

2026年03月23日

君实生物(688180.SH)

投资评级：买入（首次）

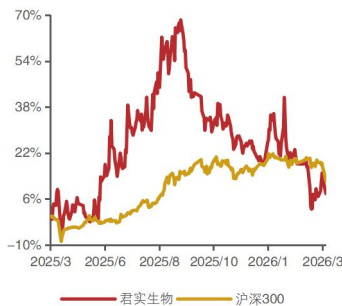
——创新实力强劲，有望迎来关键兑现期

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年03月23日

收盘价(元)	31.29
一年内最高/最低(元)	51.40/25.60
总市值(百万元)	32,125.13
流通市值(百万元)	32,125.13
总股本(百万股)	1,026.69
资产负债率(%)	51.09
每股净资产(元/股)	5.87

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 国内知名创新药企，业务基本盘坚实。**君实生物成立于2012年12月，是一家以创新为驱动，致力于创新疗法的发现、开发和商业化的生物制药公司。公司在全球设有多个研发中心，覆盖大分子药物从早期发现到产业化的全产业链技术平台和技术创新机制。公司核心单品特瑞普利单抗2025年销售额20.68亿元，同比增长37.72%，维持稳定增长势头，其国内首款PD-1皮下剂型已NDA，后续获批有望进一步加强产品优势。此外公司有多个获批产品（PCSK9单抗等），有望持续带来业绩增量。
- 创新管线实力强劲，临床后期管线预计逐步进入兑现期。**聚焦临床后期管线，公司多个潜力管线预计逐步兑现，价值有待重估：1) JS207：PD-1/VEGF双抗，具备潜在出海可能，将于2026年AACR大会发布其联合化疗1L治疗肠癌及联合CTLA-4单抗1L治疗肝细胞癌的II期临床数据；2) JS107：国产进度前列的CLDN18.2 ADC，早期临床数据显示，1L联用治疗胃癌的安全性和疗效均较为可观，有望快速获批抢占1L胃癌治疗市场，迭代治疗指南；3) JS015：全球进度领先的DKK1靶点单抗，根据2025年AACR大会公布的数据，JS015在1L/2L晚期结直肠癌和HER2-胃癌患者中的疗效和安全性均较好，期待后续数据继续读出。
- 差异化早研管线，未来潜力可期。**公司早研管线丰富，各潜力领域布局全面：1) JS213：二代IO产品线除JS207外，还有PD-1/IL-2双抗JS213，在信达的IBI363先验成功的当下，JS213有望成为公司二代IO的下一个重点产品；2) JS212：EGFR/HER3 ADC，百利天恒同靶点ADC已进入NDA阶段，将于2026年AACR发布单药治疗实体瘤早期临床数据，JS212进度仅次于百利天恒产品，已开启和JS207联用临床探索，有望后续抢占ADC迭代市场；3) JT002：联合开发的免疫调节小核酸鼻用喷雾剂，针对过敏性鼻炎。
- 盈利预测与评级：**我们预测2026-2028年君实生物总计营业额收入为33.98/45.50/57.80亿元，归母净利润为-4.97/2.58/7.64亿元。我们选择百济神州、泽璟制药和荣昌生物为可比公司，26-27年PS平均值为11/10，君实生物26-27年PS为9/7，考虑到公司基本盘坚实，管线创新潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,948	2,498	3,398	4,550	5,780
同比增长率(%)	29.67%	28.23%	36.00%	33.89%	27.06%
归母净利润(百万元)	-1,281	-875	-497	258	764
同比增长率(%)	43.90%	31.68%	43.19%	151.89%	196.14%
每股收益(元/股)	-1.25	-0.85	-0.48	0.25	0.74
ROE(%)	-21.86%	-14.51%	-8.98%	4.45%	11.65%
市盈率(P/E)	-25.08	-36.71	-64.62	124.54	42.05

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预测 2026–2028 年君实生物总计营业额收入为 33.98/45.50/57.80 亿元, 归母净利润为-4.97/2.58/7.64 亿元。我们选择百济神州、泽璟制药和荣昌生物为可比公司, 26–27 年 PS 平均值为 11/10, 君实生物 26–27 年 PS 为 9/7, 考虑到公司基本盘坚实, 管线创新潜力大, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

关键假设

1) 对于已上市的产品而言, 核心单品特瑞普利单抗的销售额为主要支撑, 考虑到特瑞普利单抗的放量速度及海外销售分成, 我们预计目前已上市产品的未来峰值约为 50 亿元;

2) 对于处于 3 期临床的产品而言, 核心看点为特瑞普利单抗的皮下剂型放量和 BTLA 单抗的销售, 我们预计 3 期临床的产品未来销售峰值约为 30 亿元;

3) 对于处于 2 期临床的产品而言, 核心看点为差异化优质管线, 竞争优势靠前, 潜力可期, 或存在 BD 可能, 我们预计 2 期临床产品未来销售峰值约为 65 亿元。

投资逻辑要点

君实生物已上市产品提供了业绩基本盘, 未来有望持续维持亮眼增速; 处于临床后期的管线价值可观, 有望在未来三年上市为公司提供新的增量; 更为早期的临床管线中有高潜力产品, 具备差异化优势, 部分产品已达到全球竞争领先, 有望保持优势上市抢占蓝海市场, 或仍存在 BD 交易出海的可能。

核心风险提示

临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

内容目录

1. 大分子创新药出海领头羊	5
2. 上市药物基础坚实，在研管线后劲充足	7
2.1. 特瑞普利单抗：积极拓展前线治疗，围术期与皮下剂型驱动增长	7
2.2. JS207：PD-1/VEGF 双抗，抗肿瘤疗效未来可期	8
2.3. JS203：CD3/CD20 双抗	11
2.4. JS213：PD-1/IL-2 双功能抗体融合蛋白	12
2.5. JS212：EGFR×HER3 双特异性抗体偶联药物	13
2.6. JS004：FIC 的 BTLA 单抗，曙光初现	14
2.7. JS107：Claudin 18.2 ADC，用于胃癌/胰腺癌等晚期肿瘤	17
2.8. JS015：重组人源化抗 DKK1 单克隆抗体注射液	18
2.9. 民得维®(VV116/JT001):新型口服核苷类抗新冠病毒药物	19
2.10. 君适达®(JS002，昂戈瑞西单抗)：代谢疾病治疗	20
2.11. 君迈康®(UBP1211，阿达木单抗)	21
2.12. JS105：PI3K-α 口服小分子抑制剂	21
2.13. JS110：XPO1 抑制剂	22
2.14. JS005：抗 IL-17A 单抗	22
2.15. JT002：小核酸鼻用喷雾剂	22
3. 盈利预测与评级	22
4. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司管理团队简介	5
图表 2: 公司进入临床阶段的重点管线项目 (截至 2026.03.13)	6
图表 3: 公司近五年总收入与归母净利润/亿人民币	6
图表 4: 特瑞普利单抗销售额/亿人民币	6
图表 5: 特瑞普利单抗关键性注册临床布局	7
图表 6: 特瑞普利单抗国际化布局	8
图表 7: JS207 结构示意图	9
图表 8: JS207 在结肠癌和黑色素瘤小鼠模型中抑瘤作用	9
图表 9: JS207 二期临床研究计划及进展	10
图表 10: PD-(L)1/VEGF 双抗竞争格局 (国内 I 期临床及以上)	10
图表 11: PD-1/VEGF 双抗药物疗效对比 (非头对头)	11
图表 12: CD3/CD20 双抗药物竞争格局 (国内 I 期临床及以上)	12
图表 13: PD-1/IL-2 双抗药物竞争格局 (国内临床 I 期及以上)	13
图表 14: EGFR/HER3 ADC 竞争格局 (国内 IND 及以上)	14
图表 15: BTLA 靶点药物开发格局	15
图表 16: Tifcemalimab 的 III 期临床概况	16
图表 17: CLDN 18.2 ADC 开发格局 (国内临床 I 期及以上)	1
图表 18: DKK1 靶点药物研发竞争格局	18
图表 19: VV116 的起效原理示意图	19
图表 20: 抗病毒创新药竞争格局 (III 期及以上)	20
图表 21: PCSK9 靶点药物开发竞争格局 (国内 III 期及以上)	21
图表 22: 可比公司估值	23

1. 大分子创新药出海领头羊

君实生物成立于 2012 年 12 月，是一家以创新为驱动，致力于创新疗法的发现、开发和商业化的生物制药公司。公司致力于通过自主创新开发同类首创（First in class, FIC）和同类最优（Best in class, BIC）的大分子药物，建立全球一体化的研发流程，在全球设有多个研发中心，覆盖大分子药物从早期发现到产业化的全产业链技术平台和技术创新机制。

公司管理团队具有丰富的创新药研发与商业化经验。邹建军博士于 2024 年 1 月出任公司总经理兼 CEO，负责全面主持公司工作，曾任恒瑞医药副总经理和首席医学官。为进一步完善商业化战略布局，君实生物于 2024 年任命拥有超过 20 年商务拓展专业经验的 Mehul Shah 博士担任商务拓展副总裁，全面负责商务拓展部相关工作，助力公司在产品管线合作、战略交易落地等方面实现突破；同时委任具备丰富肿瘤药物商业化工作经验的王行远担任首席商务官，统筹管理公司整体营销事务，为公司商业化进程注入强劲动力。

