

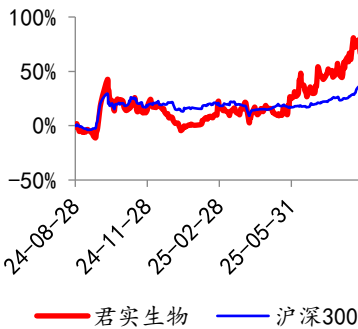
## PD-1 销售加速快跑，IO2.0 大药稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-8-31

收盘价（元）	44.99
近 12 个月最高/最低（元）	48.59/23.08
总股本（百万股）	1027
流通股本（百万股）	766
流通股比例（%）	74.59%
总市值（亿元）	461.91
流通市值（亿元）	344.80

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002  
邮箱：tangc@hazq.com

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003  
邮箱：renwanying@hazq.com

### 相关报告

- 1.【华安医药】公司点评君实生物 (688180.SH)：拓益维持高增，海外迎来增长，经营情况快速向好 2025-3-29
- 2.【华安医药】公司点评君实生物 (688180.SH)：Q3 维持销售增长，FDA 正式批准拓益出海 2023-10-29

### 主要观点：

#### ● 事件

2025 年 8 月 27 日，君实生物发布 2025 年中报业绩。公司全年实现营业收入 11.68 亿元，同比+48.64%；归母净利润-4.13 亿元，同比减亏 36.01%；扣非归母净利润-4.78 亿元，同比减亏 23.72%。单季度来看，公司 2025Q2 收入为 6.68 亿元，同比+64.78%；归母净利润为-1.78 亿元，同比减亏 50.87%；扣非归母净利润为-2.39 亿元，同比减亏 25.36%。

#### ● 点评

#### ✓ 费用控制成果卓著，逐步接近盈亏平衡

2025 年上半年，公司整体毛利率为 80.06%，同比+6.83 个百分点；期间费用率 120.99%，同比-33.29 个百分点；其中销售费用率 41.71%，同比-12.68 个百分点；管理费用率 16.70%，同比-13.79 个百分点；财务费用率 2.19%，同比+2.30 个百分点；经营性现金流净额为-3.29 亿元，同比-61.94%。公司毛利率提升显著，PD-1 加速放量后规模效应更显著，销售额提升使费用率显著下降。

#### ✓ IO2.0 进度领先，多项高潜力管线披露数据

公司正在积极推进多条优势管线，不断丰富免疫联合治疗证据，包括 PD-1/VEGF 双抗 JS207、抗 CLDN18.2 ADC JS107、抗 DKK1 单抗 JS015、CD20/CD3 双抗 JS203 及 PI3K- $\alpha$  抑制剂 JS105 等，并尽快推动更多优势产品和适应症进入关键临床试验阶段；持续加码前沿研发资产及高潜赛道产品：EGFR/HER3 双抗 ADC JS212、抗 PD-1/IL-2 双功能抗体融合蛋白 JS213、抗 VEGF/TGF- $\beta$  双功能抗体融合蛋白 JS214 等处于早期临床阶段。

- 公司正在或计划开展多项 JS207 的 I-II 期临床研究，涉及非小细胞肺癌 (NSCLC)、肝细胞癌 (HCC)、结直肠癌 (CRC)、肾细胞癌 (RCC)、三阴性乳腺癌 (TNBC)、子宫内膜癌 (EC) 和宫颈癌 (CC) 等多种肿瘤，探索 JS207 与化疗、单抗、ADC 等药物的联用潜力。
- JS213 (AWT020) 是君实生物研发的抗 PD-1 和 IL-2 双功能抗体融合蛋白，IL-2 部分通过工程化改造为无 IL-2 受体  $\alpha$  亚基 (IL-2R $\alpha$ ) 结合活性，且对 IL-2R $\beta\gamma$  复合体亲和力降低的 IL-2 变体 (IL-2c)，并通过抗 PD-1 抗体阻断 PD-1/PD-L1 信号的同时将 IL-2c 靶向到肿瘤浸润 T 细胞发挥免疫激活作用。目前，JS213 在海外已进入 I 期临床研究阶段，国内 I 期研究也在进行中，截至 2025 年 1 月 8 日，16 例晚期实体瘤患者接受 JS213 单药剂量递增治疗 (0.3, 0.6, 1 mg/kg, Q2W)，其中 6 例患者既往接受过抗 PD-(L)1 治疗。初步药代动力学 (PK) 分析表明，JS213 在 0.3~1mg/kg 剂量范围内呈线性特征，2 例患者达到部分缓解 (PR)，包括 1 例抗 PD-1 原发性耐药的胸腺癌患者和 1 例抗

PD-1 获得性耐药的胸腺瘤患者。

✓ 商业化效率大幅提升，国际化进程领先

特瑞普利单抗（拓益®）在上半年新增两项适应症上市，国内共计 12 项适应症上市，10 项适应症纳入医保，国内商业化放量明显，销售继续保持高速增长；昂戈瑞西单抗（君适达®）上半年新增两项适应症获批，共计 3 项适应症上市，成为首个覆盖他汀不耐受人群的国产抗 PSCK9 单抗。

在国际化方面，公司保持领先地位，上半年特瑞普利单抗相继在新加坡、澳大利亚、科威特及阿联酋获批上市，目前累计在全球 40 个国家和地区获批上市。在合作伙伴的共同助力下，公司的商业化网络已拓展至全球六大洲的 80 余个国家或地区，成为全球覆盖最广的国产 PD-1 产品之一，也为公司后续产品的出海打下了坚实基础。

● 投资建议

我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 25.52 亿元、32.53 亿元、38.36 亿元，分别同比+ 31.0%、+27.5%、+17.9%；预计归母净利润分别为-6.08 亿元、0.27 亿元、3.95 亿元。我们看好特瑞普利单抗国内高增速，公司国际化进程，IO2.0 及 ADC 管线推进，维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发失败、审批及准入不及预期、行业政策变化、销售浮动等风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1948	2552	3253	3836
收入同比 (%)	29.7%	31.0%	27.5%	17.9%
归属母公司净利润	-1281	-608	27	395
净利润同比 (%)	—	—	—	1374.1%
毛利率 (%)	78.9%	80.5%	81.2%	81.8%
ROE (%)	-21.9%	-11.6%	0.5%	7.0%
每股收益 (元)	-1.30	-0.59	0.03	0.38
P/E	—	—	1725.40	117.05
P/B	4.60	8.82	8.78	8.16
EV/EBITDA	-27.98	-180.27	105.87	55.95

资料来源：Wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4284	4366	4945	5899	<b>营业收入</b>	1948	2552	3253	3836
现金	2502	1909	1980	2399	营业成本	411	498	612	698
应收账款	510	719	895	1063	营业税金及附加	22	31	38	46
其他应收款	36	244	227	301	销售费用	985	1026	1015	1124
预付账款	200	235	291	331	管理费用	523	564	569	625
存货	584	637	812	916	财务费用	0	-20	-4	-18
其他流动资产	451	623	739	889	资产减值损失	-88	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6498	6639	6534	6343	公允价值变动收益	-48	0	0	0
长期投资	223	223	223	223	投资净收益	-24	3	33	27
固定资产	2281	2025	1756	1474	<b>营业利润</b>	-1339	-651	29	421
无形资产	521	775	919	1005	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	3472	3615	3636	3640	营业外支出	21	0	0	0
<b>资产总计</b>	10782	11005	11479	12242	<b>利润总额</b>	-1358	-651	29	421
<b>流动负债</b>	2494	3277	3721	4056	所得税	23	11	0	-7
短期借款	678	678	678	678	<b>净利润</b>	-1380	-662	29	428
应付账款		1419	1775	2014	少数股东损益	-99	-54	2	34
其他流动负债	583	1179	1269	1364	<b>归属母公司净利润</b>	-1281	-608	27	395
<b>非流动负债</b>	2356	2473	2473	2473	EBITDA	-978	-264	450	843
长期借款	1980	1980	1980	1980	EPS (元)	-1.30	-0.59	0.03	0.38
其他非流动负债	376	494	494	494					
<b>负债合计</b>	4850	5750	6195	6530					
少数股东权益	72	18	20	54					
股本	986	986	986	986					
资本公积	15407	15407	15407	15407					
留存收益	-10532	-11155	-11129	-10734					
归属母公司股东权益	5860	5237	5264	5658					
<b>负债和股东权益</b>	10782	11005	11479	12242					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-1434	-478	438	733
净利润	-1380	-662	29	428
折旧摊销	327	406	425	440
财务费用	6	42	54	51
投资损失	24	-3	-33	-27
营运资金变动	-531	-232	-7	-121
其他经营现金流	-728	-459	5	512
<b>投资活动现金流</b>	-893	-637	-313	-264
资本支出	-689	-272	-169	-112
长期投资	-257	-233	-176	-179
其他投资现金流	54	-131	33	27
<b>筹资活动现金流</b>	1023	521	-54	-51
短期借款	226	0	0	0
长期借款	784	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	12	0	0	0
其他筹资现金流	2	521	-54	-51
<b>现金净增加额</b>	-1291	-593	71	419

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.7%	31.0%	27.5%	17.9%
营业利润	—	—	—	1375.7%
归属于母公司净利	—	—	—	1374.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	78.9%	80.5%	81.2%	81.8%
净利率 (%)	-65.7%	-23.8%	0.8%	10.3%
ROE (%)	-21.9%	-11.6%	0.5%	7.0%
ROIC (%)	-15.0%	-7.9%	0.3%	4.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.0%	52.2%	54.0%	53.3%
净负债比率 (%)	81.8%	109.4%	117.2%	114.3%
流动比率	1.72	1.33	1.33	1.45
速动比率	1.39	1.05	1.00	1.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.18	0.23	0.29	0.32
应收账款周转率	3.92	4.15	4.03	3.92
应付账款周转率	0.31	0.38	0.38	0.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.30	-0.59	0.03	0.38
每股经营现金流	-1.40	-0.47	0.43	0.71
每股净资产	5.95	5.10	5.13	5.51
<b>估值比率</b>				
P/E	—	—	1725.40	117.05
P/B	4.60	8.82	8.78	8.16
EV/EBITDA	-27.98	-180.27	105.87	55.95

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：任婉莹，医药行业分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 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。