

## 君实生物 (688180)

证券研究报告  
2024年05月26日

## 特瑞普利单抗新增适应症获批，研发管线高效推进

## 事件

公司发布2023年年度报告及2024年一季报：2023年收入15.03亿元，同比增长3.38%，归母净利润-22.83亿元，扣非归母净利润-22.98亿元；2024Q1实现收入3.81亿元，同比增长49.24%，归母净利润-2.83亿元，扣非归母净利润-3.07亿元。

## 特瑞普利单抗获得FDA批准上市，适应症覆盖晚期鼻咽癌全线治疗，全球商业化网络持续拓展

2023年10月27日，特瑞普利单抗获得FDA批准上市，2024年1月2日，特瑞普利单抗正式投入美国市场进行销售。FDA共批准特瑞普利单抗2项适应症：特瑞普利单抗联合顺铂/吉西他滨作为转移性或复发性局部晚期鼻咽癌成人患者的一线治疗；特瑞普利单抗单药治疗既往含铂治疗过程中或治疗后疾病进展的复发性、不可切除或转移性鼻咽癌的成人患者。相关上市申请已经在美国获批，在欧盟、英国、澳大利亚、新加坡获得受理，在印度、南非、智利、约旦上市申请已提交。特瑞普利单抗已对外授权超过50个国家。

## 核心产品特瑞普利单抗新增3项适应症纳入医保，有望推动销售额进一步增长

2023年特瑞普利单抗注射液已成功纳入国家医保目录，新增一线鼻咽癌、一线食管鳞癌和一线非鳞非小细胞肺癌3项适应症纳入新版国家医保目录。截至今年4月共有6项适应症纳入国家医保目录，8项适应症在中国获批，是国家医保目录中唯一用于治疗黑色素瘤的抗PD-1单抗。同时多个术后辅助/围手术期临床III期试验即将完成，以应对大量未被满足的临床需求。

公司营业收入增长主要来自商业化药品销售收入的增长，其中核心产品特瑞普利单抗贡献突出。2023年，特瑞普利单抗销售收入9.19亿元，同比增长约24.93%。2024年第一季度于国内市场实现销售收入约3.07亿元，同比增长约56.82%。

## 临床阶段肿瘤药物管线丰富，BTLA国际多中心III期临床已正式启动

2023年12月，tifcemalimab (BTLA) 联合特瑞普利单抗用于治疗经典型霍奇金淋巴瘤的III期临床研究已在中国正式启动。同时，多项tifcemalimab联合特瑞普利单抗的Ib/II期临床研究也在中美同步开展。2023年11月，JS105 (PI3K- $\alpha$ 口服小分子抑制剂) 与其他抗肿瘤治疗联合治疗的IND申请获得NMPA批准，截至2024年5月25日联合治疗的I/II期临床正在进行中。2023年6月，JS107 (抗Claudin18.2 ADC) 与其他抗肿瘤治疗联合治疗的IND申请获得NMPA批准，目前JS107单药以及联合治疗的I/II期临床进行中。

## 盈利预测与投资评级

考虑到公司2023年财务数据以及后续放量预期，我们将公司2024至2025年的预期营收由25.91亿、37.96亿调整为22.58亿、34.21亿元人民币，预计2026年营收42.19亿元人民币；预期净利润由-11.88亿、-4.64亿调整为-14.28亿、-6.28亿元人民币，预计2026年净利润0.17亿元人民币。维持“买入”评级。

**风险提示：**产品研发及销售不及预期风险，临床失败风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险

## 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	28.08元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	766.39
流通A股股本(百万股)	762.84
A股总市值(百万元)	21,520.35
流通A股市值(百万元)	21,420.48
每股净资产(元)	6.97
资产负债率(%)	41.63
一年内最高/最低(元)	49.43/24.00

## 作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《君实生物-季报点评:加速后期管线研发，强化核心产品持续发力》 2023-11-19
- 《君实生物-半年报点评:核心产品持续发力，后期管线研发加速》 2023-09-04
- 《君实生物-年报点评报告:特瑞普利单抗销售放量符合预期，Tifcemalimab临床获益显著》 2023-04-04

