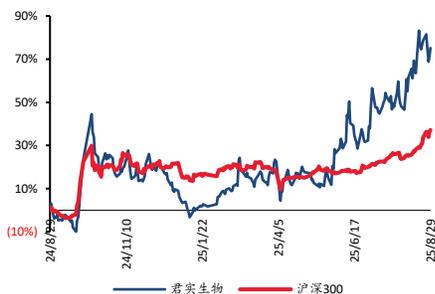


## 收入同比增长 49%，25H2 关注 PD-1/VEGF 数据读出

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	10.27/7.66
总市值/流通(亿元)	461.91/344.8
12 个月内最高/最低价(元)	48.59/23.08

### 相关研究报告

<<公司点评: 拓益收入同比增长 46%，关注 DKK1 胃肠道肿瘤早期数据 (2025.04.30)>>

<<公司点评: 拓益收入同比增长 66%，降本增效成果显著 (2025.03.31)>>

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: 戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525070001

### 事件:

近日公司发布 2025 年半年度报告。

### 观点:

**拓益销售收入保持高增速，公司运营效率显著提升，在手现金 35 亿元。**2025 年上半年公司实现收入 11.68 亿元 (同比+48.64%)，其中，核心产品特瑞普利单抗于国内市场实现销售收入 9.54 亿元 (同比+42.25%)。研发费用为 7.06 亿元 (同比+29.14%)，销售费用为 4.87 亿元 (同比+13.98%)，管理费用为 1.95 亿元 (同比-18.60%)。归母净利润为-4.13 亿元，较上年同期亏损 (-6.45 亿元) 显著收窄 36.01%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司货币资金及交易性金融资产余额合计约人民币 35 亿元。

**拓益国内获批 12 项适应症，皮下剂型有望年内递交 NDA，国际化布局进展顺利。**拓益已于国内获批 12 项适应症，一线治疗 HCC 适应症 sNDA 获得受理，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)。此外，公司开发的皮下注射制剂 JS001sc 对比拓益联合化疗一线治疗的 3 期临床完成患者入组，有望年内数据读出并递交 NDA。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，通过与 Coherus、Hikma、Dr.Reddy's、康联达生技、利奥制药等合作伙伴，将商业化布局拓展至全球超过 80 个国家和地区。

**PD-1/VEGF 启动 8 项联合用药 2 期临床，BTLA 全球小肺 3 期临床有望 2026 完成入组。**JS207(PD-1/VEGF)已启动 8 项 2 期临床，在 NSCLC、CRC、TNBC、肝癌等瘤种中开展与化疗、单抗、ADC 等不同药物的联合探索。截至 2025 年 8 月 22 日，JS207 的 2 期临床共入组 172 名受试者，1 期临床共入组近 100 名受试者。JS004 (BTLA) 联合特瑞普利单抗用于 LS-SCLC 巩固治疗全球 3 期临床已入组近 400 名患者，有望 2026 年完成患者招募。此外，公司积极推进 JS015 (DKK1)、JS212 (EGFR/HER3)、JS213 (PD-1/IL-2)、JS214 (VEGF/TGF-β) 等早期阶段管线的临床开发。

**核心管线具有多项催化剂，重点关注 JS207 数据读出。**1) JS207 (PD-1/VEGF) 有望于 25H2 数据读出; 2) 特瑞普利单抗皮下剂型有望 25H2 数据读出并递交 NDA; 3) JS203 (CD20/CD3) 有望 2026 年启动关键注册临床; 4) JS107 (CLDN18.2 ADC) 预计 2025 年内启动 3 期; 5) JS105 (PI3K-α) 预计 2025 年内启动 3 期; 6) 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 525 亿元人民币，对应股价为 51.12 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	25.79	33.16	40.11
营业收入增长率(%)	29.67%	32.38%	28.57%	20.96%
归母净利 (亿元)	-12.81	-9.58	-4.18	0.43
净利润增长率(%)	—	—	—	—
摊薄每股收益 (元)	-1.30	-0.93	-0.41	0.04
市盈率 (PE)	—	—	—	1,082.42

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	17.38	11.52	10.95
应收和预付款项	7.22	7.10	8.93	11.20	13.50
存货	5.38	5.84	6.38	7.37	8.79
其他流动资产	5.23	4.88	4.98	5.12	5.25
流动资产合计	55.71	42.84	37.67	35.20	38.49
长期股权投资	2.43	2.23	2.04	2.04	2.04
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	5.85	6.44	6.97
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	55.07	52.54	55.77
资产总计	113.43	107.82	104.80	103.25	107.40
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	15.53	18.53
长期借款	11.96	19.80	19.80	19.80	19.80
其他负债	9.88	9.59	15.18	15.73	16.46
负债合计	40.22	48.50	55.22	57.85	61.57
股本	9.86	9.86	10.27	10.27	10.27
资本公积	153.95	154.07	153.66	153.66	153.66
留存收益	-90.60	-103.41	-112.99	-117.17	-116.74
归母公司股东权益	71.51	58.60	48.87	44.68	45.11
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	49.58	45.40	45.83
负债和股东权益	113.43	107.82	104.80	103.25	107.40

现金流量表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-20.05	-14.34	-8.21	-1.94	3.35
投资性现金流	-9.33	-8.93	-4.15	-3.00	-3.00
融资性现金流	7.12	10.23	4.71	-0.92	-0.92
现金增加额	-22.19	-12.91	-7.65	-5.85	-0.57

利润表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15.03	19.48	25.79	33.16	40.11
营业成本	5.41	4.11	4.48	5.18	6.17
营业税金及附加	0.20	0.22	0.30	0.38	0.46
销售费用	8.44	9.85	11.03	11.69	12.27
管理费用	5.36	5.23	4.45	4.31	4.23
财务费用	-0.67	-0.00	0.55	0.66	0.75
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	-9.58	-4.18	0.50
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	-9.58	-4.18	0.50
所得税	0.44	0.23	0.00	0.00	0.08
净利润	-25.36	-13.80	-9.58	-4.18	0.43
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	-9.58	-4.18	0.43

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	64.00%	78.92%	82.61%	84.39%	84.61%
销售净利率	-151.97%	-65.75%	-37.15%	-12.61%	1.06%
销售收入增长率	3.38%	29.67%	32.38%	28.57%	20.96%
EBIT 增长率	10.02%	46.64%	30.83%	61.04%	135.59%
净利润增长率	4.38%	43.90%	25.19%	56.35%	110.20%
ROE	-31.93%	-21.86%	-19.61%	-9.36%	0.95%
ROA	-21.22%	-12.48%	-9.01%	-4.02%	0.41%
ROIC	-27.32%	-14.97%	-10.81%	-4.43%	1.33%
EPS(X)	-2.32	-1.30	-0.93	-0.41	0.04
PE(X)	—	—	—	—	1,082.42
PB(X)	5.77	4.60	9.45	10.34	10.24
PS(X)	27.44	13.83	17.91	13.93	11.52
EV/EBITDA(X)	-18.56	-27.98	-68.41	-337.87	143.19

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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。