图表 1：公司管理团队简介

姓名	职务	简介
邹建军	执行董事、总经理/首席执行官	邹建军博士在肿瘤临床治疗、抗肿瘤药物研发和新药临床研究等领域拥有近 30 年的丰富经验。从 1995 年到 2005 年，邹建军博士作为一名肿瘤科医生在三级甲等医院工作了 10 年。之后，她加入拜耳医药股份有限公司，担任临床试验医师、拜耳中国肿瘤治疗团队负责人领导索拉非尼在中国的临床研发项目。之后，她前往拜耳总部美国新泽西州，并在全球医学事务团队担任 Xofigo 的全球医学事务总监。2012 年，她加入新基医药，任中国医学事务负责人、总监。在加入君实生物之前，邹建军博士在江苏恒瑞医药股份有限公司，担任副总经理、首席医学官（CMO），负责全球创新药的临床开发。
李聪	执行董事、联席首席执行官	李聪先生在制药行业拥有约二十年经验。在加入君实生物前，李聪先生曾先后担任原上海铁道医学院（现为同济大学医学院）基础部病理解剖学讲师，诺和诺德（中国）制药有限公司上海销售主管，通化东宝药业股份有限公司华东大区经理、销售总监、总经理助理、总经理。2019 年至今，李聪先生担任苏州兰鼎生物制药有限公司董事兼总经理，以及苏州兰鼎生物制药有限公司上海分公司负责人。
张卓兵	执行董事、副总经理	张卓兵先生是君实生物成立时的创始人之一，自 2013 年 10 月起担任苏州众合的执行董事兼总经理。张卓兵先生在制药行业拥有 20 年以上经验。加入君实生物前，他曾担任加拿大 Viron Therapeutics Inc. 科研人员，南京先声药物研究院生物药物研究所副所长。
李宁	执行董事、副董事长	李宁博士目前担任君实生物副董事长、TopAlliance 董事长，负责公司海外业务。李宁博士曾就职于美国食品与药品管理局（FDA），历任审评员、资深审评员、GCP 临床审评官、审评主管、分部主任等职。加入君实生物前，李宁博士曾担任赛诺菲集团副总裁兼亚洲区和中国药政与医学政策主管，在临床研究及药品科学审评领域拥有丰富的经验。
姚盛	执行董事、高级副总裁	姚盛博士目前担任 TopAlliance 的首席执行官、董事。他参与了公司有关 JS002 及 JS003 的若干注册专利及申请中发明专利。加入君实生物前，姚盛博士曾任约翰霍普金斯大学医学院皮肤科研究员、耶鲁大学人类和转化免疫学系研究助理科学家、阿斯利康附属公司 Amplimmune Inc. 的高级科学家（负责肿瘤免疫及自身免疫性疾病抗体研究项目）。
王刚	执行董事、工业事务高级副总裁/首席质量官	王刚博士负责君实生物的生产质量及相关工作。王刚博士深耕医药行业三十余年，拥有 20 年以上生物制品 CGMP（药品生产质量管理规范）及生物制品包括细胞和基因治疗产品评审、生产、批准前检查、CGMP 合规检查、监管领域的从业经验，曾任职于原国家食品药品监督管理局（CFDA）、美国食品药品监督管理局（FDA），担任 CFDA 药品评审中心、（CDE）负责合规和检查的首席科学家、FDA 驻华办公室助理主任等职务。加入君实生物之前，王刚博士曾任药明生物上海质量部副总裁。
李鑫	执行董事、高级政府事务副总裁	李鑫博士全面负责公司的政府事务。李鑫博士在政府事务领域拥有多年的工作经验，包含政策研究、政府关系维护、收集信息与分析、危机处理和企业品牌宣传等。2005 年至 2014 年，李鑫博士在上海国际集团体系内工作，先后在财务顾问、资产经营、直接投资、国际并购、保险交易所筹建等业务板块任职。在加入君实生物之前，她任职绿地金融投资控股集团有限公司副总裁，负责医疗健康与数字金融板块投融资及运营事宜。
Patricia KEEGAN	首席医学官	Keegan 博士负责公司临床开发项目的领导和管理。Keegan 博士在肿瘤治疗、临床研究和药政监管等方面拥有超过 30 年的经验。在加入君实生物之前，Keegan 博士在美国食品药品监督管理局（FDA）工作 30 年，历任肿瘤产品部医学审评官、临床试验设计和分析部副部长、肿瘤产品部部长，她在 FDA 的最后任职是肿瘤卓越中心副主任。在加入 FDA 之前，Keegan 博士在北卡罗莱纳大学教堂山分校担任肿瘤科医师和临床助理教授。
王行远	首席商务官	王行远先生负责全面管理公司的营销事务。王行远先生在肿瘤领域拥有多年销售和管理工作经验。在加入君实生物之前，王行远先生曾先后任职于江苏恒瑞医药股份有限公司和齐鲁制药集团有限公司。在恒瑞医药任职期间，他历任医药信息沟通专员、地区经理、省区经理、大区经理、集团副总经理和肿瘤事业部总经理，任职期间业绩表现突出，实现合规转型落地，构建和管理客户库，形成医患互动体系，并且建设高绩效团队。

资料来源：君实生物官网，华源证券研究所

公司在研产品管线覆盖恶性肿瘤、自身免疫系统疾病、慢性代谢类疾病、神经系统类疾病以及感染类疾病五大治疗领域，截至 2025 年底已有 4 款商业化药品（特瑞普利单抗、阿达木单抗、氢溴酸氘瑞米德韦片和昂戈瑞西单抗），超过 30 项主要潜在候选药物处于在研阶段，构建了多元化协同互补的产品组合。

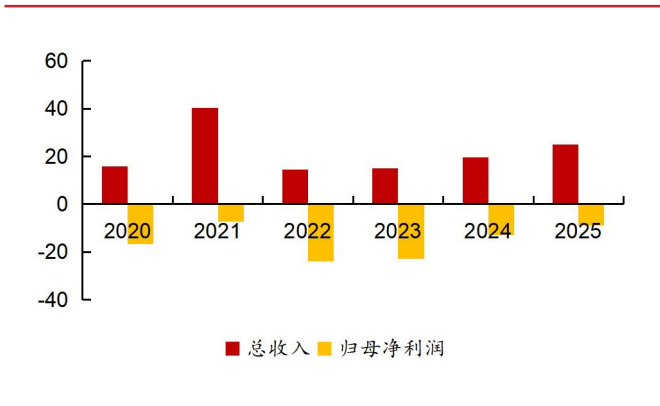
图表 2：公司进入临床阶段的重点管线项目（截至 2026.03.13）



资料来源：公司 2025 年推介材料，华源证券研究所

收入利润端：公司 2025 年实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 28.23%；实现归母净利润-8.75 亿元，同比减亏 31.68%；实现扣非归母净利润约-9.90 亿元，同比减亏 23.28%。核心产品特瑞普利单抗 2025 年国内营收 20.68 亿元，同比增长 37.72%。

图表 3：公司近五年总收入与归母净利润/亿人民币



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：特瑞普利单抗销售额/亿人民币



资料来源：医药魔方，公司公告，华源证券研究所

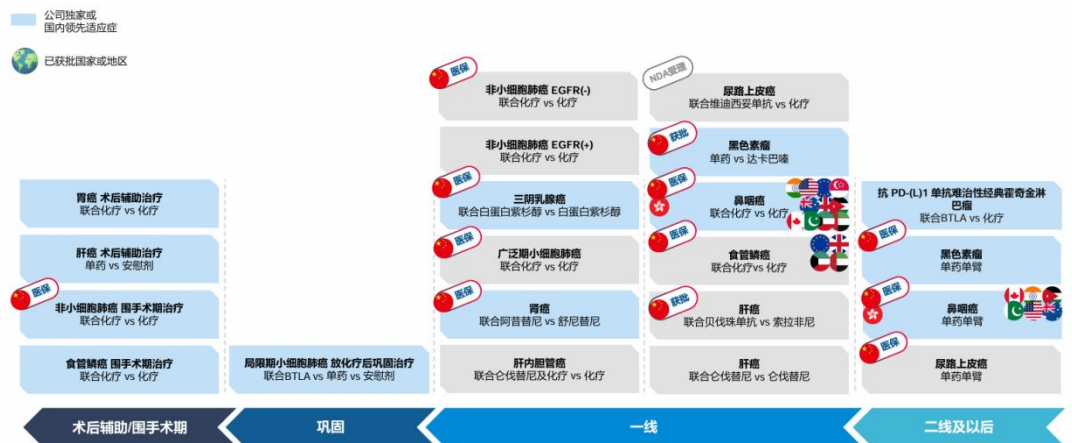
2. 上市药物基础坚实，在研管线后劲充足

2.1. 特瑞普利单抗：积极拓展前线治疗，围术期与皮下剂型驱动增长

特瑞普利单抗(商品名:拓益®)是公司自主研发的中国首个成功上市的国产 PD-1 单抗,针对各种恶性肿瘤,目前已成为肿瘤治疗的基石。根据医药魔方数据库,截至 2026 年 2 月 27 日,特瑞普利单抗在国内获批 12 项适应症,覆盖黑色素瘤、鼻咽癌、尿路上皮癌、食管鳞癌、非鳞状非小细胞肺癌、非小细胞肺癌、肾细胞癌、小细胞肺癌、三阴性乳腺癌、肝细胞癌疾病等领域,2025 年新批准肝细胞癌与黑色素瘤的一线治疗。另有联合 ADC 药物治疗 HER2 表达的局部晚期或转移性尿路上皮癌的新适应症处于 NDA 阶段。2026 年 1 月 1 日起,特瑞普利单抗获批的 12 项适应症将全部纳入国家医保目录,是目录中唯一用于肾癌、三阴性乳腺癌和黑色素瘤的 PD-1 单抗产品。

特瑞普利单抗深度布局围手术期治疗,国内进展领先,市场空间广阔。2024 年 1 月获批中国 NSCLC 围手术期适应症。肝癌术后辅助治疗、食管鳞癌围手术期及胃癌术后辅助治疗均正在积极开发中。

