

收入高速增长，新冠中和抗体临床结果公布在即

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年三季度报, 前三季度实现营收 10.1 亿元, 同比增长 91.8%; 实现归母净利润-11.2 亿元, 同比下降 150.4%; 扣非后归母净利润-11.2 亿元, 同比下降 137.4%。Q3 单季度实现营收 4.4 亿元, 同比增加 100.2%; 实现归母净利润-5.2 亿元, 同比下降 233.9%。
- 2020 年前三季度毛利率为 79.4%, 同比下降 8.7pp, 预计由于新冠中和抗体项目的毛利率较低所致; 销售费用率为 41.2%, 同比增加 0.6pp; 管理费用率为 27.4%, 同比下降 0.5pp, 销售管理费用率整体稳定; 研发费用率为 119.7%, 同比增加 3.2pp, 主要由于研发项目达到后期以及研发项目的增加所致; 财务费用率为 1.6%, 同比增加 6.3pp。
- **特瑞普利单抗继续维持高速增长, 多项临床试验齐头并进。** 预计前三季度特瑞普利单抗销售收入同比增速超过 60%。增长预计主要来自销售覆盖面的扩张以及原有客户渗透率的提高, 公司覆盖医院数量接近 2000 家, 相比于第二季度末增加了 40% 以上。特瑞普利单抗在第三季度取得多个进展, 包括: 1) 特瑞普利联合阿昔替尼作为一线晚期肾癌患者治疗方案的 III 期临床研究已完成首例患者给药, 2) 特瑞普利联合阿昔替尼治疗黏膜黑色素瘤、特瑞普利治疗鼻咽癌、软组织肉瘤均获得 FDA 的孤儿药资格认定; 3) 特瑞普利用于治疗鼻咽癌获得 FDA 的突破性疗法资格认定; 4) 特瑞普利用于治疗 NPC、UC 的上市申请被 NMPA 纳入优先审评。
- **中和抗体项目进展顺利, 期待海外临床结果。** 根据与礼来的合作协议, 新冠中和抗体项目预计前三季度为公司贡献 2 千万美金左右的收入。目前新冠中和抗体正在美国进行二期临床市场, 初期临床试验数据显示 LY-CoV555 和 LY-CoV016 的中和抗体联合用药可明显降低患者体内病毒载量。预计联合疗法的临床试验结果可能在 11 月出来, 当月有望提交联合疗法的紧急使用授权 (EUA) 申请。目前全球新冠患者仍在持续增长, 全球现有确诊患者超过 1180 万人, 新冠肺炎的治疗用药极度缺乏, 因此中科抗体用于新冠肺炎的治疗具有较好的前景。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币-0.73/-0.37/-0.10 元。特瑞普利单抗销售维持高速增长, 公司通过自主研发&对外合作方式不断丰富产品管线, 奠定公司长远发展基础。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 在研管线研发进展不及预期; 特瑞普利单抗产品降价幅度超预期; 特瑞普利单抗以及未来上市产品不能进入医保的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	775.09	1432.09	2029.31	2561.98
增长率	26375.48%	84.76%	41.70%	26.25%
归属母公司净利润 (百万元)	-747.42	-640.13	-326.33	-90.39
增长率	-3.39%	14.35%	49.02%	72.30%
每股收益 EPS (元)	-0.86	-0.73	-0.37	-0.10
净资产收益率 ROE	-25.11%	-23.07%	-12.67%	-3.54%
PE	-61	-72	-141	-508
PB	15.43	16.56	17.83	18.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 张熙
执业证号: S1250520070005
电话: 021-68416017
邮箱: zhangxi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	22.9-62.85
3 个月平均成交量(百万)	0.79
流通股数(亿)	8.71
市值(亿)	405.14

