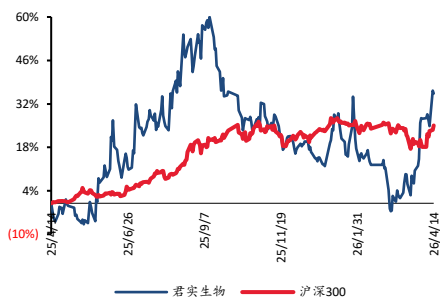


拓益保持高速增长，关注 AACR 大会 JS207 和 JS212 数据读出

■ 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)	424.02/316.52
12 个月内最高/最低价 (元)	51.4/28.24

相关研究报告

<<拓益收入同比增长 40%，持续关注 PD-1/VEGF 数据读出>>--2025-10-30

<<收入同比增长 49%，25H2 关注 PD-1/VEGF 数据读出>>--2025-08-31

<<君实生物公司点评-拓益收入同比增长 46%，关注 DKK1 胃肠道肿瘤早期数据>>--2025-04-30

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 年年度报告。

观点：

拓益销售收入保持高速增长，公司亏损显著收窄，在手现金 32.15 亿元。2025 年，公司实现收入 24.98 亿元（同比+28.23%），其中药品收入 23.01 亿元（同比+40.32%），核心产品特瑞普利单抗于国内市场实现销售收入 20.68 亿元，同比增长 37.72%。研发费用为 13.42 亿元（同比+5.24%），销售费用为 10.53 亿元（同比+6.95%），管理费用为 4.94 亿元（同比-5.50%）。归母净利润为-8.75 亿元，同比减亏 31.68%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司货币资金及交易性金融资产余额合计约人民币 32.15 亿元。

PD1 皮下剂型 12 项肿瘤适应症 NDA 获得受理，PD1/VEGF 积极推进多项联合用药临床。拓益 12 项适应症获 NMPA 批准，全部纳入国家医保目录。2026 年 3 月，JS001sc（特瑞普利单抗皮下注射剂）用于肿瘤治疗的 12 项适应症的上市申请获 NMPA 受理。JS207（PD-1/VEGF）的临床 I 期研究已完成，在 PD-L1 阳性 NSCLC 1L 队列中 ORR 达 58.1%；截至 2026 年 3 月 6 日，其 II 期临床共入组超过 420 名受试者，同步布局单药及联合化疗、EGFR/HER3 ADC、CTLA4 单抗等多元化治疗方案，覆盖肺癌、HCC、CRC、TNBC、RCC 等晚期恶性肿瘤。JS107（CLDN18.2 ADC）用于 CLDN 18.2 阳性晚期 2L+ G/GEJA 的 III 期临床试验正在开展中。JS004（BTLA）联合特瑞普利单抗治疗 LS-SCLC 已进入 III 期临床研究阶段。JS213（PD-1/IL-2）的 I 期临床研究在海外及国内同步推进。此外，JS005（IL-17A）治疗中度至重度斑块状银屑病 NDA 获 NMPA 受理。

核心管线具有多项催化剂，重点关注 4 月 AACR 大会 PD1/VEGF 双抗和 EGFR/HER3 ADC 数据读出。1) JS207（PD-1/VEGF）于 2026 AACR 大会上（4 月 17-22 日）披露 1L CRC（联合化疗）、1L HCC（联合 CTLA4 单抗）临床数据，有望年内进入关键注册临床。2) JS212（EGFR/HER3 ADC）于 AACR 上披露早期数据，计划年底启动关键注册临床；3) JS213（PD-1/IL-2）即将启动二期适应症拓展研究；4) JS004（BTLA）联合特瑞普利单抗治疗 LS-SCLC 的全球 III 期临床预计年底完成患者入组；5) JS001sc（特瑞普利单抗皮下注射剂）预计 2027H1 获批上市；6) JS107（CLDN18.2 ADC）治疗 2L+ G/GEJA 的 III 期临床预计 2027 年底完成入组，联合特瑞普利单抗和化疗用于 1L G/GEJA 的 III 期预计 2026Q2 启动。

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 545 亿元人民币，对应股价为 53.12 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

