



2025 年 03 月 31 日

公司点评

买入/维持

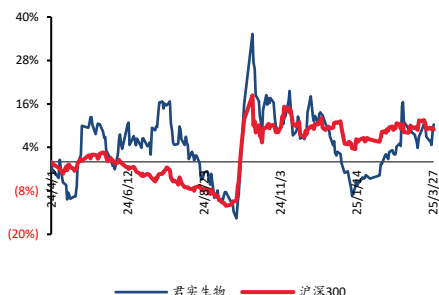
君实生物(688180)

目标价: 48.10

昨收盘: 30.24

拓益收入同比增长 66%，降本增效成果显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 9.86/7.65
 总市值/流通(亿元) 298.07/231.2
 12 个月内最高/最低价 38.36/23.08 (元)

相关研究报告

<<拓益销售收入 24H1 同比增长 50%，公司运营效率显著提升>>

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com
 分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：霍亮

E-MAIL: huoliang@tpyzq.com
 分析师登记编号: S1190523070002

研究助理：戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com
 一般证券业务登记编号: S1190123070050

事件：

近日公司发布 2024 年年度业绩公告，并召开电话会议更新业务进展。

观点：

拓益销售收入快速增长，公司运营效率显著提升，亏损大幅收窄。

2024 年公司实现收入 19.48 亿元(+29.7%)，其中产品销售收入 16.40 亿元、技术许可及特许权收入 2.35 亿元、技术服务等其他收入 0.73 亿元。核心产品拓益已累计在全国近六千家医疗机构及超过三千家专业药房及社会药房销售，2024 年国内收入 15 亿元(+66%)。公司降本增效成果显著，期间费用率持续降低。2024 年销售费用 9.85 亿元(+16.6%)，占产品收入比重为 60%，较 2023 年下降了 11pcts。研发费用 12.75 亿元，同比减少 34.18%；管理费用 5.23 亿元，同比减少 2.47%。2024 年公司归母净利润-12.8 亿元，扣非归母净利润-12.9 亿元，亏损同比收窄 10 亿元。截至 2024 年 12 月 31 日，公司在手现金为 29.33 亿元。

拓益医保独家适应症扩至 4 项，国际化布局进展顺利。截止目前，拓益已于国内获批 11 项适应症，10 项适应症纳入国家医保目录，其中 4 项为医保独家适应症（黑色素瘤，围手术 NSCLC，1LRCC，1LTNBC）。国际化布局方面，特瑞普利单抗已在美国、欧盟、印度、英国、澳大利亚等国家和地区获批上市，公司与 Coherus、Hikma、Dr.Reddy's、康联达生技、利奥制药等合作伙伴在超过 80 个国家达成商业化合作。

PD1/VEGF 已进 2/3 期临床，BTLA 全球小肺 3 期有望 2026 年完成入组。JS207（PD1/VEGF）联合化疗一线治疗 ES-SCLC 的 2/3 期临床的 IND 已获得 NMPA 批准，还将在非小细胞肺癌、结直肠癌、食管癌、三阴乳腺癌、肝癌等瘤种中开展与化疗、单抗、ADC 等不同药物的联合探索，并进行后续注册临床研究的布局。此外，公司核心产品 Tifcemalimab（BTLA）已进入 3 期，其中针对 LS-SCLC 巩固治疗的全球多中心研究有望于 2026 年完成患者入组。

2025 年核心管线具有多项催化剂。1) 特瑞普利单抗联合仑伐替尼一线 HCC 预计 25H2 数据读出；2) JS107（CLDN18.2 ADC）单药及联用早期临床数据 2025 AACR 读出，预计 2025 年内启动 3 期；3) JS015（DKK1）用于胃肠道肿瘤的早期临床数据 2025 AACR 读出；4) JS005（IL-17A）用于银屑病治疗适应症预计 2025 年底申报上市。