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,453.49	1,502.55	2,258.33	3,421.37	4,218.55
增长率(%)	(63.89)	3.38	50.30	51.50	23.30
EBITDA(百万元)	(139.78)	(115.47)	(1,110.37)	(257.07)	443.35
归属母公司净利润(百万元)	(2,388.05)	(2,283.43)	(1,428.45)	(627.87)	17.33
增长率(%)	231.26	(4.38)	(37.44)	(56.05)	(102.76)
EPS(元/股)	(2.42)	(2.32)	(1.45)	(0.64)	0.02
市盈率(P/E)	(11.59)	(12.12)	(19.38)	(44.08)	1,597.57
市净率(P/B)	2.92	3.87	4.76	5.37	5.36
市销率(P/S)	19.04	18.42	12.26	8.09	6.56
EV/EBITDA	(396.81)	(330.38)	(23.98)	(104.26)	61.14

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,030.74	3,788.19	708.03	535.42	337.48
应收票据及应收账款	238.19	483.23	1,042.83	1,482.94	1,180.52
预付账款	231.08	238.90	254.26	423.93	152.61
存货	599.02	538.05	387.10	956.19	246.86
其他	117.45	522.71	244.05	469.15	498.82
<b>流动资产合计</b>	<b>7,216.48</b>	<b>5,571.08</b>	<b>2,636.27</b>	<b>3,867.63</b>	<b>2,416.29</b>
长期股权投资	492.64	242.58	242.58	242.58	242.58
固定资产	1,894.63	2,431.86	2,152.35	1,872.85	1,593.35
在建工程	1,043.66	1,325.36	1,375.36	1,405.36	1,425.36
无形资产	316.09	546.96	516.93	486.90	456.86
其他	1,594.98	1,225.04	1,513.71	1,432.44	1,386.01
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,342.01</b>	<b>5,771.79</b>	<b>5,800.93</b>	<b>5,440.12</b>	<b>5,104.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,558.50</b>	<b>11,342.87</b>	<b>8,437.20</b>	<b>9,307.75</b>	<b>7,520.44</b>
短期借款	351.36	452.44	0.00	0.00	49.13
应付票据及应付账款	1,057.46	1,385.82	810.63	2,302.11	430.62
其他	353.38	453.85	456.51	571.79	559.75
<b>流动负债合计</b>	<b>1,762.20</b>	<b>2,292.10</b>	<b>1,267.15</b>	<b>2,873.90</b>	<b>1,039.50</b>
长期借款	839.58	1,195.79	1,020.00	980.00	987.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	176.14	388.06	263.76	275.99	309.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,015.73</b>	<b>1,583.86</b>	<b>1,283.76</b>	<b>1,255.99</b>	<b>1,296.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,782.04</b>	<b>4,022.26</b>	<b>2,550.91</b>	<b>4,129.90</b>	<b>2,336.10</b>
少数股东权益	292.83	169.39	73.61	19.46	20.98
股本	982.87	985.69	985.69	985.69	985.69
资本公积	15,345.80	15,394.56	15,394.56	15,394.56	15,394.56
留存收益	(6,776.63)	(9,060.07)	(10,488.51)	(11,116.38)	(11,099.06)
其他	(68.41)	(168.96)	(79.05)	(105.47)	(117.83)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,776.46</b>	<b>7,320.61</b>	<b>5,886.29</b>	<b>5,177.85</b>	<b>5,184.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,558.50</b>	<b>11,342.87</b>	<b>8,437.20</b>	<b>9,307.75</b>	<b>7,520.44</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(2,584.08)	(2,535.69)	(1,428.45)	(627.87)	17.33
折旧摊销	248.57	289.44	309.54	309.54	309.54
财务费用	(76.41)	(57.76)	(18.27)	7.84	11.76
投资损失	41.93	(73.99)	(16.03)	(16.03)	(35.35)
营运资金变动	697.90	501.22	(1,242.17)	284.22	(554.03)
其它	(104.12)	(128.21)	(95.78)	(54.15)	1.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,776.20)</b>	<b>(2,004.98)</b>	<b>(2,491.16)</b>	<b>(96.45)</b>	<b>(249.24)</b>
资本支出	626.46	860.13	174.30	17.77	(13.28)
长期投资	34.85	(250.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,098.52)	(1,543.26)	(204.36)	(32.66)	27.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(437.21)</b>	<b>(933.19)</b>	<b>(30.06)</b>	<b>(14.89)</b>	<b>14.66</b>
债权融资	820.88	563.21	(648.84)	(34.86)	49.01
股权融资	3,926.58	(48.97)	89.91	(26.42)	(12.35)
其他	(133.99)	197.59	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,613.48</b>	<b>711.83</b>	<b>(558.94)</b>	<b>(61.28)</b>	<b>36.65</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,400.06</b>	<b>(2,226.35)</b>	<b>(3,080.16)</b>	<b>(172.62)</b>	<b>(197.93)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,453.49</b>	<b>1,502.55</b>	<b>2,258.33</b>	<b>3,421.37</b>	<b>4,218.55</b>
营业成本	504.31	540.98	564.58	684.27	632.78
营业税金及附加	10.41	19.70	16.59	31.50	41.72
销售费用	715.70	844.36	971.08	1,111.95	1,269.78
管理费用	569.09	536.44	465.22	342.14	421.86
研发费用	2,384.37	1,937.47	1,707.30	1,864.65	1,784.45
财务费用	(80.95)	(67.09)	(18.27)	7.84	11.76
资产/信用减值损失	(22.02)	(149.80)	(38.23)	(40.92)	(44.38)
公允价值变动收益	(9.28)	(149.18)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(41.93)	73.99	16.03	16.03	35.35
其他	89.71	373.12	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>(2,665.91)</b>	<b>(2,457.44)</b>	<b>(1,470.37)</b>	<b>(645.87)</b>	<b>47.18</b>
营业外收入	0.68	3.91	1.56	2.05	2.51
营业外支出	11.95	38.17	28.97	26.36	31.17
<b>利润总额</b>	<b>(2,677.18)</b>	<b>(2,491.69)</b>	<b>(1,497.78)</b>	<b>(670.18)</b>	<b>18.52</b>
所得税	(93.11)	43.99	26.45	11.83	(0.33)
<b>净利润</b>	<b>(2,584.08)</b>	<b>(2,535.69)</b>	<b>(1,524.23)</b>	<b>(682.01)</b>	<b>18.84</b>
少数股东损益	(196.03)	(252.26)	(95.78)	(54.15)	1.52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(2,388.05)</b>	<b>(2,283.43)</b>	<b>(1,428.45)</b>	<b>(627.87)</b>	<b>17.33</b>
每股收益(元)	(2.42)	(2.32)	(1.45)	(0.64)	0.02

