

君实生物 (688180.SH) 全面布局 IO+ADC 2.0 时代，争新一代实体瘤 SOC

2026 年 05 月 14 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

聂媛媛（联系人）

yuruyi@kysec.cn

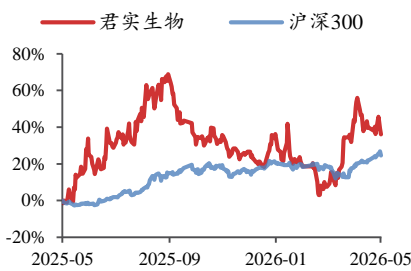
nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790124050002

日期	2026/5/14
当前股价(元)	39.29
一年最高最低(元)	51.40/28.28
总市值(亿元)	403.39
流通市值(亿元)	301.12
总股本(亿股)	10.27
流通股本(亿股)	7.66
近 3 个月换手率(%)	127.8

股价走势图



数据来源：聚源

● 全面布局二代 IO 与双抗 ADC，核心管线兑现开启全球化新篇章

君实生物作为国内创新药企的领军者，凭借涵盖早研到产业化的全生命周期技术体系与双基地智能制造平台，构建了以肿瘤免疫为核心的全球竞争力管线。公司依托自主研发，打造了特瑞普利单抗（PD-1 单抗）、JS207（PD-1/VEGF 双抗）、JS212（EGFR/HER3 ADC）等核心产品，构建多适应症差异化矩阵，并持续推进商业落地。长期看好其凭借“二代 IO 前瞻布局+联合疗法协同优势+核心单品全球商业化”成为肿瘤免疫治疗领域核心参与者。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 32.48/42.22/54.89 亿元，EPS 分别为 -0.04/0.44/1.04 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 核心产品 JS207+JS212：布局 IO+双抗 ADC 2.0 时代，力争新一代 SOC

JS207 作为以特瑞普利单抗为骨架的 PD-1/VEGF 双抗，单药和联合 CTLA-4/化疗等方案在多种实体瘤中展现优异疗效，且安全性可控。同时，公司前瞻布局 IO+双抗 ADC 2.0，积极推进自研 JS212（EGFR/HER3 双抗 ADC）与 JS207 及 JS213（PD-1/IL-2 融合蛋白）等早期联合临床试验，有望凭借机制协同克服单靶点耐药，实现疗效的跨越式突破。JS212 在实体瘤中爬坡数据优异。JS212 在 2026 AACR 披露了优异爬坡数据，JS212 在高剂量组中观察良好的治疗 and 安全性效果，展现明确的联用临床潜力。

● 拓益加速兑现提供充沛现金流，多维管线构筑增长新动能

核心商业化产品特瑞普利单抗作为我国首个获批上市的国产 PD-1 单抗，其皮下注射剂上市许可申请已获 NMPA 受理，将为公司提供充沛现金流。此外，公司多维度布局高潜力管线：昂戈瑞西单抗（PCSK9 抑制剂）已纳入国家医保，有望在降脂市场快速放量；全球首创 Tifcemalimab（BTLA 单抗）联合 PD-1 单抗在小细胞肺癌与食管鳞癌围手术期疗效惊艳，关键 III 期临床数据有望 2027 年读出，为公司长期价值增长提供充足动能。

