

## 君实生物 (688180)

### 亏损持续收窄，商业化效率大幅提升

#### ◆ 2025 年年报

2025 年，公司实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 28.23%；其中，药品销售收入 23.01 亿元，同比大幅增长 40.32%，成为驱动业绩增长的核心引擎。公司归母净亏损 8.75 亿元，同比减亏 31.68%，亏损持续收窄。费用管控方面，销售费用 10.53 亿元，较 2024 年的 9.85 亿元小幅增长；销售费用率 42.15%，较 2024 年的 50.53%进一步下降，销售效率再上新台阶；管理费用较 2024 年的 5.23 亿元显著缩减至 4.94 亿元，管理费用率 19.79%，精细化运营成效持续释放。

#### ◆ 商业化效率大幅提升，特瑞普利单抗国内、海外双市场持续放量

公司核心产品特瑞普利单抗 2025 年实现国内销售收入 20.68 亿元，同比增长约 37.72%，成为业绩增长绝对支柱。这主要得益于其适应症的持续拓展，2025 年上半年，特瑞普利单抗用于肝癌一线治疗和黑色素瘤一线治疗适应症先后获批。截至 2025 年年报披露日，特瑞普利单抗已在中国内地获批上市 12 项适应症，并全部纳入国家医保目录。海外方面，2025 年，特瑞普利单抗在美销售收入约 4084 万美元，同比激增 113%，海外市场成为新增长引擎。截至目前，特瑞普利单抗已在中美欧等全球 40 多个国家和地区陆续获批上市，多个国家/地区的上市申请已提交/受理。同时公司增设海外商业化支持团队，加速海外合作进程。随着美国、印度、中国香港等地的销售推广深入，海外市场有望继续快速放量，成为公司业绩增长的新引擎。

#### ◆ 商业化产品组合日趋丰富，造血能力稳步增强

2025 年，公司产品医保覆盖率提升，君适达首次纳入国家医保目录，成为新版目录中唯一用于他汀不耐受人群的国产 PCSK9 靶点药物；2025 年 9 月，公司正式代理新一代口腔黏膜液体敷料（速舒），截至报告期末，速舒已进入超过九百家医疗机构，覆盖境内所有省份，公司亦积极拓展电商渠道，全面提升产品可及性。随着产品组合的日趋丰富和全球商业化拓展，公司竞争力持续攀升，造血能力稳步增强。

#### ◆ 研发体系高效运转，多管线取得关键进展，打造国际市场竞争力

投资评级

买入

维持评级

2026 年 04 月 13 日

收盘价(元):

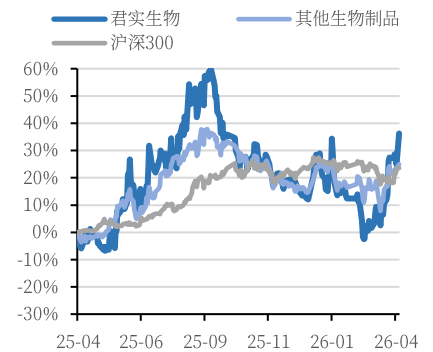
41.57

目标价(元):

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,026.69
总市值(百万)	42,679.50
流通股本(百万股)	766.39
流通市值(百万)	31,859.01
12 月最高/最低价(元)	51.40/28.24
资产负债率(%)	51.09
每股净资产(元)	5.87
市盈率(TTM)	-48.77
市净率(PB)	7.08
净资产收益率(%)	-14.51

#### 股价走势图



#### 作者

李蔚

分析师

SAC 执业证书: S0640523060001

联系电话: 010-59219559

邮箱: liwj@acicsec.com

#### 相关研究报告

中航证券公司点评: 君实生物 (688180) 2024 年三季度点评: 核心产品放量, 亏损逐季收窄 —2024-11-03

君实生物-U (688180) 2022 中报点评: 创新研发进展顺利, 定增利好长期发展 —2022-09-03

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

2025年，公司研发费用为13.42亿元，同比增长5.24%，研发投入强劲，同时重点投向核心管线，实现投入效率优化。公司多个处于临床研究后期或上市申报阶段的管线进展顺利：全球首个进入临床开发阶段的BTLA单抗与PD-1联合治疗局限期小细胞肺癌的国际多中心III期临床研究（该研究为BTLA靶点药物全球首个确证性研究）预计将于2026年完成入组；JS207用于可手术的II/III期非小细胞肺癌患者新辅助治疗的II/III期临床研究的IND申请获得FDA批准；JS005用于治疗中度至重度斑块状银屑病的NDA获得NMPA受理；JS212用于治疗晚期实体瘤的IND申请获得FDA批准，与JS207联合用药的II期临床试验正在进行。