投资建议：

我们分别使用 DCF 法和 NPV 法进行估值并取二者平均数，测算出目标市值为 474 亿元人民币，对应股价为 48.10 元，维持“买入”评级。

风险提示：研发或销售不及预期风险，行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	19.48	25.95	33.80	42.52
营业收入增长率(%)	29.67%	33.17%	30.29%	25.77%
归母净利（亿元）	-12.81	-6.74	-0.29	5.64
净利润增长率(%)	—	—	—	—
摊薄每股收益（元）	-1.30	-0.68	-0.02	0.57
市盈率（PE）	—	—	—	52.81

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	37.88	25.02	15.46	13.00	17.33
应收和预付款项	7.22	7.10	8.97	11.36	14.27
存货	5.38	5.84	6.38	7.36	9.21
其他流动资产	5.23	4.88	5.00	5.14	5.31
流动资产合计	55.71	42.84	35.81	36.87	46.12
长期股权投资	2.43	2.23	2.23	2.23	2.23
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	24.32	22.81	21.19	19.58	17.96
在建工程	13.25	18.59	20.59	22.59	24.59
无形资产开发支出	5.47	5.21	6.16	7.06	7.91
长期待摊费用	0.13	0.06	0.06	0.06	0.06
其他非流动资产	67.84	58.91	51.89	52.94	62.20
资产总计	113.43	107.82	102.12	104.47	114.96
短期借款	4.52	6.78	6.78	6.78	6.78
应付和预收款项	13.86	12.33	13.46	15.52	19.43
长期借款	11.96	19.80	19.80	19.80	19.80
其他负债	9.88	9.59	9.39	9.95	10.90
负债合计	40.22	48.50	49.43	52.05	56.90
股本	9.86	9.86	9.86	9.86	9.86
资本公积	153.95	154.07	154.07	154.07	154.07
留存收益	-90.60	-103.41	-110.03	-110.32	-104.67
归母公司股东权益	71.51	58.60	51.98	51.70	57.34
少数股东权益	1.69	0.72	0.72	0.72	0.72
股东权益合计	73.21	59.32	52.70	52.41	58.06
负债和股东权益	113.43	107.82	102.12	104.47	114.96

现金流量表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-20.05	-14.34	-5.76	1.50	8.25
投资性现金流	-9.33	-8.93	-3.00	-3.00	-3.00
融资性现金流	7.12	10.23	-0.92	-0.92	-0.92
现金增加额	-22.19	-12.91	-9.56	-2.46	4.33

利润表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15.03	19.48	25.95	33.80	42.52
营业成本	5.41	4.11	4.48	5.17	6.47
营业税金及附加	0.20	0.22	0.30	0.39	0.49
销售费用	8.44	9.85	10.63	11.48	12.17
管理费用	5.36	5.23	4.71	4.57	4.48
财务费用	-0.67	-0.00	0.55	0.69	0.73
资产减值损失	-1.26	-0.88	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.74	-0.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	-1.49	-0.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	-24.57	-13.39	-6.74	-0.29	6.64
其他非经营损益	-0.34	-0.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	-24.92	-13.58	-6.74	-0.29	6.64
所得税	0.44	0.23	0.00	0.00	1.00
净利润	-25.36	-13.80	-6.74	-0.29	5.64
少数股东损益	-2.52	-0.99	0.00	0.00	0.00
归母股东净利润	-22.83	-12.81	-6.74	-0.29	5.64

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	64.00%	78.92%	82.72%	84.70%	84.78%
销售净利率	-151.97%	-65.75%	-25.99%	-0.85%	13.28%
销售收入增长率	3.38%	29.67%	33.17%	30.29%	25.77%
EBIT 增长率	10.02%	46.64%	52.58%	106.58%	1710.08%
净利润增长率	4.38%	43.90%	47.36%	95.76%	2075.79%
ROE	-31.93%	-21.86%	-12.97%	-0.55%	9.84%
ROA	-21.22%	-12.48%	-6.42%	-0.28%	5.14%
ROIC	-27.32%	-14.97%	-7.55%	0.50%	7.17%
EPS(X)	-2.32	-1.30	-0.68	-0.03	0.57
PE(X)	—	—	—	—	52.81
PB(X)	5.77	4.60	5.73	5.77	5.20
PS(X)	27.44	13.83	11.49	8.82	7.01
EV/EBITDA(X)	-18.56	-27.98	-68.96	148.09	33.94

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。