● 风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、行业竞争格局恶化等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,948	2,498	3,248	4,222	5,489
YOY(%)	29.7	28.2	30.0	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	-1,281	-875	-45	456	1,065
YOY(%)	43.9	31.7	94.8	1103.1	133.5
毛利率(%)	78.9	81.3	96.3	96.3	96.3
净利率(%)	-65.7	-35.0	-1.4	10.8	19.4
ROE(%)	-23.3	-16.7	-0.8	7.8	15.4
EPS(摊薄/元)	1.25	-0.85	-0.04	0.44	1.04
P/E(倍)	-33.2	-48.6	-935.4	93.2	39.9
P/B(倍)	7.3	7.1	7.1	6.6	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 坚定创新驱动，国际化持续推进	4
1.1、 立足全产业链布局，构建全球竞争力产品管线.....	4
1.2、 股权结构稳定多元，复合型团队赋能专业化治理.....	4
1.3、 构建全生命周期技术体系，打造全球化智能制造平台	5
1.4、 管线创新迭代，覆盖多适应症领域.....	6
1.5、 核心单品拓益继续放量，商业化兑现稳中有进.....	8
2、 二代 IO 联合双抗 ADC 前瞻布局免疫治疗新一代 SOC	9
2.1、 JS207 (PD-1/VEGF 双抗)：联合双抗 ADC 前瞻布局 NSCLC.....	9
2.2、 JS212 (EGFR/HER3 ADC)：双抗 ADC 布局泛瘤种“chemo-free”疗法	12
2.3、 JS213(PD-1/IL-2 融合蛋白)：充分探索 IO 2.0，全面布局免疫领域.....	14
3、 核心管线加速兑现，多维构筑增长新引擎.....	16
3.1、 特瑞普利单抗：国内首个国产 PD-1 单抗，为公司带来持续现金流	16
3.2、 昂戈瑞西单抗 (PCSK9 抑制剂)：市场空间广阔，医保后有望放量	16
3.3、 Tifcemalimab (TAB004/JS004)：全球首个 FIH 的 BTLA 单抗	19
3.4、 JS107 (Claudin18.2 ADC)：胃癌 III 期临床加速开展	19
3.5、 JS203 (CD20 /CD3 双抗)：2026 年有望进入注册临床阶段	20
4、 盈利预测与投资建议	22
5、 风险提示	22
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 公司自成立以来，深耕肿瘤免疫领域.....	4
图 2： 公司股权架构稳定多元（截至 2025 年年报）	4
图 3： 核心管理层背景资深，引领公司长期正向发展.....	5
图 4： 多平台广泛布局，30+主要潜在候选药物	6
图 5： 上海苏州双基地，构建全球供应链	6
图 6： 商业化产品矩阵清晰，早期管线覆盖多领域.....	7
图 7： 公司营收稳步增长，亏损持续收窄（单位：亿元）	8
图 8： 公司药品销售收入快速增长，自身造血能力得到进一步加强.....	8
图 9： JS207 在小鼠肿瘤模型中显示出显著的抑瘤作用.....	9
图 10： 公司已开展多项 JS207 单药和联合用药临床试验.....	10
图 11： JS207 单药治疗晚期恶性肿瘤显示出有前景的抗肿瘤活性和可控的安全性	11
图 12： JS207 联合 JS007 早期获得高 ORR 及 DCR 疗效.....	12
图 13： JS207 联合化疗一线治疗 CRC 患者的 ORR 显著.....	12
图 14： 高剂量组下患者 ORR 响应率较高	14
图 15： 患者可维持较持久治疗响应	14
图 16： JS213 (AWT020) 临床前结果显示良好的疗效和安全性	14
图 17： 1980 中国女性和男性年龄标准化平均非高密度脂蛋白胆固醇明显升高.....	17
图 18： Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗 ESCC 围手术期显疗效，亮相 2025 ESMO.....	19
图 19： JS107 联合特瑞普利单抗和化疗 1L 临床数据入选 2025 ESMO Asia	20
图 20： JS203 用于 R/R B 细胞非霍奇金淋巴瘤患者观察到良好疗效和安全性	21
图 21： 经 JS203 治疗的 CD20 阳性 R/R B 细胞非霍奇金淋巴瘤患者缓解持久.....	21