相关研究

1. 君实生物 (1877.HK): 新冠中和抗体海外临床数据良好, 上市可期 (2020-10-08)
2. 君实生物 (1877.HK): “突破性疗法”+ “孤儿药”, 助力特瑞普利单抗快速走上国际市场 (2020-09-14)
3. 君实生物 (1877.HK): 特瑞普利维持高速增长, 新品种上市值得期待 (2020-08-31)
4. 君实生物 (1877.HK): 特瑞普利多个适应症有望集中上市, 中长期打开公司成长空间 (2020-08-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	775.09	1432.09	2029.31	2561.98	净利润	-747.73	-640.13	-326.33	-90.39
营业成本	90.68	157.53	207.73	268.88	折旧与摊销	63.06	35.01	35.01	35.01
营业税金及附加	7.30	13.49	19.11	24.13	财务费用	-13.18	0.00	0.00	0.00
销售费用	320.06	501.23	710.26	896.69	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	216.92	329.38	405.86	435.54	经营营运资本变动	-515.50	4178.13	1472.42	23.46
财务费用	-13.18	0.00	0.00	0.00	其他	33.88	-10.64	-12.84	-15.87
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-1179.48	3562.37	1168.27	-47.78
投资收益	-1.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-888.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	23.43	10.64	14.84	14.87	其他	-71.15	10.64	14.84	14.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-959.59	10.64	14.84	14.87
营业利润	-738.89	-632.96	-313.47	-73.18	短期借款	58.76	-76.89	0.00	0.00
其他非经营损益	-27.73	-15.50	-17.80	-18.67	长期借款	594.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	-766.62	-648.46	-331.27	-91.84	股权融资	407.02	300.00	0.00	0.00
所得税	-18.89	-8.33	-4.94	-1.46	支付股利	0.00	149.48	128.03	65.27
净利润	-747.73	-640.13	-326.33	-90.39	其他	-467.09	-26.38	0.00	0.00
少数股东损益	-0.31	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	593.58	346.21	128.03	65.27
归属母公司股东净利润	-747.42	-640.13	-326.33	-90.39	现金流量净额	-1549.54	3919.22	1311.13	32.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1220.85	5140.08	6451.21	6483.57	成长能力				
应收和预付款项	470.65	3849.01	4856.81	5781.44	销售收入增长率	26375.48%	84.76%	41.70%	26.25%
存货	180.67	313.84	411.85	534.67	营业利润增长率	-2.72%	14.34%	50.48%	76.66%
其他流动资产	38.95	71.95	101.94	128.70	净利润增长率	-3.44%	14.39%	49.02%	72.30%
长期股权投资	72.25	72.25	72.25	72.25	EBITDA 增长率	-2.71%	13.22%	53.43%	86.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1808.15	1788.91	1769.67	1750.43	毛利率	88.30%	89.00%	89.76%	89.51%
无形资产和开发支出	142.92	128.07	113.22	98.37	三费率	67.58%	58.00%	55.00%	52.00%
其他非流动资产	477.53	476.60	475.68	474.76	净利率	-96.47%	-44.70%	-16.08%	-3.53%
资产总计	4411.95	11840.70	14252.63	15324.18	ROE	-25.11%	-23.07%	-12.67%	-3.54%
短期借款	76.89	0.00	0.00	0.00	ROA	-16.95%	-5.41%	-2.29%	-0.59%
应付和预收款项	450.41	8145.73	10735.44	11807.11	ROIC	-53.18%	-1105.78%	11.27%	2.08%
长期借款	744.90	744.90	744.90	744.90	EBITDA/销售收入	-88.89%	-41.75%	-13.72%	-1.49%
其他负债	161.73	175.22	195.74	220.75	营运能力				
负债合计	1433.92	9065.85	11676.08	12772.75	总资产周转率	0.18	0.18	0.16	0.17
股本	784.15	834.15	834.15	834.15	固定资产周转率	2.64	4.49	6.77	9.14
资本公积	4180.42	4430.42	4430.42	4430.42	应收账款周转率	9.13	2.05	1.34	1.37
留存收益	-1999.07	-2489.71	-2688.02	-2713.14	存货周转率	0.79	0.64	0.57	0.57
归属母公司股东权益	2978.03	2774.85	2576.55	2551.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.01%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2978.03	2774.85	2576.55	2551.43	资产负债率	32.50%	76.57%	81.92%	83.35%
负债和股东权益合计	4411.95	11840.70	14252.63	15324.18	带息债务/总负债	57.31%	8.22%	6.38%	5.83%
					流动比率	3.31	1.14	1.09	1.08
					速动比率	2.99	1.10	1.05	1.04
					股利支付率	0.00%	23.35%	39.23%	72.21%
					每股指标				
					每股收益	-0.86	-0.73	-0.37	-0.10
					每股净资产	3.42	3.18	2.96	2.93
					每股经营现金	-1.35	4.09	1.34	-0.05
					每股股利	0.00	-0.17	-0.15	-0.07
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	-689.01	-597.95	-278.45	-38.16					
PE	-61.48	-71.78	-140.81	-508.39					
PB	15.43	16.56	17.83	18.01					
PS	59.29	32.09	22.64	17.94					
EV/EBITDA	-58.78	-65.44	-135.82	-990.14					
股息率	0.00%	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn