

君实生物 (688180.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

1L 三阴乳腺癌提交上市，拓益商业化突破事件

2023年5月22日，公司公告，特瑞普利单抗（商品名：拓益®）联合注射用紫杉醇（白蛋白结合型）用于 PD-L1 阳性（CPS≥1）的初治转移或复发转移性三阴性乳腺癌适应症上市申请获得受理。

点评

1L 三阴乳腺癌率先突破，特瑞普利单抗成为首个提交该适应症的国产 PD-1。（1）作为公司的核心品种，特瑞普利单抗在继 6 项适应症（3L 鼻咽癌、2L 黑色素瘤、2L 尿路上皮癌、1L 鼻咽癌、1L 食管鳞癌、1L 非鳞状非小细胞肺癌）获批之后，在 1L 三阴乳腺癌上疗效取得突破，在国产 PD-1 中率先提交上市申请且取得受理。

（2）本次上市申请主要基于 TORCHLIGHT 研究，该研究是一项随机、双盲、安慰剂对照、多中心的 III 期临床研究，在首诊 IV 期或复发转移性三阴乳腺癌患者中比较特瑞普利单抗与安慰剂分别联合注射用紫杉醇的疗效和安全性。结果显示，与安慰剂相比，特瑞普利单抗联合化疗可以显著延长 PD-L1 阳性人群的无进展生存期，总生存期也有明显获益趋势，且未发现新的安全性信号。该项研究将作为“重磅研究摘要”在 2023 ASCO 年会上公布具体数据。（3）三阴乳腺癌现有药物疗效有限，中国每年新发患者 4-6 万。根据 GLOBOCAN 2020 数据，中国乳腺癌年新发病例 42 万，死亡病例 12 万；其中三阴性乳腺癌占总数的 10%至 15%，约 4-6 万人。中国尚无针对三阴乳腺癌的免疫治疗药物获批，治疗以化疗为主，无论单药或是联合化疗均疗效欠佳，中位生存期仅为 9 至 12 个月，5 年生存率不足 30%。

2023 年 PD-1 临床数据读出不断，商业化持续加速。特瑞普利单抗销售已迈入正循环，新适应症临床数据积极。2023 年 1 季度收入约 1.96 亿元，同比增长 77.84%，销售已经进入正向循环，随着更多的大适应症的获批上市，特瑞普利单抗的国内销售有望持续加速。除三阴乳腺癌适应症外，非小细胞肺癌围手术期适应症的上市申请已于 2023 年 4 月提交。1L 晚期肾细胞癌、1L 广泛期小细胞肺癌临床已于近期达主要研究终点，预计也会在今年提交上市申请。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计 2023/24/25 年营收 22.82/33.10/46.33 亿元，同比增长 57%/45%/40%。维持“买入”评级。

风险提示

研发进程、进医保后放量及 PD-1 出海不达预期的风险。

医药组

分析师：赵海春（执业编号 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

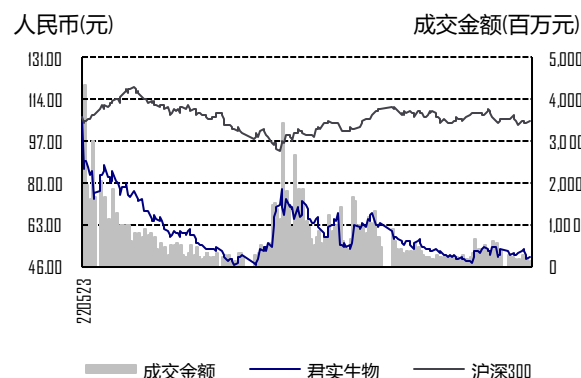
市价（人民币）：49.54 元

相关报告：

1.《君实生物公司点评：PD-1 新适应症与海外突破可期，PSC9...》，2023.4.30

2.《君实生物公司点评：PSC9 上市申请获受理，高胆固醇血症添新...》，2023.4.27

3.《君实生物公司点评：PARP 抑制剂达到临床终点，PD-1 适应症...》，2023.4.12



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	2,282	3,310	4,633
营业收入增长率	152%	-64%	57.03%	45.00%	40.00%
归母净利润(百万元)	-721	-2,388	-2,158	-1,614	-906
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	-2.189	-1.637	-0.919
每股经营性现金流净额	-0.66	-1.81	-2.55	-1.67	-0.71
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	6.67	8.55	10.16

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	2,282	3,310	4,633
增长率		152%	-64%	57.0%	45.0%	40.0%
主营业务成本	-373	-1,245	-504	-799	-1,158	-1,622
%销售收入	23.4%	30.9%	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利	1,222	2,780	949	1,484	2,151	3,012
%销售收入	76.6%	69.1%	65.3%	65.0%	65.0%	65.0%
营业税金及附加	-8	-7	-10	-13	-17	-23
%销售收入	0.5%	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
销售费用	-688	-735	-716	-753	-761	-788
%销售收入	43.1%	18.3%	49.2%	33.0%	23.0%	17.0%
管理费用	-440	-642	-569	-571	-596	-602
%销售收入	27.6%	16.0%	39.2%	25.0%	18.0%	13.0%
研发费用	-1,778	-2,069	-2,384	-2,465	-2,482	-2,502
%销售收入	111%	51%	164.0%	108.0%	75.0%	54.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,691	-672	-2,730	-2,318	-1,704	-904
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-21	-31	81	17	-35	-106
%销售收入	1.3%	0.8%	-5.6%	-0.7%	1.1%	2.3%
资产减值损失	-4	-13	-22	0	0	0
公允价值变动收益	46	113	-9	0	0	0
投资收益	-6	-47	-42	20	20	20
%税前利润	n.a	n.a	n.a	-0.9%	-1.2%	-2.1%
营业利润	-1,656	-558	-2,666	-2,214	-1,652	-923
%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	-11	-11	-11
税前利润	-1,672	-595	-2,677	-2,225	-1,664	-934
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	4	-136	93	67	50	28
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-1,669	-731	-2,584	-2,158	-1,614	-906
少数股东损益	0	-10	-196	0	0	0
归属于母公司的净利润	-1,669	-721	-2,388	-2,158	-1,614	-906
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	-2,158	-1,614	-906
少数股东损益	0	-10	-196	0	0	0
非现金支出	159	278	318	249	255	261
非经营收益	-14	-125	-187	134	31	85
营运资金变动	68	-28	678	-729	-318	-135
经营活动现金净流	-1,456	-605	-1,776	-2,504	-1,645	-694
资本开支	-580	-902	-394	-434	-386	-386
投资	-172	-1,046	-104	0	0	0
其他	12	30	61	20	20	20
投资活动现金净流	-740	-1,918	-437	-414	-366	-366
股权募资	4,527	3,017	4,177	0	0	0
债权募资	-27	-293	727	-358	365	1,301
其他	-86	-58	-291	-73	-72	-126
筹资活动现金净流	4,414	2,666	4,613	-431	293	1,175
现金净流量	2,171	120	2,492	-3,348	-1,718	115

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	2,670	943	1,050
应收款项	687	1,329	264	345	482	663
存货	343	485	599	657	952	1,333
其他流动资产	283	525	322	472	652	640
流动资产	4,699	5,845	7,216	4,144	3,029	3,686
%总资产	58.8%	53.0%	57.5%	43.2%	35.1%	39.1%
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	3,039	3,136	3,230
%总资产	29.0%	24.3%	23.4%	31.7%	36.4%	34.3%
无形资产	175	293	339	400	459	515
非流动资产	3,299	5,190	5,342	5,446	5,598	5,744
%总资产	41.2%	47.0%	42.5%	56.8%	64.9%	60.9%
资产总计	7,997	11,035	12,558	9,590	8,627	9,430
短期借款	278	45	435	75	440	1,741
应付款项	927	1,616	1,100	702	1,002	1,388
其他流动负债	268	341	231	188	184	212
流动负债	1,472	2,001	1,766	965	1,625	3,341
长期贷款	542	490	840	840	840	840
其他长期负债	155	227	176	166	157	150
负债	2,170	2,719	2,782	1,971	2,622	4,331
普通股股东权益	5,828	7,945	9,484	7,326	5,712	4,806
其中：股本	872	911	983	983	983	983
未分配利润	-3,668	-4,389	-6,777	-8,935	-10,548	-11,454
少数股东权益	0	371	293	293	293	293
负债股东权益合计	7,997	11,035	12,558	9,590	8,627	9,430

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-1.912	-0.792	-2.430	-2.189	-1.637	-0.919
每股净资产	6.679	8.724	9.649	7.432	5.795	4.876
每股经营现金净流	-1.669	-0.664	-1.807	-2.547	-1.674	-0.706
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
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	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
增长率						
主营业务收入增长率	n.a.	152%	-64%	57.03%	45.00%	40.00%
EBIT 增长率	109.83%	-60%	306.28%	-15%	-26.46%	-46.99%
净利润增长率	123.25%	-57%	231.26%	-10%	-25.22%	-43.88%
总资产增长率	81.27%	37.98%	13.81%	-23.64%	-10.04%	9.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.2	85.4	192.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	256.7	121.4	392.1	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	550.8	349.4	956.1	300.0	300.0	300.0
固定资产周转天数	436.2	170.7	475.8	271.1	164.6	101.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.02%	-35.73%	-48.64%	-23.05%	5.61%	30.01%
EBIT 利息保障倍数	-79.8	-21.4	33.7	135.4	-48.4	-8.5
资产负债率	27.13%	24.64%	22.15%	20.56%	30.39%	45.93%

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	2022-05-18	买入	110.00	N/A
2	2022-05-24	买入	107.00	N/A
3	2022-08-31	买入	53.55	N/A
4	2022-09-21	买入	49.10	N/A
5	2023-03-31	买入	48.16	N/A
6	2023-04-12	买入	51.34	N/A
7	2023-04-27	买入	50.58	N/A
8	2023-04-30	买入	52.78	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806