表 1: 截至 2026 年 3 月, 全球有 10 款 PD-1/VEGF 双抗药物进入 II 期及 III 期临床阶段	10
表 2: JS207 单药治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 患者早期数据优异	11
表 3: 截至 2026 年 3 月, 全球有 8 款 EGFR/HER3 ADC 药物进入临床阶段, JS212 进度靠前	13
表 4: 公司已开展 6 项 JS212 单药和联合用药临床试验 (截至 2026 年 3 月)	13
表 5: 截至 2026 年 3 月, 全球有 19 款 PD-(L)1/IL-2 双抗药物进入临床阶段, 其中多数处于临床早期	15
表 6: 公司已开展 4 项 JS213 单药和联合用药临床试验 (截至 2026 年 3 月)	15
表 7: 截至 2026 年 3 月, 全球有 4 款 PD-1/PD-L1 皮下注射剂获批上市	16
表 8: PCSK9 抑制剂或成为降脂达标策略推荐的终极手段	18
表 9: 昂戈瑞西单抗在耐受及不耐受他汀类药物的中国患者中均具有良好疗效	18
表 10: FCFF 估值敏感性测试表	22
表 11: 可比公司估值情况	22

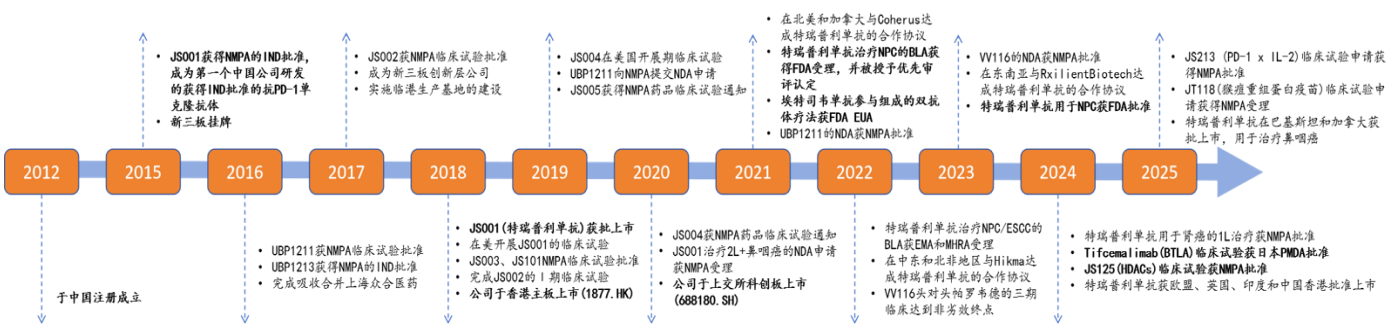
1、坚定创新驱动，国际化持续推进

1.1、立足全产业链布局，构建全球竞争力产品管线

君实生物成立于2012年，是一家以创新为根本驱动力的生物制药公司，专注于创新药物的发现、研发、生产和商业化全产业链布局。公司自成立以来，便确立了在肿瘤免疫治疗等前沿领域的战略方向，其发展历程清晰地反映了中国创新药企从“跟随”至“领跑”的典型路径。公司的核心战略定位是依托自主研发能力，构建具有全球竞争力的产品管线，并通过国际化合作与自主商业化，将创新成果转化为市场价值。

2015年公司新三板挂牌，公司首个创新药JS001（特瑞普利单抗）成为首个中国自研获得IND批准的抗PD-1单克隆抗体。2017年公司实施临港生产基地的建设。2018年公司于香港主板上市(1877.HK)，同年特瑞普利单抗（拓益®）获得NMPA的上市许可，成为中国首个上市的国产抗PD-1单抗药物。2020年公司上交所科创板上市(688180.SH)。2023年特瑞普利单抗（美国商品名：LOQTORZI™）的生物制品许可申请获得FDA批准，成为FDA批准上市的首个中国自主研发和生产的创新生物药。

