

# 君实生物（688180）

证券研究报告  
2026年04月15日

## 特瑞普利单抗持续放量，创新管线多点推进

### 事件

公司发布 2025 年年度报告：2025 年实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 28.23%，归母净利润-8.75 亿元，扣非归母净利润-9.90 亿元。

### 特瑞普利单抗持续放量，适应症拓展与医保纳入驱动商业化加速

公司核心产品特瑞普利单抗持续放量，2025 年国内销售收入达 20.68 亿元，同比增长 37.72%，为收入增长核心驱动力。产品在中国内地已获批 12 项适应症，覆盖鼻咽癌、非小细胞肺癌、食管癌、三阴性乳腺癌及小细胞肺癌等多个瘤种，并持续向一线及围手术期治疗拓展。截至 2025 年 4 月，相关适应症已全部纳入国家医保目录，是目录中唯一覆盖肾癌、三阴性乳腺癌及黑色素瘤治疗的抗 PD-1 单抗，显著提升患者可及性。近年来新增 ES-SCLC、TNBC 等适应症，2025 年进一步拓展至肝细胞癌及黑色素瘤一线治疗，持续扩大患者覆盖范围。与此同时，皮下注射剂型 JS001sc 已进入上市申请阶段并在 III 期临床达到主要终点，有望通过提升给药便利性增强产品竞争力。此外，公司持续推进海外注册及商业化布局，特瑞普利单抗全球放量趋势明确。

### PD-1/VEGF 双抗及联合 ADC 策略推进，免疫联合治疗布局深化

公司在免疫联合治疗领域持续推进，PD-1/VEGF 双抗 JS207 已进入 II 期临床阶段，并在非小细胞肺癌等多瘤种中开展与化疗、单抗及 ADC 等药物的联合治疗探索。2025 年 12 月，JS207 相关研究结果在 ESMO Asia 会议上公布，在 PD-L1 阳性非小细胞肺癌患者中 ORR 达到 56.3%-60.0%，显示出较强抗肿瘤活性，且安全性整体可控。2025 年 11 月，JS212 联合用药临床试验申请获国家药监局批准，目前 JS207 与 JS212 联合治疗的 II 期临床正在推进，体现公司在“免疫+靶向+ADC”多机制协同治疗方向的布局，有望进一步提升疗效并拓展适应症空间。

### BTLA 单抗及 PD-1/IL-2 双功能融合蛋白推进，公司免疫创新能力持续提升

公司 BTLA 单抗 tificemalimab 已进入全球多中心 III 期临床研究阶段（JUSTAR-001），覆盖局限期小细胞肺癌等适应症，当前已在 15 个国家/地区、超过 200 个中心开展研究，入组患者超过 560 例。与此同时，PD-1/IL-2 双功能融合蛋白 JS213 于 2025 年 2 月获 NMPA 批准开展临床试验，目前 I 期临床已在国内外同步推进，体现公司在下一代免疫疗法方向的持续布局。

### 多元在研管线持续推进，构建多技术平台协同发展体系

其他在研管线持续丰富，公司多技术平台协同推进。在 ADC 领域，公司布局 EGFR/HER3 双抗 ADC（JS212），并已与 JS207 开展联合治疗探索；在小分子领域，PI3K- $\alpha$  口服抑制剂（JS105）已进入临床阶段；在双抗领域，VEGF/TGF- $\beta$  双抗（JS214）亦在推进中。整体来看，公司已形成以 PD-1 为核心，向双抗、ADC、小分子等多技术路径延伸的管线体系，覆盖多个肿瘤适应症，具备持续输出创新产品的能力，为中长期增长提供支撑。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 34.41、44.59 和 56.50 亿元人民币；考虑到公司管线较多，研发投入大，将 2026 年的归母净利润从-1.41 亿元下调至-4.71 亿元，预计 2027-2028 年的归母净利润分别为 1.84 和 6.03 亿元人民币。维持“买入”评级。

**风险提示：**产品研发不及预期风险，临床试验失败风险，商业化推广不及预期风险，行业政策及市场竞争加剧风险。

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	43.5 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	766.39
流通 A 股股本(百万股)	766.39
A 股总市值(百万元)	33,338.15
流通 A 股市值(百万元)	33,338.15
每股净资产(元)	5.87
资产负债率(%)	51.09
一年内最高/最低(元)	51.40/28.24