图表 5: 特瑞普利单抗关键性注册临床布局



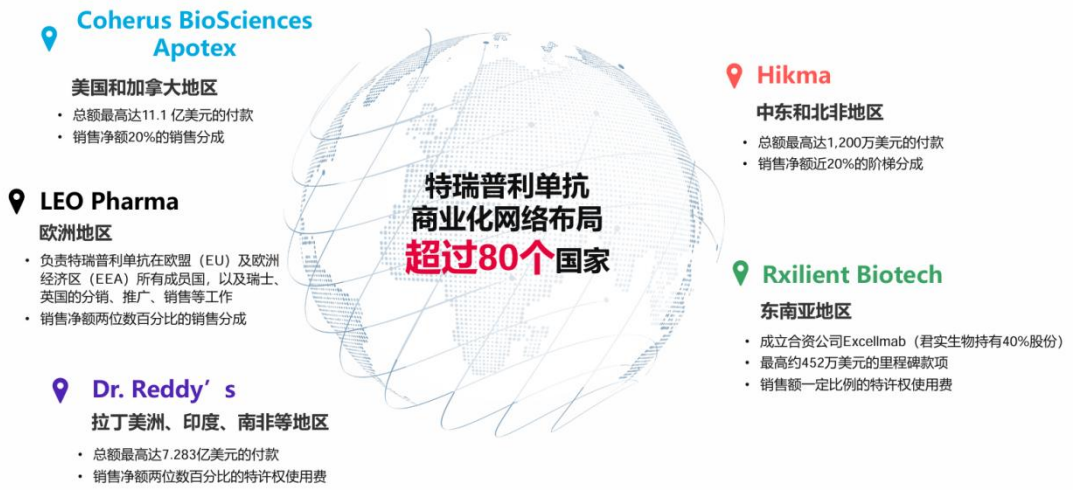
资料来源: 公司 2025 年三季度推介材料, 华源证券研究所

特瑞普利单抗皮下剂型临床达终点, 创新升级延长产品生命周期。JS001sc 是君实生物在特瑞普利单抗注射液的基础上开发的皮下注射制剂, 为首款进入 III 期临床研究阶段的国产 PD-1 单抗皮下制剂, 有望给患者带来用药的便捷性。2025 年 11 月 24 日, 一项对比 JS001sc 和特瑞普利单抗注射液联合化疗一线治疗复发或转移性非鳞状非小细胞肺癌的多中心、开放、随机对照 III 期临床研究 (JS001sc-002-III-NSCLC 研究) 已达到主要研究终点。根据摩熵医药数据库统计, 截至 2025 年 11 月 24 日, 全球范围内共有 10 款皮下注射的 PD-1 单抗在研, 其中已有 2 款获批上市, 分别为默沙东的帕博利珠单抗皮下注射 (PD-1)、BMS 的纳武利尤单抗 (PD-1), 公司产品为国内首款获得 NDA 受理的 PD-1 皮下注射剂。

皮下注射剂型如顺利推出，不仅能够帮助企业延长品牌药物专利期，还能显著减少患者接受治疗时间，节省时间成本。未来随着癌症治疗有望向慢病化发展，皮下注射剂型凭借更优的依从性有望拥有广阔的市场空间。

国际化方面，特瑞普利单抗多国获批，全面拓展全球商业化版图。2023年10月特瑞普利单抗（美国商品名：LOQTORZI™）获得FDA批准上市，覆盖复发性/转移性鼻咽癌全线治疗。2024年1月，合作伙伴Coherus宣布LOQTORZI™正式投入美国市场进行销售。根据公司2025年中报及三季报，特瑞普利单抗已在**40个国家和地区获得批准上市，商业化合作覆盖80个国家**，包括美国和加拿大地区（授权给Coherus），欧洲地区（授权给LEO Pharma），拉丁美洲、印度、南非等地区（授权给Dr. Reddy's），中东和北非地区（授权给Hikma），东南亚地区（授权给RXILIENT）等。

图表 6：特瑞普利单抗国际化布局



资料来源：公司2025年三季度推介材料，华源证券研究所

2.2. JS207：PD-1/VEGF 双抗，抗肿瘤疗效未来可期

JS207 为公司自主研发的重组人源化 PD-1 和 VEGF 双特异性抗体，以特瑞普利单抗为骨架，将 VEGFA 单域抗体通过柔性连接子融合到铰链区，形成了创新性的双抗结构。主要用于晚期恶性肿瘤的治疗。鉴于 VEGF 和 PD-1 在肿瘤微环境中的共表达，JS207 可同时以高亲和力结合于 PD-1 与 VEGFA，可阻断 PD-1 与 PD-L1 和 PD-L2 的结合，并同时阻断 VEGF 与 VEGF 受体的结合，利用免疫治疗和抗血管生成的协同作用，达到更好的抗肿瘤活性。

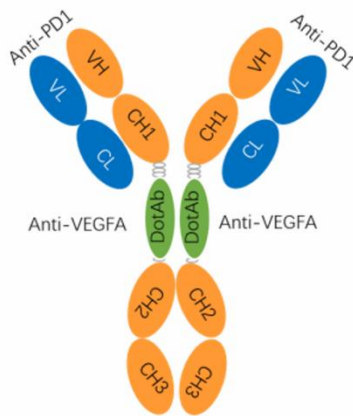
1) **结构新颖**。JS207 具有 IgG4 κ 亚型的 IgG-VHH 四价结构的新型双特异性抗体，由全长抗 PD-1 IgG 抗体和靶向 VEGFA 的重链可变区（VHH）组成，VEGFA 单域抗体通过柔性连接子融合到铰链区，其中抗 PD-1 部分采用 Fab 结构，以保持与 PD-1 的结合亲和力，从而更好地在肿瘤微环境中富集。

2) **高亲和力**。JS207 对人 PD-1 的平衡解离常数 (K_D) 值为 $4.60 \times 10^{-10}M$, 亲和力较同类药物高约 11 倍, 与特瑞普利单抗相当。抗 VEGF 部分对人血管内皮生长因子的结合亲和力与贝伐珠单抗相当。

3) **双重调控**。在非临床体外细胞学试验中, 比起联合使用 PD-1/PD-L1 单抗和 VEGF 单抗, 同时靶向 PD-1/PD-L1 和 VEGF 的双特异性抗体可见 PD-1 抗原结合和内化显著增强、NFAT 信号通路的协同增强作用, 从而更好的活化肿瘤微环境中的免疫细胞。

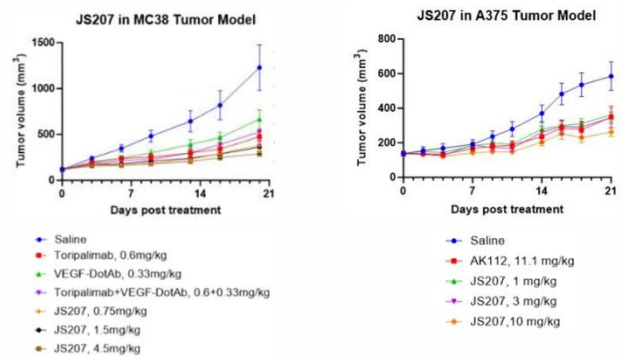
4) **显著的抑瘤作用**。在小鼠 MC38 结肠癌模型中, JS207 显示出剂量依赖性的抗肿瘤作用, 0.75、1.5 和 4.5mg/kg 剂量组的肿瘤生长抑制 (TGI) 率分别为 76.1%、78.0% 和 84.4%, 在同等摩尔剂量下优于特瑞普利单抗单药或联合 VEGF-DotAb 治疗。在人源化 A375 黑色素瘤小鼠模型中, JS207 1、3 和 10mg/kg 剂量组的 TGI 率分别为 49.6%、53.7% 和 72.0% 在同等摩尔剂量下优于同类药物。

图表 7: JS207 结构示意图



资料来源: 公司 2025 年三季度推介材料, 华源证券研究所

图表 8: JS207 在结肠癌和黑色素瘤小鼠模型中抑瘤作用



资料来源: 公司 2025 年三季度推介材料, 华源证券研究所

多瘤种联合疗法临床布局深化, 全球化研究加速推进。JS207 目前已获准进入 II/III 期临床研究阶段, 另有多项 II 期临床研究正在进行中, 在非小细胞肺癌 (NSCLC)、肝细胞癌 (HCC)、结直肠癌 (CRC)、三阴性乳腺癌 (TNBC) 等瘤种中开展与化疗、单抗、ADC 等不同药物的联合探索, 其中 NSCLC 是其核心布局方向, 针对不同亚型设计了 5 项方案。截至 2025 年 10 月 24 日, II 期临床研究共入组 288 名受试者。2025 年 10 月, FDA 批准其开展非小细胞肺癌 (NSCLC) 适应症对照纳武利尤单抗的 II/III 期研究, 标志着该产品的国际多中心临床布局正式启动, 有望进一步拓宽其全球市场空间。

图表 9：JS207 二期临床研究计划及进展

	■ 研究方案	■ 适应症	■ 预计招募人数
LC	JS207 + 化疗 / JS207 + EGFR/HER3 ADC (中国)	驱动基因阳性、TKI治疗失败的非小细胞肺癌	110
	JS207 + EGFR/HER3 ADC (中国)	一线及二线驱动基因阴性非小细胞肺癌及小细胞肺癌	288
	JS207 + 化疗 (中国)	可手术的 II-III 期 / 不可手术的 III 期非小细胞肺癌	88
	JS207 + 化疗 (全球)	可手术的 II-III 期非小细胞肺癌	200
	JS207 + 化疗 (中国)	一线EGFR / ALK野生型非小细胞肺癌	84
HCC	JS207 + CTLA4 (中国)	一线肝细胞癌	72
CRC	JS207 + 化疗 ± DKK1 / JS207 + CTLA4 (中国)	晚期结直肠癌	120
	JS207 + EGFR/HER3 ADC + 化疗 (中国)	晚期结直肠癌	90
TMBC	JS207 + Nectin-4 ADC / JS207 + 化疗 (中国)	一线三阴性乳腺癌	80
RCC	JS207 + EGFR/HER3 ADC (中国)	二线肾细胞癌	60