图1：公司自成立以来，深耕肿瘤免疫领域

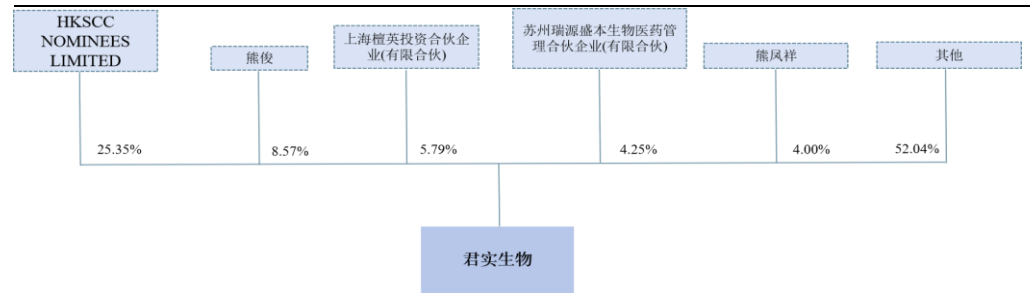


资料来源：公司招股说明书、公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定多元，复合型团队赋能专业化治理

公司股权架构稳定多元，公司控股股东、实际控制人熊俊、熊凤祥及其一致行动人共持股17.93%。截至2025年年报，HKSCC NOMINEES LIMITED持有25.35%的股份（所持股份为多个客户持有）；公司实控人为熊俊（董事长）和熊凤祥，持有合计12.57%的公司股份。

图2：公司股权架构稳定多元（截至2025年年报）



资料来源：Wind、公司2025年年度报告、开源证券研究所

君实生物组建了一支经验丰富、具备国际化视野及深厚行业经验的核心管理团队。核心团队成员均来自于行业知名机构、跨国企业或监管机构，具有良好的教育背景，构成了具备药物发现、临床开发、商业化的复合型人才矩阵，确保了公司决策的专业性。

执行董事、总经理/首席执行官邹建军博士曾于拜耳全球医学事务团队担任Xofigo 的全球医学事务总监，在恒瑞医药担任副总经理、首席医学官(CMO)，负责全球创新药的临床开发。

图3：核心管理层背景资深，引领公司长期正向发展



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.3、构建全生命周期技术体系，打造全球化智能制造平台

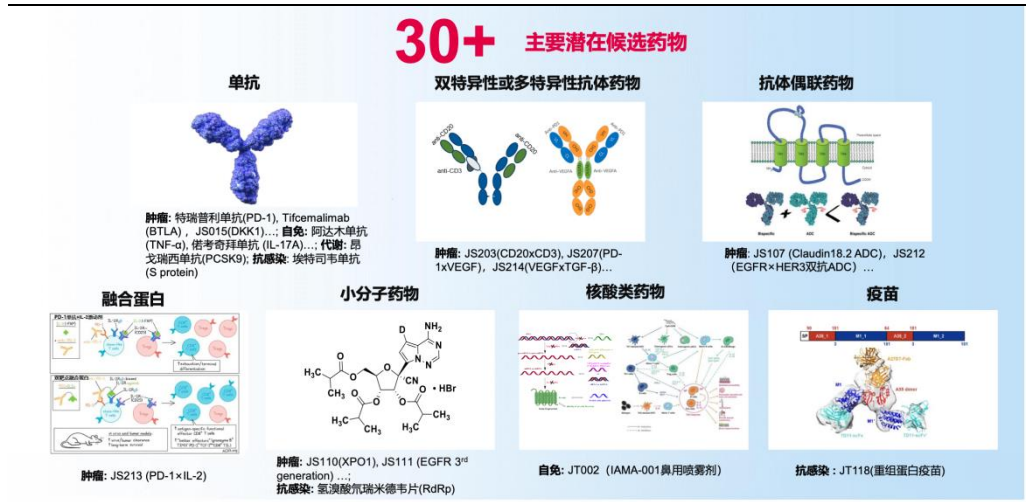
公司建立了涵盖蛋白药物从早期研发到产业化的整个生命周期的完整技术体系，该体系包括多个主要技术平台：(1) 抗体筛选及功能测定的自动化高效筛选平台、(2) 人体膜受体蛋白组库和高通量筛选平台、(3) 双/多特异性抗体平台、(4) 高产稳定表达细胞株筛选构建平台、(5) 抗体质量研究、控制及保证平台、(6) 创新工艺研究平台、(7) 抗体偶联药 (ADC) 研发平台、(8) siRNA 药物研发平台、(9) 产业化放大与技术转移平台。