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《君实生物-半年报点评:2025H1 特瑞普利单抗销售稳健增长，PD-1/VEGF 双抗进入 II 期临床》2025-10-08
- 《君实生物-年报点评报告:特瑞普利单抗新增适应症获批，研发管线高效推进》2024-05-26
- 《君实生物-季报点评:加速后期管线研发，强化核心产品持续发力》2023-11-19

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,948.32	2,498.42	3,440.67	4,458.71	5,650.21
增长率(%)	29.67	28.23	37.71	29.59	26.72
EBITDA(百万元)	301.09	789.12	(40.65)	677.61	1,169.22
归属母公司净利润(百万元)	(1,280.93)	(875.17)	(471.13)	184.10	602.51
增长率(%)	(43.90)	(31.68)	(46.17)	(139.08)	227.26
EPS(元/股)	(1.30)	(0.85)	(0.46)	0.18	0.59
市盈率(P/E)	(33.47)	(51.03)	(94.80)	242.58	74.13
市净率(P/B)	7.32	7.41	8.02	7.77	7.03
市销率(P/S)	22.01	17.88	12.98	10.02	7.90
EV/EBITDA	84.25	42.96	(1,114.65)	66.48	39.04

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,502.20	2,614.57	275.25	411.35	452.02
应收票据及应收账款	509.82	506.75	1,095.11	959.07	1,551.81
预付账款	199.79	143.91	380.85	252.94	445.30
存货	584.47	573.11	862.89	936.23	1,128.46
其他	487.54	619.36	1,195.38	592.48	1,118.14
<b>流动资产合计</b>	<b>4,283.82</b>	<b>4,457.70</b>	<b>3,809.49</b>	<b>3,152.07</b>	<b>4,695.73</b>
长期股权投资	223.33	507.78	507.78	507.78	507.78
固定资产	2,281.06	2,221.10	1,980.82	1,740.55	1,500.28
在建工程	1,858.56	2,571.70	3,291.97	4,084.27	4,797.34
无形资产	521.41	559.77	523.27	486.76	450.25
其他	1,613.78	2,064.27	1,627.94	1,762.35	1,813.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,498.14</b>	<b>7,924.62</b>	<b>7,931.78</b>	<b>8,581.71</b>	<b>9,069.56</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,781.96</b>	<b>12,382.33</b>	<b>11,741.27</b>	<b>11,733.78</b>	<b>13,765.28</b>
短期借款	678.11	603.20	987.64	959.50	1,386.03
应付票据及应付账款	1,232.68	1,142.72	1,994.47	1,953.76	2,472.90
其他	583.13	1,032.37	896.03	812.15	1,058.09
<b>流动负债合计</b>	<b>2,493.92</b>	<b>2,778.28</b>	<b>3,878.14</b>	<b>3,725.41</b>	<b>4,917.02</b>
长期借款	1,979.68	2,793.61	1,813.01	1,719.50	1,824.57
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	376.23	753.85	506.05	545.37	601.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,355.91</b>	<b>3,547.45</b>	<b>2,319.06</b>	<b>2,264.87</b>	<b>2,426.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,849.83</b>	<b>6,325.73</b>	<b>6,197.20</b>	<b>5,990.28</b>	<b>7,343.35</b>
少数股东权益	71.71	26.16	(27.03)	(6.09)	70.03
股本	985.69	1,026.69	1,026.69	1,026.69	1,026.69
资本公积	15,406.56	16,417.49	16,417.49	16,417.49	16,417.49
留存收益	(10,340.99)	(11,216.17)	(11,687.30)	(11,503.19)	(10,900.68)
其他	(190.83)	(197.58)	(185.79)	(191.40)	(191.59)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,932.13</b>	<b>6,056.59</b>	<b>5,544.07</b>	<b>5,743.50</b>	<b>6,421.94</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,781.96</b>	<b>12,382.33</b>	<b>11,741.27</b>	<b>11,733.78</b>	<b>13,765.28</b>

  