◆ **投资建议：**公司处于商业化快速放量期，整体费用端管控成效显著，经营持续优化。叠加全球市场拓展，公司的商业化竞争力持续提升，近三年有望迎来管线与业绩双重突破。我们预计公司2026-2028年收入分别为33.70亿元、44.49亿元和54.06亿元，预计同比增长率分别为34.88%、32.01%和21.53%，归母净利润分别为-4.16亿元、0.85亿元和4.68亿元，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**研发进度不及预期风险；商业化风险；财务风险；医药行业政策与市场波动风险

财务和估值数据摘要				单位:百万元
会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2498.42	3369.87	4448.56	5406.34
增长率(%)	28.23%	34.88%	32.01%	21.53%
归属母公司股东净利润	-875.17	-415.77	84.64	468.02
增长率(%)	31.68%	52.49%	120.36%	452.97%
每股收益EPS(元)	-0.85	-0.40	0.08	0.46
每股股利DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流(元)	-0.51	-0.33	0.95	1.42
销售毛利率	81.33%	82.00%	82.50%	83.00%
销售净利率	-40.40%	-13.73%	2.12%	9.63%
净资产收益率(ROE)	-14.51%	-7.40%	1.49%	7.59%
投入资本回报率(ROIC)	-21.70%	-6.51%	3.21%	10.95%
市盈率(P/E)	-48.77	-102.65	504.26	91.19
市净率(P/B)	7.08	7.60	7.49	6.92