双/多特异性抗体平台：开发兼具成药性、生产工艺可行性和可放大性的新型双/多特异性抗体，具备抗体设计、分子筛选、成药性研究、细胞株开发、工艺/处方/质量研究和中试生产等平台技术。

抗体偶联药研发平台：该平台结合公司已有的抗体筛选及功能测定的自动化高效筛选平台和自主开发的抗体偶联药高效平行合成技术，快速筛选出最优的候选抗体分子；根据靶点特点，进一步组合筛选偶联技术和连接子-毒素，确定最适的临床候选药物分子。此外，该平台还包括抗体偶联药偶联工艺开发及中试生产，为公司抗体偶联药领域的创新和管线推进提供支持。

siRNA 药物研发平台：该平台使用生物信息学及机器学习技术对 siRNA 进行理性设计，获得高效抑制作用的 siRNA 序列。通过独有的修饰模式设计，在提高 siRNA 稳定性的同时降低副作用。获得具有抑制活性的 siRNA 序列后，其与靶向投递分子组合形成具有靶向抑制作用的 siRNA 药物。

图4：多平台广泛布局，30+主要潜在候选药物



资料来源：公司 2025 年年报交流 PPT

公司已拥有 2 个商业化生产基地。苏州吴江生产基地拥有 4,500L (9*500L) 发酵能力，已获得中美欧等全球多个国家和地区的 GMP 认证和批准，主要负责特瑞普利单抗海外市场的商业化供应。上海临港生产基地目前产能 42,000 升(21*2,000 升)，已获得 NMPA 的 GMP 认证，可与苏州吴江生产基地同时负责生产商业化批次的特瑞普利单抗注射液，并支持更多在研项目的临床试验用药以及未来的商业化批次生产。

图5：上海苏州双基地，构建全球供应链



资料来源：公司 2025 年年报交流 PPT

1.4、管线创新迭代，覆盖多适应症领域

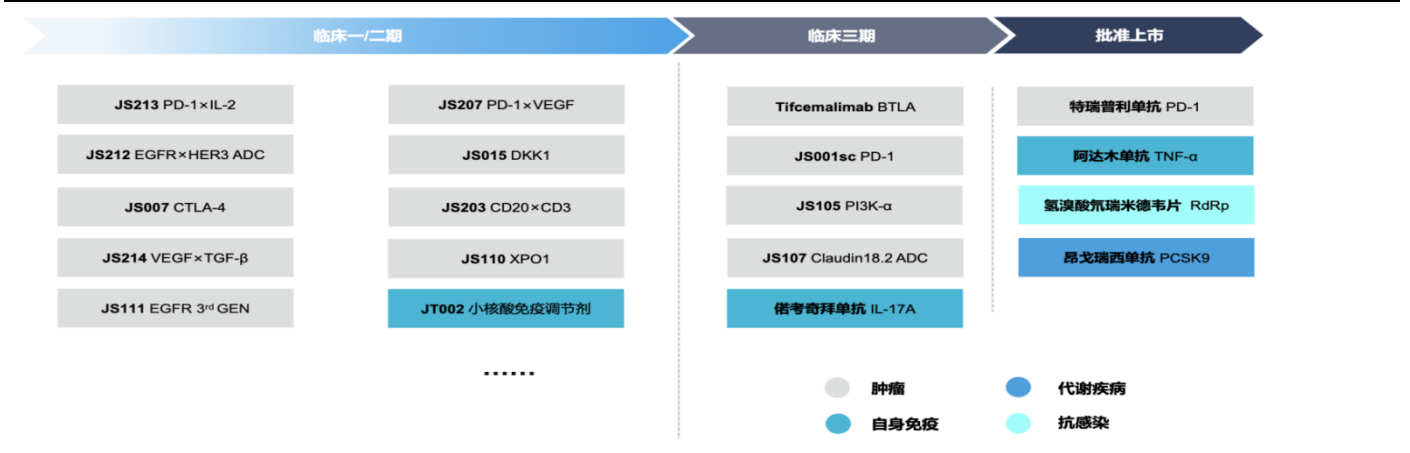
公司通过自研及引进等形式全面布局多适应症领域。公司已有 4 款商业化药品（拓益®、君迈康®、民得维®以及君适达®）。拓益已有 13 项适应症获 NMPA 批准，全部纳入国家医保目录。民得维®：获 NMPA 由附条件批准转为常规批准；纳入国

