



买入（维持）

所属行业：医药生物/生物制品
当前价格(元)：30.24

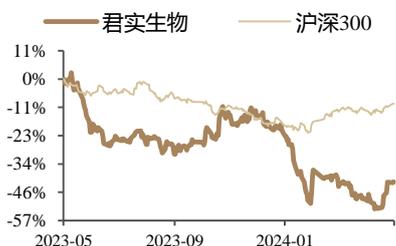
证券分析师

李霖阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.88	-2.10	8.00
相对涨幅(%)	10.32	-5.14	-2.49

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《君实生物(688180.SH)：出海重大里程碑达成，特瑞普利美国获批》，2023.10.31

君实生物(688180.SH)：PD-1 迎来大适应症放量，拐点初现

投资要点

- **事件**：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年收入 15.03 亿元（同比+3.38%），归母净利润-22.83 亿元（同比+4.38%），扣非归母净利润-22.98 亿元（同比+6.23%）；1Q24 实现收入 3.81 亿元（同比+49.24%），归母净利润-2.83 亿元（同比+47.92%），扣非归母净利润-3.07 亿元（同比+45.11%）。

- **特瑞普利增长迅速，出海进展顺利**。公司共 3 款药物处于商业化阶段，2023 年公司收入 15.03 亿，其中产品销售收入 11.91 亿元，同比增长 58%。特瑞普利收入约 9.19 亿元，同比增长约 25%。

- 1) 特瑞普利单抗 (PD-1, 拓益®) 得益于新适应症的获批和进医保，开始加速增长，2024 年 Q1，特瑞普利收入约 3.07 亿元，同比增长约 56.82%。拓益 7 项适应症在中国获批上市，6 项适应症纳入国家医保。海外进展顺利，2023 年 10 月，全线治疗鼻咽癌获 FDA 批准，此外在欧盟、英国、澳大利亚、新加坡的上市申请已受理，且公司已在超过 50 个国家达成商业化合作。

- 2) 特瑞普利单抗新适应症开发顺利，预计将迎来加速放量：1) 围手术期适应症广泛布局，2023 年 12 月，肺癌围手术期辅助治疗获批，为独家适应症；肝癌术后辅助和食管鳞癌围手术期治疗临床已入组完成；2) 2024 年 4 月，肾细胞癌一线治疗获批上市；3) 2023 年 5 月，三阴性乳腺癌 sNDA 获得 NMPA 受理；4) 2023 年 7 月，广泛期小细胞肺癌一线治疗的 sNDA 获得 NMPA 受理；5) 2023 年 9 月，一线治疗黑色素瘤 III 期临床达到主要研究终点。

- 3) 氢溴酸氟瑞米德韦片 (民得维®)：产品于 2023 年 1 月获 NMPA 附条件批准上市，2024 年 1 月纳入医保。入院进程稳步推进，截至 2023 年底，已进入超过 2,300 家医院。阿达木单抗 (君迈康®)：截至 2023 年底，产品已完成 26 省招标挂网，准入医院 173 家，覆盖药店 1,316 家。

- **研发管线顺利推进，增长可持续**。目前，公司近 30 项在研产品处于临床阶段，超过 20 项处于临床前阶段。截至 2023 年底，(1) 公司自主研发的全球首个进入临床开发阶段的抗肿瘤抗 BTLA 单抗 tificemalimab (TAB004/JS004) 已针对局限期小细胞肺癌和经典型霍奇金淋巴瘤 (cHL) 启动 2 项 III 期临床；(2) 重组人源化抗 PCSK9 单克隆抗体注射液昂戈瑞西单抗 (项目代号：JS002) 的新药上市申请获 NMPA 受理；(3) 重组人源化抗 IL-17A 单克隆抗体 (JS005) 针对中重度斑块状银屑病进入 III 期临床。(4) 早期管线方面，公司将重点推进 Claudin18.2 ADC 药物 (JS107)、PI3K-α 口服小分子抑制剂 (JS105)、靶向 ANGPTL3 的 siRNA 药物 (JS401)、抗 CGRP 单抗 (JS010)、CD20/CD3 双特异性抗体 (JS203)、PD-1/VEGF 双特异性抗体 (JS207)、PD-1 单抗皮下注射制剂 (JS001sc) 等产品。

- **盈利预测**。我们预计公司 24-26 年收入为 24.34、34.24、48.27 亿元，净利润为-12.75、-3.53、5.11 亿元；我们认为公司产品进展颇丰，同时创新管线丰富，维持“买入”评级。

风险提示：医保降价风险；行业竞争加剧风险；疫情风险；产品研发及临床进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	985.69		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	762.84	营业收入(百万元)	1,453	1,503	2,434	3,424	4,827
52 周内股价区间(元):	24.58-52.96	(+/-)YOY(%)	-63.9%	3.4%	62.0%	40.7%	41.0%
总市值(百万元):	29,807.26	净利润(百万元)	-2,388	-2,283	-1,275	-353	511
总资产(百万元):	12,024.49	(+/-)YOY(%)	-231.3%	4.4%	44.2%	72.4%	244.9%
每股净资产(元):	6.97	全面摊薄 EPS(元)	-2.42	-2.32	-1.29	-0.36	0.52
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	65.3%	64.0%	70.0%	74.0%	75.0%
		净资产收益率(%)	-25.2%	-31.9%	-21.7%	-6.4%	8.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：2023 年公司营收及拓益销售收入