资料来源：iFind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标**

报表预测		单位:百万元				
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>						
营业收入	1,502.55	1,948.32	2,498.42	3,369.87	4,448.56	5,406.34
减: 营业成本	540.98	410.68	466.50	606.58	778.50	919.08
税金及附加	19.70	22.29	23.04	37.94	50.09	60.87
<b>主营业务利润</b>	<b>941.87</b>	<b>1,515.34</b>	<b>2,008.88</b>	<b>2,725.35</b>	<b>3,619.98</b>	<b>4,426.39</b>
减: 销售费用	844.36	984.55	1,052.99	1,179.45	1,423.54	1,621.90
管理费用	536.44	523.20	494.44	505.48	533.83	540.63
研发费用	1,937.47	1,275.27	1,342.12	1,280.55	1,346.14	1,513.78
财务费用	-67.09	-0.14	65.27	128.62	86.60	51.35
<b>经营性利润</b>	<b>-2,309.31</b>	<b>-1,267.54</b>	<b>-945.94</b>	<b>-368.75</b>	<b>229.88</b>	<b>698.73</b>
加: 资产减值损失	-126.31	-88.18	-98.10	-132.31	-174.67	-212.27
信用减值损失	-23.48	19.72	3.36	4.53	5.98	7.27
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	73.99	-23.55	-106.42	-18.66	-18.66	-18.66
公允价值变动损益	-149.18	-47.68	57.21	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	29.41	12.78	35.26	25.81	25.81	25.81
其他收益	47.44	55.63	55.17	52.75	52.75	52.75
<b>营业利润</b>	<b>-2,457.44</b>	<b>-1,338.82</b>	<b>-999.46</b>	<b>-436.64</b>	<b>121.09</b>	<b>553.62</b>
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	3.91	2.25	0.78	2.31	2.31	2.31
减: 营业外支出	38.17	20.98	24.59	27.91	27.91	27.91
<b>利润总额</b>	<b>-2,491.69</b>	<b>-1,357.56</b>	<b>-1,023.27</b>	<b>-462.24</b>	<b>95.49</b>	<b>528.02</b>
减: 所得税	43.99	22.55	-13.88	0.47	1.30	7.16
<b>净利润</b>	<b>-2,535.69</b>	<b>-1,380.11</b>	<b>-1,009.39</b>	<b>-462.70</b>	<b>94.19</b>	<b>520.86</b>
减: 少数股东损益	-252.26	-99.18	-134.22	-46.94	9.55	52.84
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-2,283.43</b>	<b>-1,280.93</b>	<b>-875.17</b>	<b>-415.77</b>	<b>84.64</b>	<b>468.02</b>
<b>资产负债表</b>						
货币资金	3,788.19	2,502.20	2,614.57	504.59	444.86	715.01
交易性金融资产	0.00	430.51	600.78	600.78	600.78	600.78
应收票据	0.00	0.00	0.30	0.14	0.18	0.22
应收账款	483.23	509.82	506.44	882.88	1,165.49	1,416.43
预付账款	238.90	199.79	143.91	358.48	473.24	575.12
其他应收款	374.01	36.44	2.04	301.53	398.05	483.76
存货	538.05	584.47	573.11	737.25	946.21	1,117.07
其他流动资产	148.70	20.59	16.54	130.47	172.24	209.32
长期股权投资	242.58	223.33	507.78	437.24	366.70	296.16
金融资产投资	890.54	1,003.07	1,381.56	1,381.56	1,381.56	1,381.56
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3,808.58	4,195.22	4,872.39	4,618.43	4,272.26	3,821.33
无形资产和开发支出	546.96	521.41	559.77	436.07	312.37	188.67
其他非流动资产	283.14	555.11	603.12	581.78	576.90	576.90
<b>资产总计</b>	<b>11,342.87</b>	<b>10,781.96</b>	<b>12,382.33</b>	<b>10,971.21</b>	<b>11,110.83</b>	<b>11,382.32</b>
短期借款	452.44	678.11	603.20	0.00	91.72	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	4.67	0.00	0.00	1.75	2.24	2.65
应付账款	1,381.14	1,232.68	1,142.72	1,618.37	2,077.07	2,452.14
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	146.30	8.17	22.18	124.05	163.76	199.02
其他应付款	322.27	328.02	318.78	420.11	539.19	636.55
长期借款	1,213.25	2,005.99	2,850.22	2,137.84	1,419.61	699.55
其他负债	502.19	596.86	1,388.63	1,075.19	1,129.15	1,183.47
<b>负债合计</b>	<b>4,022.26</b>	<b>4,849.83</b>	<b>6,325.73</b>	<b>5,377.32</b>	<b>5,422.74</b>	<b>5,173.38</b>
股本	985.69	985.69	1,026.69	1,026.69	1,026.69	1,026.69
资本公积	15,394.56	15,406.56	16,417.49	16,417.49	16,417.49	16,417.49
留存收益	-9,229.03	-10,531.82	-11,413.75	-11,829.51	-11,744.88	-11,276.85
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>7,151.22</b>	<b>5,860.42</b>	<b>6,030.43</b>	<b>5,614.67</b>	<b>5,699.31</b>	<b>6,167.33</b>
少数股东权益	169.39	71.71	26.16	-20.78	-11.22	41.61
<b>股东权益合计</b>	<b>7,320.61</b>	<b>5,932.13</b>	<b>6,056.59</b>	<b>5,593.89</b>	<b>5,688.08</b>	<b>6,208.94</b>
负债和股东权益合计	11,342.87	10,781.96	12,382.33	10,971.21	11,110.83	11,382.32
<b>投入资本(IC)</b>	<b>4,457.82</b>	<b>4,875.28</b>	<b>5,162.94</b>	<b>5,581.79</b>	<b>5,217.08</b>	<b>4,751.78</b>
<b>现金流量表</b>						
资本支出	591.52	711.69	420.98	400.00	400.00	400.00
自由现金流	-2,908.37	-1,556.93	-747.64	-841.89	473.58	966.07
短期借款增加	101.07	225.67	-74.91	-603.20	91.72	-91.72
长期带息债务增加	327.08	792.75	844.23	-712.38	-718.23	-720.06
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	-104.71	-203.66	-825.43	51.41	51.41	51.41
经营性现金净流量	-2,004.98	-1,433.84	-519.57	-343.01	976.14	1,456.07
投资性现金净流量	-933.19	-892.78	-1,580.71	-322.77	-322.77	-322.77
筹资性现金净流量	711.83	1,023.15	2,229.31	-1,444.20	-713.11	-863.14
<b>现金流量净额</b>	<b>-2,218.79</b>	<b>-1,291.46</b>	<b>107.32</b>	<b>-2,109.98</b>	<b>-59.74</b>	<b>270.16</b>
货币资金的期初余额	5,996.94	3,778.14	2,486.68	2,594.00	484.02	424.28
货币资金的期末余额	3,778.14	2,486.68	2,594.00	484.02	424.28	694.44
企业自由现金流	-2,908.37	-1,556.93	-747.64	-841.89	473.58	966.07
权益自由现金流	-2,411.94	-538.37	-42.70	-2,284.35	-238.36	103.63

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 分析师介绍:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

### 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他个人或渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿等等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637