

公司研究

特瑞普利单抗放量，业绩持续减亏

——君实生物(688180.SH、1877.HK)事件点评

要点

事件：1) 公司近期发布 2024 年三季报，24 年前三季度实现收入 12.71 亿元，同比增长 28.9%；归母净利润净亏损 9.27 亿元，同比减亏 4.80 亿元；扣非归母净利润净亏损 9.40 亿元，同比减亏 4.20 亿元。其中 Q3 单季度收入 4.85 亿元，同比增长 53.2%；归母净利润净亏损 2.82 亿元，同比减亏 1.28 亿元；扣非归母净利润净亏损 3.13 亿元，同比减亏 0.75 亿元。2) 近日，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，以及作为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的上市许可申请已获得香港药监局及毒药管理局 (PPB) 批准。

点评：

特瑞普利单抗持续放量，提质增效效果明显。公司核心产品特瑞普利单抗 24 年前三季度实现销售收入 10.68 亿元，同比增长约 60%，单 Q3 销售收入约 3.97 亿元，同比增长约 79%。特瑞普利单抗成为中国香港首个且唯一用于鼻咽癌的肿瘤免疫治疗药物后，有利于公司进一步拓宽产品的商业化布局。截至 2024 年 10 月末，特瑞普利单抗的 10 项适应症已于中国内地获批，并已在中国香港、美国、欧盟、印度等国家和地区获得批准上市。随着特瑞普利单抗医保目录内适应症的增加，更多适应症的陆续数据读出和获批，以及持续不断的全球市场商业化拓展，特瑞普利单抗的商业化竞争力将获得持续提升。

研发投入持续强劲，管线推进有序。截至 2024 年三季度末，公司货币资金及交易性金融资产余额合计 30.45 亿元，资金储备充足。24 年前三季度公司研发投入达 8.74 亿元，研发投入持续强劲。公司将加快推进抗肿瘤抗 BTLA 单抗、抗 IL-17A 单抗等后期阶段管线的研发和上市申请等工作，并持续探索包括 Claudin18.2 ADC 药物、PI3K-α口服小分子抑制剂、CD20/CD3 双特异性抗体、PD-1/VEGF 双特异性抗体、抗 DKK1 单克隆抗体等产品在内的早期阶段管线。

盈利预测、估值与评级：考虑到特瑞普利单抗销售爬坡、提质增效聚焦核心研发项目持续推进，我们上调公司 24~25 年归母净利润预测为-9.2/-3.8 亿元（前次为-13.8/-7.7 亿元），新增 26 年归母净利润预测为 3.4 亿元，公司是国内创新药第一梯队企业，国际化进程加快，维持 A 股/H 股“买入”评级。

风险提示：药物研发失败风险、产品销售不及预期风险、产品降价风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,453	1,503	1,784	2,526	3,607
营业收入增长率	-63.89%	3.38%	18.73%	41.58%	42.82%
净利润（百万元）	-2,388	-2,283	-919	-384	337
EPS（元）	-2.43	-2.32	-0.93	-0.39	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	-25.18%	-31.93%	-14.75%	-6.56%	5.45%
P/E（A 股）	NA	NA	NA	NA	174
P/E（H 股）	NA	NA	NA	NA	83

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-14；汇率：按 1HKD=0.9250CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：30.42 元

H 股：买入（维持）

当前价：12.78 港元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

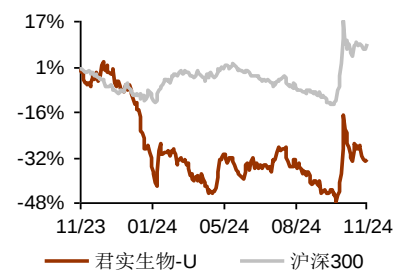
021-52523697

wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.86
总市值(亿元)	299.85
一年最低/最高(元)	23.08/46.12
近 3 月换手率	39.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.19	-11.84	-40.19
绝对	-1.43	9.03	-28.20

资料来源：Wind

相关研报

特瑞普利单抗获 FDA 批准上市，国际化进展再下一城——君实生物(688180.SH、1877.HK)事件点评（2023-11-16）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,453	1,503	1,784	2,526	3,607
营业成本	504	541	357	303	433
折旧和摊销	235	272	263	285	308
税金及附加	10	20	23	33	47
销售费用	716	844	981	960	1,010
管理费用	569	536	214	328	516
研发费用	2,384	1,937	1,224	1,288	1,223
财务费用	-81	-67	28	85	84
投资收益	-42	74	0	0	0
营业利润	-2,666	-2,457	-987	-392	408
利润总额	-2,677	-2,492	-1,021	-426	374
所得税	-93	44	0	0	0
净利润	-2,584	-2,536	-1,021	-426	374
少数股东损益	-196	-252	-102	-42	37
归属母公司净利润	-2,388	-2,283	-919	-384	337
EPS(元)	-2.43	-2.32	-0.93	-0.39	0.34