资料来源：2023 年报公司推介材料、德邦研究所

图 2：公司临床研发阶段在研管线 (截至 2024 年 3 月 28 日)

进入临床研发阶段的项目 (截至2024年3月28日)



资料来源：公司年报、德邦研究所

图 3：特瑞普利单抗关键性注册临床布局



资料来源：2023 年报公司推介材料、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-2.32	-1.29	-0.36	0.52
每股净资产	7.26	5.96	5.60	6.12
每股经营现金流	-2.03	-1.41	-0.34	0.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	58.36
P/B	5.77	5.07	5.40	4.94
P/S	19.84	12.25	8.71	6.17
EV/EBITDA	-18.56	-28.27	-2,292.69	31.98
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	64.0%	70.0%	74.0%	75.0%
净利润率	-168.8%	-55.2%	-10.8%	11.1%
净资产收益率	-31.9%	-21.7%	-6.4%	8.5%
资产回报率	-20.1%	-13.4%	-3.7%	4.9%
投资回报率	-27.3%	-17.7%	-4.6%	6.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.4%	62.0%	40.7%	41.0%
EBIT 增长率	10.0%	43.8%	73.9%	254.4%
净利润增长率	4.4%	44.2%	72.4%	244.9%
偿债能力指标				
资产负债率	35.5%	37.4%	41.8%	40.8%
流动比率	2.3	2.0	2.2	2.5
速动比率	1.9	1.6	1.7	2.0
现金比率	1.6	1.2	1.2	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	86.4	80.7	77.0	76.9
存货周转天数	378.3	252.7	188.4	126.4
总资产周转率	0.1	0.2	0.4	0.5
固定资产周转率	0.7	1.1	1.7	2.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-2,283	-1,275	-353	511
少数股东损益	-252	-67	-19	27
非现金支出	482	340	347	353
非经营收益	114	4	-15	-43
营运资金变动	-65	-397	-292	-351
经营活动现金流	-2,005	-1,395	-332	496
资产	-828	37	51	72
投资	-212	0	0	0
其他	107	-18	34	48
投资活动现金流	-933	18	86	121
债权募资	496	-1	400	0
股权募资	156	-3	0	0
其他	60	-69	-70	-78
融资活动现金流	712	-73	330	-78
现金净流量	-2,219	-1,448	83	539

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 7 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,503	2,434	3,424	4,827
营业成本	541	730	890	1,207
毛利率%	64.0%	70.0%	74.0%	75.0%
营业税金及附加	20	24	34	48
营业税金率%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	844	973	856	821
营业费用率%	56.2%	40.0%	25.0%	17.0%
管理费用	536	487	445	483
管理费用率%	35.7%	20.0%	13.0%	10.0%
研发费用	1,937	1,704	1,712	1,931
研发费用率%	128.9%	70.0%	50.0%	40.0%
EBIT	-2,446	-1,375	-360	555
财务费用	-67	-33	12	18
财务费用率%	-4.5%	-1.3%	0.3%	0.4%
资产减值损失	-126	0	0	0
投资收益	74	24	34	48
营业利润	-2,457	-1,342	-371	538
营业外收支	-34	0	0	0
利润总额	-2,492	-1,342	-371	538
EBITDA	-2,113	-1,035	-13	908
所得税	44	0	0	0
有效所得税率%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	-252	-67	-19	27
归属母公司所有者净利润	-2,283	-1,275	-353	511

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,788	2,340	2,424	2,963
应收账款及应收票据	483	608	856	1,207
存货	538	487	445	402
其它流动资产	762	643	789	1,033
流动资产合计	5,571	4,078	4,514	5,604
长期股权投资	243	243	243	243
固定资产	2,432	2,158	1,874	1,581
在建工程	1,325	1,259	1,196	1,136
无形资产	547	547	547	547
非流动资产合计	5,772	5,472	5,125	4,773
资产总计	11,343	9,550	9,640	10,377
短期借款	452	452	452	452
应付票据及应付账款	1,386	1,024	1,001	1,022
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	600	520	603	782
流动负债合计	2,438	1,997	2,057	2,257
长期借款	1,196	1,196	1,596	1,596
其它长期负债	388	380	380	380
非流动负债合计	1,584	1,576	1,976	1,976
负债总计	4,022	3,573	4,033	4,233
实收资本	986	986	986	986
普通股股东权益	7,151	5,875	5,523	6,033
少数股东权益	169	102	84	111
负债和所有者权益合计	11,343	9,550	9,640	10,377

信息披露

分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。