*截至2026年3月6日，II期临床研究共入组超过420名受试者；此前，在I期临床研究阶段，JS207共入组近100名受试者。

资料来源：公司 2025 年推介材料，华源证券研究所

康方生物的依沃西单抗在 NSCLC 数个亚型中的获批，印证了“双抗+化疗/靶向”方案在该瘤种中的临床获益与市场认可度，为 JS207 当前在 NSCLC 领域的联合方案探索提供了正向临床逻辑支撑。JS207 在 NSCLC 适应症布局了 EGFR/ALK 野生型、可手术/不可手术等亚型的联合方案，建立差异化优势。

图表 10：PD-(L)1/VEGF 双抗竞争格局（国内 I 期临床及以上）

药品名称	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
依沃西单抗	康方生物;Summit	非小细胞肺癌等	批准上市	2024-05-21	III 期临床	2023-06-12
索布瑞美普 α	华博生物	非小细胞肺癌等	III 期临床	2025-12-26	I 期临床	2020-12-22
SSGJ-707	Pfizer;三生制药	非小细胞肺癌等	III 期临床	2025-03-25	临床前	/
SCTB14	神州细胞	非小细胞肺癌等	III 期临床	2025-08-06	临床前	/
pumitamig	Bristol-Myers Squibb	非小细胞肺癌等	III 期临床	2024-05-17	III 期临床	2024-12-02
JS207	君实生物	非小细胞肺癌等	II 期临床	2025-03-03	申报临床	2025-10-16
MHB039A	明慧医药	非小细胞肺癌等	II 期临床	2025-07-29	临床前	/
RC148	荣昌生物	非小细胞肺癌等	II 期临床	2024-09-30	申报临床	2025-08-08
AP505	华润三九	小细胞肺癌等	II 期临床	2024-08-14	临床前	/
珀维拉美普 α	宜明昂科	非小细胞肺癌等	II 期临床	2023-11-20	I 期临床	2025-09-08
LM-299	Merck & Co.	实体瘤	I/II 期临床	2024-09-14	临床前	/
CVL006	甫康药业	实体瘤	I/II 期临床	2025-09-02	临床前	/
AI-081	广州昂科免疫	实体瘤	I/II 期临床	2025-08-15	II 期临床	2025-07-22
SHR-4610	恒瑞医药	实体瘤	I/II 期临床	2025-11-04	临床前	/
SG1408	尚健生物	实体瘤	I 期临床	2022-11-02	临床前	/
HLX37	复宏汉霖	实体瘤	I 期临床	2025-11-11	临床前	/

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

JS207 在晚期恶性肿瘤中显示出有前景的抗肿瘤活性和可控的安全性。I 期临床研究结果显示 PD-L1 阳性 NSCLC 1L 队列 ORR 为 58.1%，DCR 为 87.1%；其中 10 mg/kg (N=32) 和 15 mg/kg (N=30) 组 ORR 分别为 56.3%和 60.0%，DCR 分别为 90.6%和 83.3%。安全性方面，JS207 单药治疗总体可耐受，10 mg/kg 剂量组 ≥ 3 级 TRAEs 发生率低。

图表 11: PD-1/VEGF 双抗药物疗效对比 (非头对头)

药物名称	JS207	依沃西单抗	SSGJ-707	RC148
目标人群	1L PD-L1 阳性 NSCLC	1L PD-L1 阳性 NSCLC	1L PD-L1 阳性 NSCLC	1L PD-L1 阳性 NSCLC
临床登记号	NCT06222550	NCT05499390	NCT06361927	NCT06016062
给药方案	单药	单药	单药	单药
临床阶段	I 期	III 期	II 期	I/II 期
患者数	62	198	76	22
ORR	58.10%	50.00%	47.40%	57.10%
DCR	87.10%	90.00%	90.80%	100.00%
mPFS	/	/	/	/
mOS	/	/	/	/

资料来源: ESMO 2025, 《Ivonescimab versus pembrolizumab for PD-L1-positive non-small cell lung cancer (HARMONi-2): a randomised, double-blind, phase 3 study in China》Anwen Xiong et. al, UmabsDB 数据库, ASCO 2025, 华源证券研究所

出海交易金额屡破纪录，PD-1/VEGF 双抗赛道价值凸显。PD-1/VEGF 双抗已成为全球创新药领域的核心竞逐赛道，其价值也通过一系列高额对外授权 (License-out) 交易得到充分验证。

1) 2022 年 12 月，康方生物以潜在总金额高达 50 亿美元与两位数百分比销售提成的合作方案，将核心产品依沃西单抗的部分海外市场权益许可给美国 Summit 公司，创下当时中国创新药出海的最高金额纪录。

2) 2025 年 5 月 20 日，三生制药与辉瑞达成潜在总额高达 60.5 亿美元的战略合作，后者以 12.5 亿美元首付款、最高 48 亿美元里程碑付款、梯度销售分成的形式，获得 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 全球 (不含中国内地) 的独家开发、生产及商业化权益，刷新中国创新药出海交易金额纪录。

3) 2024 年 12 月 20 日，默沙东 (Merck & Co.) 以 5.88 亿美元首付款、总额最高 27 亿美元的里程碑付款获得礼新医药 LM-299 全球独家权益，其中包括预计在 2025 年完成技术转让后支付的 3 亿美元。

4) 2023 年，普米斯生物将 PD-L1/VEGF 双抗 BNT327 (原 PM8002) 以 5500 万美元首付款及最高超 10 亿美元里程碑付款授权给 BioNTech; 2025 年 6 月，BioNTech 进一步与百时美施贵宝 (BMS) 达成潜在总额高达 111 亿美元的战略合作，双方联合推进 BNT327 的全球开发与商业化。

2.3. JS203: CD3/CD20 双抗

JS203 是君实生物自主研发的一种采用 2:1 结构的重组人源化抗 CD20 和 CD3 双特异性抗体，通过同时靶向 T 细胞表面的 CD3 抗原和 B 细胞淋巴瘤细胞表面的 CD20 抗原，可有

效促进 T 细胞杀伤淋巴瘤细胞。临床前体内药效试验显示, JS203 具有显著的抑瘤效果。此外, 动物对 JS203 的耐受性良好, 预计关键注册临床试验将于 2026 年启动。

2025 年 12 月, JS203 用于治疗复发或难治性 (R/R) B 细胞非霍奇金淋巴瘤 (B-NHL) 患者的 I 期临床研究结果显示, JS203 单药治疗 CD20 阳性 R/R B-NHL 患者, ORR 达 72.4%, 其中弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 患者的 ORR 达 69.7%。同时总体安全性可控, ≥ 3 级治疗期间出现的与 JS203 相关不良事件 (TRAE) 发生率为 54.5%。

图表 12: CD3/CD20 双抗药物竞争格局 (国内 I 期临床及以上)

药品名称	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
莫妥珠单抗	Roche	血液系统肿瘤等	批准上市	2024-12-17	批准上市	2022-12-22
格菲妥单抗	Roche	慢性淋巴细胞白血病等	批准上市	2023-11-07	批准上市	2023-06-15
艾可瑞妥单抗	AbbVie	慢性淋巴细胞白血病等	申请上市	2024-11-06	批准上市	2023-05-19
TQB2825	正大天晴	血液系统肿瘤等	III 期临床	2025-09-17	临床前	/
JS203	君实生物	B 细胞淋巴瘤	II 期临床	2025-07-17	临床前	/
奥尼妥单抗	Regeneron Pharmaceuticals	慢性淋巴细胞白血病等	II 期临床	2019-03-25	申请上市	2023-09-29
CM355	诺诚健华;康诺亚	白血病等	I/II 期临床	2021-10-27	临床前	/
EX103	爱思迈	慢性淋巴细胞白血病等	I/II 期临床	2021-08-20	临床前	/
GB261	亿腾医药	慢性淋巴细胞白血病等	I/II 期临床	2022-07-22	临床前	/
SCTB35	神州细胞	自身免疫性疾病等	I/II 期临床	2025-02-21	临床前	/
MBS303	天广实	非霍奇金淋巴瘤等	I/II 期临床	2023-02-14	临床前	/

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

2.4. JS213: PD-1/IL-2 双功能抗体融合蛋白

JS213 是君实生物与 Anwita 合作开发的 PD-1 \times IL-2 双功能抗体融合蛋白, 可单药或联合治疗多种晚期恶性肿瘤。通过 PD-1 的靶向作用, 更有效地将 IL-2 引导至 PD-1 高表达的 T 细胞, 激活那些处于抑制状态的耗竭性 T 细胞, 恢复其抗肿瘤功能, 同时通过 IL-2 信号增强这些 T 细胞的增殖和效应功能; 提高了 IL-2 的局部浓度和活性, 减少其在外周其他部位的不必要激活, 减少系统性毒性; 平均半衰期约 4.5 天, 显著长于天然 IL-2。

JS213 海外和国内 I 期研究正在进行, 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 (0.3mg/kg, 0.6mg/kg, 1mg/kg, Q2W), 其中 6 例患者既往接受过 PD-(L)1 治疗。结果显示 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 PD-1 原发性耐药的胸腺癌患者和 1 例 PD-1 获得性耐药的胸腺瘤

患者；另外 6 例患者达到疾病稳定（SD），其中 3 例患者靶病灶分别缩小 5%，19%和 24%；安全性部分，最常见的治疗相关的不良事件（TRAEs）主要为 1-2 级。