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	24.98	30.20	37.51	50.26
营业收入增长率(%)	28.23%	20.87%	24.19%	34.02%
归母净利 (亿元)	-8.75	-6.09	-1.82	5.68
净利润增长率(%)	—	—	—	—
摊薄每股收益 (元)	-0.85	-0.59	-0.18	0.55
市盈率 (PE)	—	—	—	72.53

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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	25.02	26.15	16.82	13.25	18.67
应收和预付款项	7.10	6.51	7.72	9.51	12.73
存货	5.84	5.73	6.36	7.58	10.12
其他流动资产	4.88	6.19	7.74	8.87	10.11
流动资产合计	42.84	44.58	38.63	39.21	51.64
长期股权投资	2.23	5.08	5.08	5.08	5.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	22.81	22.21	20.51	18.80	17.10
在建工程	18.59	25.72	27.72	29.72	31.72
无形资产开发支出	5.21	5.60	6.18	6.71	6.23
长期待摊费用	0.06	0.10	0.10	0.10	0.10
其他非流动资产	58.91	65.12	59.35	59.85	72.20
资产总计	107.82	123.82	118.92	120.25	132.43
短期借款	6.78	6.03	6.03	6.03	6.03
应付和预收款项	12.33	11.43	12.68	15.12	20.19
长期借款	19.80	27.94	27.94	27.94	27.94
其他负债	9.59	17.86	18.02	18.72	20.15
负债合计	48.50	63.26	64.66	67.81	74.31
股本	9.86	10.27	10.27	10.27	10.27
资本公积	154.07	164.17	164.17	164.17	164.17
留存收益	-103.41	-112.16	-118.47	-120.28	-114.60
归母公司股东权益	58.60	60.30	54.00	52.18	57.86
少数股东权益	0.72	0.26	0.26	0.26	0.26
股东权益合计	59.32	60.57	54.26	52.44	58.12
负债和股东权益	107.82	123.82	118.92	120.25	132.43

现金流量表 (亿)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	-14.34	-5.20	-3.69	1.60	9.60
投资性现金流	-8.93	-15.81	-4.25	-4.00	-3.00
融资性现金流	10.23	22.29	-1.17	-1.17	-1.17
现金增加额	-12.91	1.07	-9.33	-3.57	5.42

利润表 (亿)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	19.48	24.98	30.20	37.51	50.26
营业成本	4.11	4.67	5.18	6.17	8.24
营业税金及附加	0.22	0.23	0.28	0.35	0.46
销售费用	9.85	10.53	11.27	12.06	12.90
管理费用	5.23	4.94	4.94	4.99	5.04
财务费用	-0.00	0.65	0.79	0.93	0.98
资产减值损失	-0.88	-0.98	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.24	-1.06	-0.30	-0.38	-0.50
公允价值变动	-0.48	0.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	-13.39	-9.99	-6.09	-1.82	6.68
其他非经营损益	-0.19	-0.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	-13.58	-10.23	-6.09	-1.82	6.68
所得税	0.23	-0.14	0.00	0.00	1.00
净利润	-13.80	-10.09	-6.09	-1.82	5.68
少数股东损益	-0.99	-1.34	0.00	0.00	0.00
归母股东净利润	-12.81	-8.75	-6.09	-1.82	5.68

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	78.92%	81.33%	82.86%	83.54%	83.60%
销售净利率	-65.75%	-35.03%	-20.16%	-4.85%	11.30%
销售收入增长率	29.67%	28.23%	20.87%	24.19%	34.02%
EBIT 增长率	46.64%	32.07%	40.29%	83.18%	960.54%
净利润增长率	—	—	—	—	—
ROE	-21.86%	-14.51%	-11.27%	-3.48%	9.82%
ROA	-12.48%	-8.72%	-5.01%	-1.52%	4.50%
ROIC	-14.97%	-8.57%	-5.53%	-0.95%	6.54%
EPS(X)	-1.25	-0.85	-0.59	-0.18	0.55
PE(X)	—	—	—	—	72.53
PB(X)	5.43	5.28	5.89	6.10	5.50
PS(X)	16.34	12.74	10.54	8.49	6.33
EV/EBITDA(X)	-27.98	-64.40	-141.21	323.35	43.85

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面许可任何机构和個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。