	买入	43.35	N/A

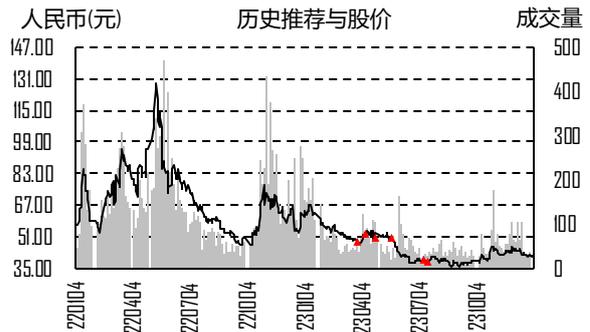
来源：国金证券研究所

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究