在 2025 年第 40 届癌症免疫治疗学会（SITC）年会上，君实生物继续报告了 JS213 初始剂量递增阶段的结果：

截至 2025 年 6 月 19 日，25 例患者接受了 0.3、0.6 和 1 mg/kg 剂量的 JS213 治疗，包括 0.3 mg/kg 阶梯剂量的启动方案。

1) 初步 PK 分析显示 JS213 的暴露量与剂量大致成比例增加；

2) 20 例疗效可评估患者中，总体缓解率（ORR）为 35%，疾病控制率（DCR）为 75%。在 7 例达到部分缓解（PR）的患者中，1 例（胸腺癌）为既往 PD-1 难治患者，3 例（胸腺癌、神经内分泌非小细胞肺癌和胆管癌）对 PD-(L)1 治疗产生继发性耐药，另外 3 例为 PD-(L)1 初治患者（宫颈癌 1 例，错配修复功能正常[pMMR]小肠癌和子宫肉瘤各 1 例）。8 例达到疾病稳定（SD）的患者中，在胸腺癌、神经内分泌肾癌、间皮瘤和非透明细胞肾细胞癌患者中均观察到肿瘤缩小，初步证明了 JS213 的广谱抗肿瘤活性；

3) 安全性可控，大多数治疗相关不良事件（TRAE）为低级别。最常见的 TRAE 包括关节痛（50%）、疲劳（35%）、皮疹（35%）、恶心（31%）和甲状腺功能减退症（23%）。无患者发生血管渗漏综合征。

综上，对于晚期癌症患者，包括对 PD-(L)1 原发性和继发性耐药、以及通常对免疫单药治疗无反应的 pMMR 型肿瘤患者，JS213 表现出可控的安全性特征和良好的早期抗肿瘤活性。该研究的剂量递增试验仍在进行中，以确定 JS213 的 MTD/RP2D。

图表 13：PD-1/IL-2 双抗药物竞争格局（国内临床 I 期及以上）

药品名称	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
IBI363	Takeda Pharmaceuticals;信达生物	非小细胞肺癌等	III 期临床	2025-10-11	III 期临床	2025-10-15
AWT020	君实生物;Anwita Biosciences	实体瘤	II 期临床	2025-12-24	临床前	/
PTX-912	博致生物	实体瘤	I 期临床	2024-11-05	I 期临床	2024-01-05
SHR-5495	恒瑞医药	实体瘤	I 期临床	2023-09-27	临床前	
KY-0118	科弈药业	实体瘤	I 期临床	2022-12-08	申报临床	2024-08-29

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2.5. JS212：EGFR×HER3 双特异性抗体偶联药物

JS212 是重组人源化抗表皮生长因子受体（EGFR）和人表皮生长因子受体 3（HER3）双特异性抗体偶联药物（ADC），主要用于晚期恶性实体瘤的治疗。EGFR 和 HER3 在多种肿瘤细胞表面存在高表达，如肺癌、乳腺癌、头颈部肿瘤等。EGFR 和 HER3 之间存在信号通路的相互作用，共同参与促进肿瘤细胞的增殖、存活、迁移和血管生成等过程，HER3 高表达为肿瘤组织发生 EGFR 耐药的重要机制之一。与单一靶点 ADC 药物相比，JS212 能够

通过与 EGFR 或 HER3 结合发挥肿瘤抑制作用，有望对更广泛的肿瘤有效，同时有望克服耐药性问题。临床前研究显示，JS212 与 EGFR 和 HER3 具有高亲和力、特异性结合作用，在多个动物模型中展示了显著的抑瘤作用。同时，JS212 具备良好、可接受的安全性。

2025 年 1 月，JS212 的临床试验申请获得国家药品监督管理局（NMPA）受理，并于 2025 年 3 月获得 NMPA 批准。截至 2025 年 12 月，JS212 正在开展一项开放标签、剂量递增和剂量扩展的 I/II 期临床试验，旨在晚期实体瘤患者中评估 JS212 的安全性、耐受性、药代动力学和初步疗效。2025 年 12 月，君实生物在 CDE 登记了一项 JS212 联合 PD-1 抗体特瑞普利或 PD-1/VEGF 双抗 JS207 或 PD-1/IL-2 双抗药物 JS213，在晚期肺癌患者中启动一项 II 期临床研究，其也成为全球第二款进入二期临床的 EGFR/HER3 双抗 ADC 药物。截至 2025 年 12 月，已经有六款相关产品进入临床阶段，百利天恒的 iza-bren 已经递交上市申请。

图表 14：EGFR/HER3 ADC 竞争格局（国内 IND 及以上）

药品名称	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
伦康依隆妥单抗	Bristol-Myers Squibb; 百利天恒	非小细胞肺癌等	申请上市	2025-10-19	II/III 期临床	2025-04-15
JS212	君实生物; Anwita Biosciences	非小细胞肺癌等	II 期临床	2025-12-24	申报临床	2025-12-14
BNT3212	BioNTech	实体瘤	I/II 期临床	2025-08-20	临床前	/
IBI3005	信达生物	实体瘤	I 期临床	2024-05-16	临床前	/
BL-B16D1	百利天恒	非小细胞肺癌等	I 期临床	2024-06-19	临床前	/
PM1300	BioNTech	实体瘤	申报临床	2025-04-11	临床前	/
DB-1418	映恩生物	实体瘤	申报临床	2025-09-04	I/II 期临床	2025-06-26

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2.6. JS004：FIC 的 BTLA 单抗，曙光初现

BTLA 是调节免疫应答刺激和抑制信号的关键检查点之一，主要在活化的 T、B 淋巴细胞等免疫细胞上表达，其与肿瘤细胞上高表达的配体 HVEM 结合后抑制淋巴细胞功能，促进免疫逃逸，与不良预后相关。阻断 BTLA 信号有望逆转免疫抑制，临床前研究还显示该通路策略与 PD-1 抑制剂联用具有协同抗肿瘤作用。Tifcemalimab 是公司自主研发的全球首个进入临床开发阶段（first-in-human）的特异性针对 B 和 T 淋巴细胞衰减因子（BTLA）的重组人源化抗肿瘤抗 BTLA 单克隆抗体，临床前研究表明其可有效阻断 BTLA-HVEM 通路，并与特瑞普利单抗协同增强抗肿瘤免疫应答。

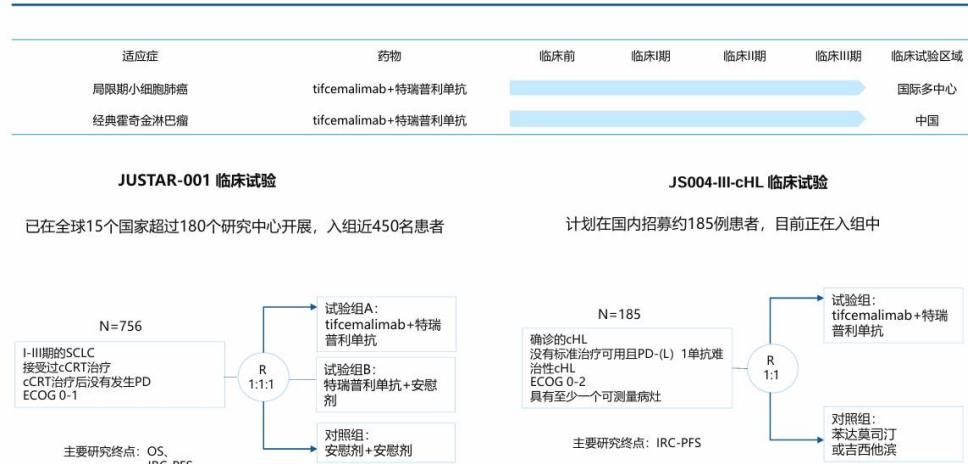
图表 15: BTLA 靶点药物开发格局

药品名称	研发机构	作用机制	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
tifcemalimab	君实生物	anti-BTLA 单抗	小细胞肺癌等	III 期临床	2023-10-13	III 期临床	2023-10-13
HFB200604	HiFiBiO Therapeutics	anti-BTLA 单抗	自身免疫性疾病	临床前	/	申报临床	2024-11-04
BET202-01	邦恩泰生物	anti-PD1 × BTLA 单域抗体; anti-PD1 × BTLA 双特异性抗体	实体瘤	临床前	/	临床前	/
MB272	Gilead Sciences	anti-BTLA 单抗; BTLA 激动剂	类风湿性关节炎等	临床前		I 期临床	2023-09-11
WO2024238938A1	University of Pennsylvania	CAR T 细胞疗法	肿瘤	临床前	/	临床前	/
WO2024020407A1	舒泰神	anti-BTLA 单抗	癌症	临床前	/	临床前	/
SIM0710	先声药业	anti-BTLA 单抗	自身免疫性疾病	临床前	/	临床前	/
HFB200603	HiFiBiO Therapeutics	anti-BTLA 单抗	非小细胞肺癌等	临床前	/	I 期临床	2023-03-29
venanprubart	Eli Lilly	anti-BTLA 单抗	银屑病等	临床前	/	II 期临床	2021-11-17

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗已进入 III 期临床研究阶段，有望加强患者对免疫治疗的疗效，扩大可能受益人群的范围。目前，公司已启动关于 Tifcemalimab 的两项 III 期注册临床：1) JUSTAR-001 研究是 tifcemalimab 联合特瑞普利单抗作为局限期小细胞肺癌化疗后未进展患者的巩固治疗的随机、双盲、安慰剂对照、国际多中心 III 期临床研究。该研究为抗 BTLA 单抗药物首个确证性研究，计划在全球招募约 756 例受试者，截至 2025 年 10 月，已在 15 个国家的超过 180 个中心开展，已入组近 450 名患者。2) 2023 年 12 月，公司启动了 Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗用于治疗 cHL 的随机、开放、阳性对照、多中心 III 期临床研究。JS004-009-III-cHL 研究是 BTLA 靶点药物在血液肿瘤领域的首个 III 期临床研究，旨在评估 tifcemalimab 联合特瑞普利单抗对比研究者选择的化疗用于抗 PD-(L)1 单抗难治性 cHL 的疗效和安全性，计划在国内招募约 185 例患者。

图表 16: Tifcemalimab 的 III 期临床概况



资料来源：公司 2025 年三季度推介材料，华源证券研究所

2025 年 WCLC 大会发布的 Ib/II 期临床数据进一步支持了其治疗潜力。

一线治疗 ES-SCLC 的安全性及疗效: SCLC 是一种高度恶性肿瘤,约占肺癌的 13-15%, 尽管其对初始放化疗敏感,但多数患者仍会快速复发且后续治疗选择有限,预后极差,广泛期患者 5 年生存率仅 1%-2%。虽然免疫检查点抑制剂改善了部分患者的生存获益,但整体疗效仍不足。

1) **一线治疗 ES-SCLC:** Ib/II 期临床研究 (NCT05664971) 研究结果显示,在 43 例疗效可评估患者中,观察到 37 例部分缓解 (PR, 86.0%) 和 6 例疾病稳定 (SD, 14.0%), **ORR 高达 86%, DCR 高达 100%**。中位 DoR 为 5.5 个月, **中位 PFS 为 5.7 个月, 中位 OS 达 17.9 个月 (95% CI: 13.0-NE)**。安全性方面,治疗期间未发现新的安全性信号,大多数 AE 为临床常见类型,程度可控。未出现治疗相关死亡事件。此次大会公布的结果表明, Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗及化疗一线治疗 ES-SCLC 具有令人鼓舞的疗效与良好的安全性。

2) **ES-SCLC 后线治疗:** 一项 I/II 期研究 (NCT05000684) 对该联合方案进行了系统评估。研究共纳入 43 例难治性 ES-SCLC 患者,其中 34.9%既往接受过免疫治疗,44.2%接受过至少 2 线系统治疗。**在疗效可评估的 40 例患者中, ORR 达 27.5%, DCR 为 55.0%**。

3) **局限期小细胞肺癌 (LS-SCLC):** III 期 JUSTAR-001 研究 (NCT06095583) 正在积极进行中,旨在评估特瑞普利单抗 ± Tifcemalimab 作为放化疗后未进展 LS-SCLC 患者巩固治疗的疗效与安全性,已成功于中国、美国及欧洲完成首例受试者入组 (FPI) 及首次给药,其研究结果将有望为 LS-SCLC 巩固治疗的临床决策提供关键循证依据。

复发或难治性 (R/R) 淋巴瘤患者的 I 期首次人体 (FIH) 临床研究数据: 联合特瑞普利单抗组 46 例患者观察到 37 例患者靶病灶缩小, ORR 达 37.0%, DCR 达 80.4%, 中位 PFS 为 13.1 个月, 3-4 级 TRAE 发生率分别为 32.6%。

2.7. JS107: Claudin 18.2 ADC, 用于胃癌/胰腺癌等晚期肿瘤

Claudin18.2 (CLDN18.2) 是一种紧密连接蛋白, 在多种肿瘤组织中高度表达, 约 80% 的胃癌和 60% 的胰腺导管腺癌中存在 CLDN18.2 的表达。JS107 是公司自主研发的注射用重组人源化抗 Claudin18.2 单克隆抗体-MMAE (Monomethyl auristatin E) 偶联剂, 是靶向肿瘤相关蛋白 Claudin18.2 的抗体偶联药物 (ADC), 拟用于治疗胃癌和胰腺癌等晚期恶性肿瘤。JS107 可以与肿瘤细胞表面的 Claudin18.2 结合, 通过内吞作用进入肿瘤细胞内, 释放小分子毒素 MMAE, 对肿瘤细胞产生强大的杀伤力。JS107 还保留了抗体依赖性细胞毒性 (ADCC) 及补体依赖性细胞毒性 (CDC) 效应, 进一步杀伤肿瘤细胞。并且由于 MMAE 的细胞通透性, JS107 能够通过旁观者效应介导对其它肿瘤细胞的无差别杀伤, 从而提高疗效并抑制肿瘤复发。临床前体内药效试验显示, JS107 具有显著的抑瘤效果。

图表 17: CLDN 18.2 ADC 开发格局 (国内临床 I 期及以上)

药品名称	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
LM-302	中国生物制药	胃癌等	III 期临床	2024-04-08	I 期临床	2021-08-12
XNW27011	Astellas Pharma; 宜联生物	胃癌等	III 期临床	2025-07-10	申报临床	2022-12-31
SHR-A1904	恒瑞医药	胃癌等	III 期临床	2024-04-03	I/II 期临床	2022-03-14
IBI343	Takeda Pharmaceuticals; 信达生物	胃癌等	III 期临床	2024-02-02	I 期临床	2022-07-14
sonesitugvedotin	AstraZeneca	胃癌等	III 期临床	2024-03-07	III 期临床	2024-03-07
JS107	君实生物	胃癌等	III 期临床	2025-10-22	临床前	
ATG-022	德琪医药	胃癌等	II 期临床	2024-03-20	临床前	
AZD4360	AstraZeneca	胃癌等	I/II 期临床	2025-03-31	I/II 期临床	2025-03-31
RC118	荣昌生物	胃癌等	I/II 期临床	2021-11-29	临床前	
SKB315	科伦博泰; Merck & Co.	胃癌等	I/II 期临床	2024-02-05	I/II 期临床	2024-02-05
TQB2103	正大天晴	癌症	I 期临床	2023-04-27	临床前	
SIBP-A18	上海生物制品研究所	胃癌等	I 期临床	2025-05-15	临床前	
BL-M15D1	Systimmune	实体瘤	I 期临床	2024-04-05	I 期临床	2025-06-13
PR301	博安生物	实体瘤	I 期临床	2023-04-21	临床前	

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

临床研究结果显示 JS107 耐受性良好, CLDN18.2 高表达人群疗效显著:

- 无论单药还是联合治疗, 总体耐受性均良好: 在全部受试者中, 单药和联合治疗的 ≥ 3 级治疗期间出现的 TEAE 发生率分别为 61.9% 和 57.8%, JS107 单药治疗常见的治疗相关 TRAEs 主要为血液学和胃肠道毒性, 大多数胃肠道毒性为 1-2 级。联合治疗中常见的 ≥ 3 级 TRAEs 包括血小板减少、中性粒细胞减少和腹泻。
- 单药治疗 CLDN18.2 阳性 G/GEJA 患者显示出治疗获益: CLDN18.2 阳性患者中, JS107 2.0 或 3.0mg/kg Q3W 单药治疗, ORR 为 31.4% (11/35 例), DCR 为 83.3% (29/35 例), mPFS 为 4.1 个月, mOS 为 9.6 个月; 其中, CLDN18.2 高表达患者的 ORR 和

DCR 分别为 34.8% (8/23 例) 和 82.6% (19/23 例) , mPFS 和 mOS 分别达到 4.1 个月和 16.3 个月。此外, JS107 3.0 mg/kg 剂量组显示出更具潜力的疗效, 在 CLDN18.2 高表达人群中, ORR 为 38.9%, DCR 为 88.9%; mPFS 为 5.9 个月;mOS 达 16.5 个月。

- 联合治疗 (JS107+特瑞普利单抗+XELOX) 显示出显著的抗肿瘤疗效: CLDN18.2 高表达人群 ORR 达 86.7% (26/30) , DCR 为 100%, mPFS 为 11.14 个月, 推荐剂量组 (2mg/kg+特瑞普利单抗+75%XELOX 剂量组) ORR 达到 87.5%, mPFS 尚未达到, 6 个月 PFS 率达到 85.9%。

基于该研究的积极结果, 公司计划开展 JS107 联合特瑞普利单抗和 XELOX 一线治疗 Claudin18.2 高表达晚期胃或胃食管结合部腺癌的 III 期临床研究。

2.8. JS015: 重组人源化抗 DKK1 单克隆抗体注射液

Dickkopf-1 (DKK1) 通过调节 Wnt 和 CKAP4-PI3K/Akt 通路、诱导免疫抑制和血管生成促进肿瘤发生发展。JS015 能以高亲和力结合 DKK1, 通过阻断上述路径发挥肿瘤抑制作用。此外, 临床前研究显示, JS015 联合抗 PD-1 单抗或化疗具有协同抗肿瘤作用。JS015 单药在晚期实体瘤中的首次人体研究已经完成, 联合治疗在胃肠道肿瘤中的 II 期临床研究正在进行中。

图表 18: DKK1 靶点药物研发竞争格局

药品名称	研发机构	作用机制	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
JS015	君实生物	anti-DKK1 单抗	结直肠癌等	II 期临床	2024-08-29	临床前	
AGA2115	安济盛	anti-SOST × DKK1 双特异性抗体	成骨不全症	申报临床	2025-10-17	I 期临床	2023-10-17
GB22	科兴制药	anti-DKK1 单抗	消化道癌症	临床前		临床前	
sirexatamab	Eli Lilly	anti-DKK1 单抗	非小细胞肺癌等	临床前		II 期临床	2018-01-10
DKK1-A2 CAR-T	Houston Methodist	CAR T 细胞 疗法	血液系统肿瘤	临床前		临床前	
DKK1-A2 mAb	Houston Methodist Hospital	anti-DKK1 单抗	癌症	临床前		临床前	
DKK1 program	Twist Bioscience	anti-DKK1 抗体	肿瘤	临床前		临床前	
ALA-104	Arovella Therapeutics	CAR NKT 细 胞疗法	非小细胞肺癌等	临床前		临床前	
Apc002	安沛治疗	anti-DKK1 适体	肿瘤	临床前		临床前	
AGA2118	安济盛	anti-SOST × DKK1 双特异性抗体	骨质疏松症	临床前		II 期临床	2024-08-29