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(1,380.11)	(1,009.39)	(471.13)	184.10	602.51
折旧摊销	288.07	284.22	276.78	276.78	276.78
财务费用	6.03	67.89	58.53	63.39	67.35
投资损失	23.55	106.42	18.66	49.54	58.21
营运资金变动	(806.53)	(152.89)	(478.13)	467.15	(821.11)
其它	435.14	184.18	(83.23)	(7.60)	49.01
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,433.84)</b>	<b>(519.57)</b>	<b>(678.51)</b>	<b>1,033.37</b>	<b>232.75</b>
资本支出	626.01	877.14	968.07	752.97	656.69
长期投资	(19.24)	284.44	0.00	0.00	0.00
其他	(1,499.55)	(2,742.29)	(1,648.28)	(1,536.51)	(1,374.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(892.78)</b>	<b>(1,580.71)</b>	<b>(680.21)</b>	<b>(783.54)</b>	<b>(717.42)</b>
债权融资	1,133.60	1,118.36	(992.39)	(108.11)	525.52
股权融资	(9.87)	1,045.18	11.79	(5.61)	(0.19)
其他	(100.58)	65.76	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,023.15</b>	<b>2,229.31</b>	<b>(980.60)</b>	<b>(113.72)</b>	<b>525.33</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,303.48)</b>	<b>129.03</b>	<b>(2,339.32)</b>	<b>136.10</b>	<b>40.66</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>1,948.32</b>	<b>2,498.42</b>	<b>3,440.67</b>	<b>4,458.71</b>	<b>5,650.21</b>
营业成本	410.68	466.50	588.80	705.21	829.03
营业税金及附加	22.29	23.04	38.74	47.44	58.61
销售费用	984.55	1,052.99	997.79	1,029.96	1,214.80
管理费用	523.20	494.44	743.18	762.44	802.33
研发费用	1,275.27	1,342.12	1,445.08	1,531.57	1,867.39
财务费用	(0.14)	65.27	58.53	63.39	67.35
资产/信用减值损失	(68.45)	(94.74)	(104.33)	(89.17)	(96.08)
公允价值变动收益	(47.68)	57.21	(30.04)	(28.54)	(27.11)
投资净收益	(23.55)	(106.42)	(18.66)	(49.54)	(58.21)
其他	68.40	90.43	78.56	79.13	82.71
<b>营业利润</b>	<b>(1,338.82)</b>	<b>(999.46)</b>	<b>(505.93)</b>	<b>230.57</b>	<b>712.00</b>
营业外收入	2.25	0.78	2.31	1.78	1.62
营业外支出	20.98	24.59	27.91	24.49	25.67
<b>利润总额</b>	<b>(1,357.56)</b>	<b>(1,023.27)</b>	<b>(531.52)</b>	<b>207.86</b>	<b>687.96</b>
所得税	22.55	(13.88)	(7.21)	2.82	9.33
<b>净利润</b>	<b>(1,380.11)</b>	<b>(1,009.39)</b>	<b>(524.31)</b>	<b>205.04</b>	<b>678.63</b>
少数股东损益	(99.18)	(134.22)	(53.19)	20.93	76.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1,280.93)</b>	<b>(875.17)</b>	<b>(471.13)</b>	<b>184.10</b>	<b>602.51</b>
每股收益(元)	(1.30)	(0.85)	(0.46)	0.18	0.59

  

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	29.67%	28.23%	37.71%	29.59%	26.72%
营业利润	-45.52%	-25.35%	-49.38%	-145.57%	208.80%
归属于母公司净利润	-43.90%	-31.68%	-46.17%	-139.08%	227.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	78.92%	81.33%	82.89%	84.18%	85.33%
净利率	-65.75%	-35.03%	-13.69%	4.13%	10.66%
ROE	-21.86%	-14.51%	-8.46%	3.20%	9.49%
ROIC	-33.44%	-21.49%	-9.08%	4.66%	12.53%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.98%	51.09%	52.78%	51.05%	53.35%
净负债率	6.78%	24.33%	51.93%	46.98%	50.62%
流动比率	1.72	1.60	0.98	0.85	0.95
速动比率	1.48	1.40	0.76	0.59	0.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.92	4.92	4.30	4.34	4.50
存货周转率	3.47	4.32	4.79	4.96	5.47
总资产周转率	0.18	0.22	0.29	0.38	0.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.30	-0.85	-0.46	0.18	0.59
每股经营现金流	-1.45	-0.51	-0.66	1.01	0.23
每股净资产	5.95	5.87	5.43	5.60	6.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	-33.47	-51.03	-94.80	242.58	74.13
市净率	7.32	7.41	8.02	7.77	7.03
EV/EBITDA	84.25	42.96	-1,114.65	66.48	39.04
EV/EBIT	1,034.11	66.43	-142.74	112.38	51.15

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com