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-63.89%	3.38%	50.30%	51.50%	23.30%
营业利润	377.53%	-7.82%	-40.17%	-56.07%	-107.30%
归属于母公司净利润	231.26%	-4.38%	-37.44%	-56.05%	-102.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.30%	64.00%	75.00%	80.00%	85.00%
净利率	-164.30%	-151.97%	-63.25%	-18.35%	0.41%
ROE	-25.18%	-31.93%	-24.57%	-12.17%	0.34%
ROIC	-74.47%	-75.06%	-37.22%	-13.63%	1.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.15%	35.46%	30.23%	44.37%	31.06%
净负债率	-48.64%	-27.55%	6.73%	10.46%	15.44%
流动比率	4.09	2.28	2.08	1.35	2.32
速动比率	3.75	2.06	1.77	1.01	2.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.89	4.17	2.96	2.71	3.17
存货周转率	2.68	2.64	4.88	5.09	7.01
总资产周转率	0.12	0.13	0.23	0.39	0.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-2.42	-2.32	-1.45	-0.64	0.02
每股经营现金流	-1.80	-2.03	-2.53	-0.10	-0.25
每股净资产	9.62	7.26	5.90	5.23	5.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	-11.59	-12.12	-19.38	-44.08	1,597.57
市净率	2.92	3.87	4.76	5.37	5.36
EV/EBITDA	-396.81	-330.38	-23.98	-104.26	61.14
EV/EBIT	-147.81	-98.38	-18.75	-47.30	202.57

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com