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

AACR 2025 首次公布了 JS015 联合标准疗法 (SoC) 用于胃肠道肿瘤患者的初步疗效和安全性, 主要纳入晚期结直肠癌(CRC)和 HER2 阴性胃癌(GC)患者, 接受 JS015(600mg 静脉注射 Q2W 或 Q3W) 联合 SoC 治疗。

1) 2L-CRC: 38 例疗效可评估, ORR 为 31.6%, DCR 达 94.7%。既往一线未接受过贝伐珠单抗治疗的患者 (N=10) 中, ORR 达 80%, DCR 为 100%。

2) 1L-CRC: 9 例疗效可评估, ORR 为 100%。

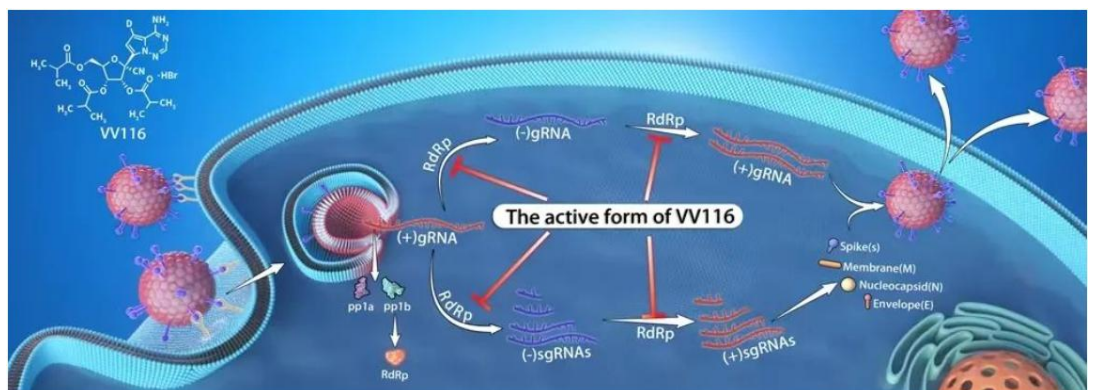
3) 1L-GC: 15 例疗效可评估, ORR 为 66.7%, DCR 为 93.3%。

联合治疗耐受性良好, 安全性可控: JS015 联合贝伐珠单抗和化疗治疗组的 ≥ 3 级 TRAEs 发生率为 32.1%; JS015 联合特瑞普利单抗和化疗治疗组的 ≥ 3 级 TRAEs 发生率为 37.5%。

2.9. 民得维® (VV116/JT001): 新型口服核苷类抗新冠病毒药物

2021 年 10 月, 君实生物宣布与旺山旺水 (中科苏州药物研究院孵化企业) 达成合作, 共同开展口服核苷类抗新冠病毒候选药物 VV116 (JT001) 在全球范围内的临床开发和产业化工作。2021 年 12 月, VV116 (JT001) 在乌兹别克斯坦获批用于中重度 COVID-19 患者治疗。2023 年 1 月, 基于 JT001-015 研究, VV116/JT001 (通用名: 氢溴酸氩瑞米德韦片) 获得 NMPA 附条件批准上市, 用于轻中度 COVID-19 成年患者治疗, 商品名为民得维®。2025 年 1 月, 民得维®由附条件批准转为常规批准。民得维®两项 3 期临床研究结果先后在《新英格兰医学杂志》(NEJM), 《柳叶刀-感染学》(The Lancet Infectious Diseases) 获得发表。民得维®于 2023 年 1 月起临时性纳入医保支付范围, 2024 年 1 月起纳入正式国家医保目录。

图表 19: VV116 的起效原理示意图



资料来源: 中国科学院上海药物研究所公众号, 华源证券研究所

民得维®上市后, 公司积极组建商业化团队, 不断探索销售模式, 持续拓宽民得维®的医院和科室覆盖面, 推动民得维®的可及性进一步提升。截至 2025 年 8 月, 民得维®已进入超过两千家医疗机构, 包含社区卫生服务中心、二级医院和三级医院, 覆盖境内所有省份。

图表 20：抗病毒创新药竞争格局（III 期及以上）

药品名称	研发机构	适应症	中国临床阶段
氩瑞米德伟	君实生物	新冠病毒感染等	批准上市
法维拉韦	Dr.Reddy's Laboratories	流感等	批准上市
玛巴洛沙韦	罗氏	流感等	批准上市
索磷布韦	吉利德	新冠病毒感染等	批准上市
莫诺拉韦	默沙东	新冠病毒感染等	批准上市
阿兹夫定	复星医药	新冠病毒感染等	批准上市
瑞德西韦	吉利德	新冠病毒感染等	III 期临床
SHEN26	科兴制药	新冠病毒感染	III 期临床
obeldesivir	吉利德	新冠病毒感染	III 期临床

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2.10. 君适达[®]（JS002，昂戈瑞西单抗）：代谢疾病治疗

君适达[®]是公司自主研发的重组人源化抗 PCSK9 单克隆抗体。2023 年 10 月，公司与博创医药签署协议，授予博创医药在中国大陆和许可用途内研发、生产、商业化君适达[®]的独占许可。博创医药将负责君适达[®]在中国大陆的后续商业化工作，并向公司支付相应里程碑付款及销售提成。

2024 年 10 月，君适达[®]获得 NMPA 批准上市，用于治疗原发性高胆固醇血症（非家族性）和混合型血脂异常成人患者。

2025 年 5 月，君适达[®]用于：1）杂合子型家族性高胆固醇血症（HeFH）的成人患者；2）在他汀类药物不耐受或禁忌使用的患者中，单独或与依折麦布联合用药用于非家族性高胆固醇血症和混合型血脂异常的成人患者的两项 sNDA 获得 NMPA 批准。君适达[®]成为首个获批用于他汀不耐受人群的国产 PCSK9 靶点药物。

君适达[®]的显著降脂作用已在多项 III 期临床研究中证明。2025 年 2 月，昂戈瑞西单抗治疗 HeFH 成年患者的 III 期临床研究（研究编号：JS002-005）最新数据展示了昂戈瑞西单抗强效降脂作用和良好的耐受性。2025 年 6 月，昂戈瑞西单抗治疗他汀类药物不耐受的原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常的 III 期临床研究（研究编号：JS002-007），首次公布了昂戈瑞西单抗在他汀不耐受中国人群中的降脂疗效和安全性等数据，结果显示使用昂戈瑞西单抗 150mg 每 2 周一次（Q2W）皮下注射治疗 12 周，较安慰剂可显著降低低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）水平达 66.2%，且维持稳定降幅至治疗第 52 周；同时对其他血脂参数也具有明显的改善作用。昂戈瑞西单抗整体安全性良好，双盲试验阶段治疗期间出现的不良事件（TEAE）发生率与安慰剂相当。

图表 21: PCSK9 靶点药物开发竞争格局 (国内 III 期及以上)

药品名称	研发机构	作用机制	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
英克司兰	Novartis	siRNA 疗法	血脂异常等	批准上市	2023-08-22	批准上市	2021-12-22
阿利西尤单抗	Sanofi	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	批准上市	2019-12-26	批准上市	2015-07-24
依洛尤单抗	Amgen	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	批准上市	2018-07-10	批准上市	2015-08-27
伊努西单抗	康方生物	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	批准上市	2024-09-26	临床前	
托莱西单抗	信达生物	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	批准上市	2023-08-15	临床前	
昂戈瑞西单抗	君实生物	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	批准上市	2024-10-09	临床前	
瑞卡西单抗	恒瑞医药	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	批准上市	2025-01-08	临床前	
泰卡西单抗	信立泰	anti-PCSK9 单抗	血脂异常等	申请上市	2025-09-19	临床前	
莱达西贝普	云顶新耀	albumin x PCSK9 融合蛋白; PCSK9 抑制剂	血脂异常等	III 期临床	2024-06-21	批准上市	2025-12-12
laroprostat	AstraZeneca	PCSK9 抑制剂	血脂异常等	III 期临床	2025-06-02	III 期临床	2025-06-02
enlicitide	Merck & Co.	PCSK9 抑制剂	血脂异常等	III 期临床	2023-07-19	III 期临床	2023-07-19

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

2.11. 君迈康® (UBP1211, 阿达木单抗)

抗 TNF- α 单克隆抗体是一种治疗免疫介导的炎症性疾病的新一代疗法, 具备疗效高、安全性高且给药方便的特点。君迈康® 为公司与迈威生物及其子公司合作的阿达木单抗。君迈康® 作为公司第三个实现商业化的产品, 曾获得“十二五”国家“重大新药创制”科技重大专项支持, 上市后为中国广大自身免疫疾病患者带来新的治疗选择。2022 年 3 月, 君迈康® 用于治疗类风湿关节炎、强直性脊柱炎及银屑病的上市申请获得 NMPA 批准, 并于 2022 年 5 月开出首张处方。2022 年 11 月, 君迈康® 用于治疗克罗恩病、葡萄膜炎、多关节型幼年特发性关节炎、儿童斑块状银屑病、儿童克罗恩病共五项适应症补充申请获得 NMPA 批准上市。类风湿关节炎、强直性脊柱炎、银屑病、克罗恩病、葡萄膜炎、多关节型幼年特发性关节炎、儿童斑块状银屑病、儿童克罗恩病 8 项适应症均已获批并被纳入医保。