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1,776	-2,005	-456	-392	765
净利润	-2,388	-2,283	-919	-384	337
折旧摊销	235	272	263	285	308
净营运资金增加	-1,080	36	-163	480	215
其他	1,457	-30	364	-774	-95
投资活动产生现金流	-437	-933	-121	-925	-900
净资本支出	-394	-828	-850	-850	-850
长期投资变化	493	243	0	0	0
其他资产变化	-536	-347	729	-75	-50
融资活动现金流	4,613	712	902	-85	-84
股本变化	72	3	0	0	0
债务净变化	701	457	-452	0	0
无息负债变化	-637	783	668	-89	405
净现金流	2,492	-2,219	326	-1,402	-219

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	65.3%	64.0%	80.0%	88.0%	88.0%
EBITDA 率	-166.9%	-127.3%	-39.0%	-0.9%	22.2%
EBIT 率	-184.0%	-146.6%	-53.8%	-12.2%	13.6%
税前净利润率	-184.2%	-165.8%	-57.2%	-16.9%	10.4%
归母净利润率	-164.3%	-152.0%	-51.5%	-15.2%	9.3%
ROA	-20.6%	-22.4%	-9.7%	-4.3%	3.5%
ROE (摊薄)	-25.2%	-31.9%	-14.8%	-6.6%	5.4%
经营性 ROIC	-67.5%	-51.6%	-28.2%	-6.8%	9.3%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	22%	35%	40%	41%	42%
流动比率	4.09	2.28	3.88	3.20	2.50
速动比率	3.75	2.06	3.82	3.15	2.45
归母权益/有息债务	7.96	4.34	5.21	4.89	5.17
有形资产/有息债务	10.07	6.48	8.27	7.80	8.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	12,558	11,343	10,537	10,022	10,802
货币资金	6,031	3,788	4,114	2,712	2,494
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	238	483	357	505	721
应收票据	0	0	178	253	361
其他应收款 (合计)	26	374	36	51	72
存货	599	538	71	61	87
其他流动资产	88	141	148	166	193
流动资产合计	7,216	5,571	4,988	3,830	4,015
其他权益工具	137	84	84	84	84
长期股权投资	493	243	243	243	243
固定资产	1,895	2,432	2,816	3,202	3,586
在建工程	1,044	1,325	1,414	1,481	1,530
无形资产	316	547	586	623	660
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	351	167	167	167	167
非流动资产合计	5,342	5,772	5,549	6,192	6,787
总负债	2,782	4,022	4,237	4,149	4,554
短期借款	351	452	0	0	0
应付账款	1,057	1,381	911	774	1,105
应付票据	0	5	3	3	4
预收账款	0	0	89	126	180
其他流动负债	129	209	209	209	209
流动负债合计	1,766	2,438	1,286	1,197	1,603
长期借款	840	1,196	1,196	1,196	1,196
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	371	1,753	1,753	1,753
非流动负债合计	1,016	1,584	2,951	2,951	2,951
股东权益	9,776	7,321	6,300	5,873	6,247
股本	983	986	986	986	986
公积金	15,346	15,395	15,395	15,395	15,428
未分配利润	-6,777	-9,060	-9,979	-10,363	-10,060
归属母公司权益	9,484	7,151	6,232	5,848	6,185
少数股东权益	293	169	68	25	63

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	49.24%	56.19%	55.00%	38.00%	28.00%
管理费用率	39.15%	35.70%	15.00%	14.80%	14.30%
财务费用率	-5.57%	-4.46%	1.57%	3.36%	2.32%
研发费用率	164.04%	128.95%	49.00%	51.00%	45.00%
所得税率	--	--	--	--	--

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.81	-2.03	-0.46	-0.40	0.78
每股净资产	9.65	7.26	6.32	5.93	6.27
每股销售收入	1.48	1.52	1.81	2.56	3.66

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	NA	NA	NA	NA	174
PB	6.2	8.2	9.4	10.0	9.5
EV/EBITDA	-22.2	-29.5	-80.4	-2633.9	72.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP