

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	47.73
总股本/流通股本(亿股)	10.27 / 7.66
总市值/流通市值(亿元)	490 / 366
52周内最高/最低价	48.50 / 23.14
资产负债率(%)	45.0%
市盈率	-36.72
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com

君实生物(688180)

发布股权激励计划彰显信心，后期管线步入关键期

● 推出股权激励计划，彰显公司对未来发展信心

近日，公司发布 A 股及 H 股股权激励计划，其中 A 股计划拟授予的股票期权数量为 2617.6 万份，约占总股本的 2.55%。首次授予股票期权的激励对象共计 251 人，约占公司 2024 年全部职工人数的 9.74%，行权价格为 46.67 元/份。考核年度为 2025-2027 年，分年度进行业绩考核。行权比例 100% 时，2025 年营业收入不低于 24 亿元，2025-2026 年营业收入累计不低于 54 亿元，2025-2027 年营业收入累计不低于 90 亿元；或满足利润端，以 2024 年为基数，2025 年净利润减亏比例不低于 29%，2026 年净利润减亏比例不低于 76%，2027 年净利润不低于 0 元。本次股权激励计划的推出，彰显公司对核心团队的要求及对未来业绩强大信心。

● 收入端高增长，利润端亏损收窄，经营效率提升

业绩端，2025 年上半年，公司实现营业收入 11.68 亿元，同比增长 48.64%；归母净亏损 4.13 亿元，同比大幅收窄 36.0%；扣非归母净亏损 4.78 亿元，同比收窄 23.7%。收入增长主要得益于核心产品特瑞普利单抗放量。同时费用端有效控制，经营效率显著提升。公司持续推进“提质增效重回回报”行动方案，销售费用率同比下降，管理费用同比缩减 18.6%。随着核心产品持续放量、海外收入贡献增加及后期管线逐步商业化，公司有望在 2027 年实现盈亏平衡。

● 核心产品增长强劲，后期管线步入关键期，催化密集

上半年，核心产品特瑞普利单抗国内销售收入 9.54 亿元，同比增长约 42%。增长源于：1) 适应症持续拓宽，上半年新增一线肝癌、一线黑色素瘤获批，医保内适应症新增非小细胞肺癌围手术期、一线肾癌、一线三阴乳腺癌、一线广泛期小细胞肺癌，国内已获批 12 项适应症，其中 10 项纳入国家医保目录；2) 国际化进程加速，已在全球 40 个国家和地区获批上市；3) 皮下注射 (SC) 剂型 III 期临床完成入组，预计 2025 年内申报上市，有望进一步提升市场渗透率。在研管线方面，JS207 (PD-1/VEGF 双抗) II 期联合用药探索入组顺利推进，截至 2025 年 8 月 22 日，II 期临床研究共入组 172 名受试者。JS015 (DKK1 单抗) 早期数据亮眼，1L 结直肠癌 ORR 达 100% (n=9)，全球进度领先。Tifcemalimab (BTLA 单抗) 全球多中心 III 期研究入组近 400 例。JS107 (Claudin18.2 ADC) 单药治疗和联合治疗的 I/II 期临床试验正在进行，预计 III 期临床试验将于 2025 年内启动。JS203 (CD20/CD3) 处于临床 I/II 期研究阶段，预计关键注册临床试验将于 2026 年启动。

● 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 26.1/34.5/43.9 亿元，归母净利润 -7.3/-1.5/1.5 亿元。公司商业化稳步推进及 BD 潜力较

大，看好后续高成长性。

● 风险提示：

创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；平台技术迭代风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,948	2,614	3,452	4,392
增长率(%)	29.67	34.19	32.04	27.24
EBITDA（百万元）	-978	-255	456	859
归属母公司净利润（百万元）	-1,281	-727	-152	145
增长率(%)	43.90	43.28	79.13	195.82
EPS(元/股)	-1.25	-0.71	-0.15	0.14
市盈率（P/E）	-38.68	-68.20	-326.79	341.06
市净率（P/B）	8.45	9.60	9.89	9.62
EV/EBITDA	-27.98	-200.45	112.80	59.92

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

财务报表	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1,948.32	2,614.44	3,452.06	4,392.40	营业收入	29.67%	34.19%	32.04%	27.24%
营业成本	410.68	524.48	705.58	908.22	营业利润	45.52%	43.09%	66.27%	84.80%
税金及附加	22.29	29.51	40.19	50.47	归属于母公司净利润	43.90%	43.28%	79.13%	195.82%
销售费用	984.55	1,045.78	1,208.22	1,229.87	获利能力				
管理费用	523.20	444.46	517.81	658.86	毛利率	78.92%	79.94%	79.56%	79.32%
研发费用	1,275.27	1,307.22	1,208.22	1,537.34	净利率	-65.75%	-27.79%	-4.39%	3.31%
财务费用	-0.14	146.98	193.87	236.75	ROE	-21.86%	-14.08%	-3.03%	2.82%
资产减值损失	-88.18	0.00	0.00	0.00	ROIC	-14.97%	-6.89%	0.31%	3.63%
营业利润	-1,338.82	-761.96	-257.03	-39.08	偿债能力				
营业外收入	2.25	2.54	120.00	220.00	资产负债率	44.98%	55.80%	61.64%	65.04%
营业外支出	20.98	25.21	25.96	24.88	流动比率	1.72	1.35	1.31	1.35
利润总额	-1,357.56	-784.62	-162.99	156.04	营运能力				
所得税	22.55	6.59	2.07	-1.86	应收账款周转率	3.92	4.34	4.22	4.13
净利润	-1,380.11	-791.21	-165.06	157.90	存货周转率	0.73	0.85	0.92	0.88
归母净利润	-1,280.93	-726.53	-151.62	145.28	总资产周转率	0.18	0.23	0.28	0.32
每股收益	-1.25	-0.71	-0.15	0.14	每股指标				
资产负债表					每股收益	-1.25	-0.71	-0.15	0.14
货币资金	2,502.20	2,612.51	3,051.09	3,895.37	每股净资产	5.71	5.03	4.88	5.02
交易性金融资产	430.51	430.51	430.51	430.51	估值比率				
应收票据	509.82	693.74	944.13	1,180.72	PE	-38.68	-68.20	-326.79	341.06
预付款项	199.79	244.83	331.03	428.01	PB	8.45	9.60	9.89	9.62
存货	584.47	650.92	889.53	1,163.65	现金流量表				
流动资产	4,283.82	4,701.09	5,730.53	7,200.09	净利润	-1,380.11	-791.21	-165.06	157.90
固定资产	2,281.06	2,346.01	2,369.52	2,329.60	折旧和摊销	327.07	382.69	425.33	465.79
在建工程	1,858.56	2,146.39	2,442.89	2,734.00	营运资金	-531.03	12.14	123.91	111.42
无形资产	521.41	521.41	521.41	521.41	其他	150.23	163.38	80.03	30.42
非流动资产	6,498.14	6,988.04	7,308.06	7,559.24	经营活动	-1,433.84	-232.99	464.22	765.53
资产总计	10,781.96	11,689.13	13,038.59	14,759.33	资本开支	-689.12	-725.73	-611.12	-473.34
短期借款	678.11	883.19	1,077.81	1,281.09	其他	-203.66	-119.83	24.02	14.57
应付票据	1,232.68	1,418.27	1,961.19	2,535.22	投资活动	-892.78	-845.57	-587.10	-458.77
其他流动负债	583.13	1,179.06	1,350.91	1,513.58	股权融资	1.50	0.00	0.00	0.00
流动负债	93.92	3,480.53	4,389.90	5,329.88	债务融资	1,132.73	1,235.55	799.75	826.14
其他	2,355.91	3,042.22	3,647.36	4,270.22	其他	-111.09	-47.07	-238.28	-288.62
非流动负债	2,355.91	3,042.22	3,647.36	4,270.22	筹资活动	1,023.15	1,188.49	561.46	537.52
负债合计	4,849.83	6,522.75	8,037.26	9,600.10	现金及现金等价物	-1,291.46	110.31	438.58	844.28
股本	985.69	1,026.69	1,026.69	1,026.69					
资本公积	15,406.56	15,406.56	15,406.56	15,406.56					
未分配利润	-10,340.99	-11,067.15	-11,218.77	-11,095.28					
少数股东权益	71.71	7.03	-6.40	6.22					
其他	-190.83	-206.75	-206.75	-184.95					
所有者权益	5,932.13	5,166.38	5,001.33	5,159.23					
负债和所有者权益	10,781.96	11,689.13	13,038.59	14,759.33					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
			预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，由中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048