2.12. JS105: PI3K- α 口服小分子抑制剂

JS105 为靶向 PI3K- α 的口服小分子抑制剂, 由公司与润佳医药合作开发, 主要用于治疗内分泌方案治疗中或治疗后出现疾病进展的激素受体 (HR) 阳性、人表皮生长因子受体-2 (HER-2) 阴性、PIK3CA 突变的晚期乳腺癌患者。临床前研究表明, JS105 对乳腺癌动物模型药效显著, 对宫颈癌、肾癌, 结直肠癌、食道癌等其他实体瘤亦具有较佳的药效, 同时 JS105 具有较好的安全性。截至 2026 年 3 月, 一项在 PIK3CA 突变、HR 阳性、HER2 阴性复发或转移性乳腺癌患者中评价 JS105 联合达尔西利和氟维司群对比达尔西利和氟维司群的疗效和安全性的随机、开放、多中心 III 期临床研究正在进行中。

2.13. JS110: XP01 抑制剂

JS110 是靶向 XPO1 的小分子抑制剂, 单药或联合用药均可抑制多种晚期恶性肿瘤生长。由于其独特的作用机制—靶向核输出蛋白, 有望为晚期恶性肿瘤患者带来新的治疗选择。初步数据表明, JS110 在 JAK 抑制剂难治或不耐受的骨髓纤维化 (MF) 中, 单药及联合芦可替尼均呈现良好的疗效, 且胃肠道毒性更小, 患者依从性更佳。JS110 目前正处于 Ib/II 期临床试验阶段。

2.14. JS005: 抗 IL-17A 单抗

JS005 是公司自主研发的特异性 IL-17A 单克隆抗体。在临床前研究中, JS005 显示出与已上市 IL-17 单抗药物相当的疗效和安全性。前期数据充分显示, JS005 靶点明确、疗效确切、安全性良好、生产工艺稳定、产品质量可控。2023 年美国风湿病学会 (ACR) 年会上, 公司首次公布了 JS005 用于治疗中重度银屑病患者的 Ib/II 期临床研究结果。研究结果显示, JS005 用于治疗中重度斑块状银屑病患者的安全性良好, 与安慰剂相比, JS005 显著改善患者的银屑病皮损面积和严重程度 ($p < 0.0001$)。

JS005 针对中重度斑块状银屑病正在开展 III 期注册临床研究。2025 年 3 月, JS005 研究结果显示, 对于中重度斑块状银屑病 (PsO) 患者, 能够显著改善患者的银屑病皮损面积和严重程度, 同时在健康受试者和 PsO 患者中安全性良好, 有望为中国 PsO 患者提供一种有潜力的治疗新选择。2025 年 6 月, JS005 一项用于治疗中重度 PsO 患者的 Ib/II 期临床研究展示了 JS005 在中重度 PsO 患者中令人欣喜的治疗潜力和良好的安全性。

2.15. JT002: 小核酸鼻用喷雾剂

JT002 是君实生物和吉盛澳玛联合开发的一款创新型免疫调节小核酸鼻用喷雾剂, 主要用于治疗过敏性鼻炎。过敏性鼻炎 (AR) 已成为全球性健康问题, 影响着全世界 10% 至 20% 的人口, 中国成人过敏性鼻炎的自报患病率呈逐年上升趋势。

JT002 是全球首个自主研发并进入临床试验阶段的鼻喷免疫调节小核酸药物。中国 I 期临床试验结果显示了其良好的安全性、耐受性和靶标介导的生物活性。JT002 已于 2025 年上半年完成首个 II 期临床研究。

3. 盈利预测与评级

盈利预测涵盖君实生物已上市和处于临床后期的重磅产品, 包括海外销售分成, 但不包括潜在 BD 预期, 管线方面暂不包括处于临床早期的管线。

我们认为: 君实生物已上市产品提供了业绩基本盘, 未来有望持续维持亮眼增速; 处于临床后期的管线价值可观, 有望在未来三年上市为公司提供新的增量; 更为早期的临床管线

中有高潜力产品，具备差异化优势，部分产品已达到全球竞争领先，有望保持优势上市抢占蓝海市场，或仍存在 BD 交易出海的可能。

基于上述判断，我们做出如下假设：1) 对于已上市的产品而言，核心单品特瑞普利单抗的销售额为主要支撑，考虑到特瑞普利单抗的放量速度及海外销售分成，我们预计目前已上市产品的未来峰值约为 50 亿元；2) 对于处于 3 期临床的产品而言，核心看点为特瑞普利单抗的皮下剂型放量和 BTLA 单抗的销售，我们预计 3 期临床的产品未来销售峰值约为 30 亿元；3) 对于处于 2 期临床的产品而言，核心看点为差异化优质管线，竞争格局有优势，潜力可期，或存在 BD 可能，我们预计 2 期临床产品未来销售峰值约为 65 亿元。

图表 22：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	总市值	营业收入		PS	
		2026/3/23	2026/3/23	26E	27E	26E	27E
可比公司							
688235.SH	百济神州-U	215.51	3322.55	459.35	542.44	7	6
688266.SH	泽璟制药-U	84.81	224.50	16.01	22.57	14	10
688331.SH	荣昌生物	111.31	628.32	55.58	45.31	11	14
平均						11	10
688180.SH	君实生物-U	31.29	321.25	33.98	45.50	9	7

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为元/股，总市值为亿人民币，营业收入为亿人民币，可比公司数据为 wind 一致预期，君实生物-U 为华源证券研究所预测

基于上述假设，我们预测 2026–2028 年君实生物总计营业额收入为 33.98/45.50/57.80 亿元，归母净利润为 -4.97/2.58/7.64 亿元。我们选择百济神州、泽璟制药和荣昌生物为可比公司，26–27 年 PS 平均值为 11/10，君实生物 26–27 年 PS 为 9/7，考虑到公司基本盘坚实，管线创新潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

临床研发失败风险：创新药研发具有较大不确定性，II 期到 III 期阶段因为疗效不及预期而失败的比例较高，III 期由于受试者的数量增多，以及临床试验过程中的影响因素增多，可能导致临床数据不及 II 期而研发失败。

竞争格局恶化风险：公司核心布局产品虽然进度较为领先，但临床上已有竞争对手布局，存在未来竞争格局恶化风险。

销售不及预期风险：产品销售受到本身特性、竞争格局、销售队伍、行业发展等多方面因素影响。

行业政策风险：进入医保的创新药品种逐年增多，医保基金的压力逐年增加，可能导致药物的谈判价格不及预期，存在受到行业政策或监管政策影响的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,615	1,425	1,240	1,664
应收票据及账款	507	652	935	1,267
预付账款	144	279	361	443
其他应收款	2	37	62	48
存货	573	555	723	942
其他流动资产	617	633	676	724
流动资产总计	4,458	3,581	3,998	5,088
长期股权投资	508	637	747	847
固定资产	2,301	2,378	2,461	2,549
在建工程	2,572	2,422	2,290	2,176
无形资产	560	550	579	659
长期待摊费用	10	5	0	0
其他非流动资产	1,975	2,130	2,358	2,630
非流动资产合计	7,925	8,121	8,436	8,861
资产总计	12,382	11,702	12,434	13,949
短期借款	603	773	873	973
应付票据及账款	1,143	1,287	1,679	2,187
其他流动负债	1,032	848	1,021	1,264
流动负债合计	2,778	2,908	3,573	4,425
长期借款	2,850	2,593	2,374	2,187
其他非流动负债	697	697	697	697
非流动负债合计	3,547	3,291	3,071	2,884
负债合计	6,326	6,199	6,644	7,309
股本	1,027	1,027	1,027	1,027
资本公积	16,417	16,417	16,417	16,417
留存收益	-11,414	-11,911	-11,653	-10,889
归属母公司权益	6,030	5,533	5,791	6,555
少数股东权益	26	-30	-1	85
股东权益合计	6,057	5,503	5,790	6,641
负债和股东权益合计	12,382	11,702	12,434	13,949

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-1,009	-630	209	748
折旧与摊销	318	316	345	375
财务费用	65	155	152	146
投资损失	106	30	39	28
营运资金变动	-76	-452	-39	86
其他经营现金流	76	25	9	29
经营性现金净流量	-520	-556	715	1,411
投资性现金净流量	-1,581	-391	-629	-755
筹资性现金净流量	2,229	-242	-271	-233
现金流量净额	107	-1,189	-185	424

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,498	3,398	4,550	5,780
营业成本	467	482	629	819
税金及附加	23	36	47	59
销售费用	1,053	1,189	1,274	1,503
管理费用	494	578	591	636
研发费用	1,342	1,427	1,456	1,619
财务费用	65	155	152	146
资产减值损失	-98	-166	-205	-262
信用减值损失	3	5	13	12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-106	-30	-39	-28
公允价值变动损益	57	59	60	61
资产处置收益	35	7	6	10
其他收益	55	62	71	80
营业利润	-999	-532	307	873
营业外收入	1	4	5	3
营业外支出	25	26	25	25
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-1,023	-553	287	852
所得税	-14	0	0	2
净利润	-1,009	-553	287	850
少数股东损益	-134	-56	29	86
归属母公司股东净利润	-875	-497	258	764
EPS(元)	-0.85	-0.48	0.25	0.74

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	28.23%	36.00%	33.89%	27.06%
营业利润增长率	25.35%	46.82%	157.82%	184.19%
归母净利润增长率	31.68%	43.19%	151.89%	196.14%
经营现金流增长率	63.76%	-7.09%	228.56%	97.31%
盈利能力				
毛利率	81.33%	85.82%	86.18%	85.83%
净利率	-40.40%	-16.28%	6.31%	14.71%
ROE	-14.51%	-8.98%	4.45%	11.65%
ROA	-7.07%	-4.25%	2.07%	5.48%
估值倍数				
P/E	-36.71	-64.62	124.54	42.05
P/S	12.86	9.45	7.06	5.56
P/B	5.33	5.81	5.55	4.90
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	-53	-393	42	24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。