家医保目录。君迈康®：8项适应症获 NMPA 批准；全部纳入国家医保目录。君适达®：3项适应症获得 NMPA 批准上市，全部纳入国家医保目录。

5款重点管线处于临床后期阶段。JS001sc (PD-1 皮下注射制剂)和诺考奇拜单抗 (IL-17A 单抗)已向 NMPA 递交 NDA 申请并获得受理，有望 27H1 获批上市。Tifcemalimab (BTLA 单抗)、JS105 (PI3K- α 口服小分子抑制剂)以及 JS107 (Claudin18.2 ADC)处于 III 期临床阶段。

同时有超 10 款管线处于临床 I/II 期，包括公司重磅管线 JS207 (PD-1/VEGF 双抗)、JS212 (EGFR/HER3 ADC) 和 JS213 (PD-1/IL2 融合蛋白) 等。公司的创新领域已从单抗药物类型持续扩展至包括小分子药物、抗体偶联药物 (ADC)、双特异性或多特异性抗体药物、融合蛋白、核酸类药物、疫苗等更多类型的药物研发，以及针对癌症、自身免疫性疾病等下一代创新疗法的探索。

图6：商业化产品矩阵清晰，早期管线覆盖多领域



资料来源：公司 2025 年年报交流 PPT、开源证券研究所

特瑞普利单抗 (拓益®)：中国首个获批上市的国产 PD-1 单抗药物，覆盖鼻咽癌、食管鳞癌、肺癌、乳腺癌、肝癌等 15 项适应症，目前已在美国、欧盟、印度等超 40 个国家和地区获批上市，标志着公司研发质量获得了全球最严格监管体系的认可。

JS207：以特瑞普利单抗为骨架自主研发的重组人源化 PD-1/VEGF 双特异性抗体。JS207 已处于 II 期临床研究阶段，正在多个瘤种中开展与化疗、单抗、ADC (EGFR/HER3 ADC) 等不同药物的联合探索。2025 年 10 月，JS207 对比纳武利尤单抗用于 II/III 期、可切除、可改变驱动基因 (AGA) 阴性非小细胞肺癌患者新辅助治疗的开放标签、双臂、随机、阳性对照 II/III 期临床研究的 IND 申请获得 FDA 批准。截至 2026 年 3 月 6 日，II 期临床研究共入组超过 420 名受试者。

JS212：公司自主研发的 EGFR/HER3 双抗 ADC，通过同时靶向高表达于多种实体瘤的两个关键受体，旨在产生协同抑瘤效果并克服单靶点药物的耐药性。临床前研究验证了其显著的抑瘤活性与良好的安全性，该药已于 2025 年获得中、美两国的临床试验批准，目前正处于 I/II 期临床研究阶段，并同步开展与 JS207 等药物的联合用药探索，有望为肺癌、结直肠癌等晚期恶性实体瘤患者提供更广泛的治疗选择。

JS213：是 PD-1 和 IL-2 双功能性抗体融合蛋白，可在阻断 PD-1 通路的同时，通过与 IL-2 受体结合选择性地启动 IL-2 信号通路，从而增强抗肿瘤免疫反应。公司已完成实体瘤 I 期中的剂量爬坡，且已确定 R2PD，目前正在进行剂量拓展。公司已

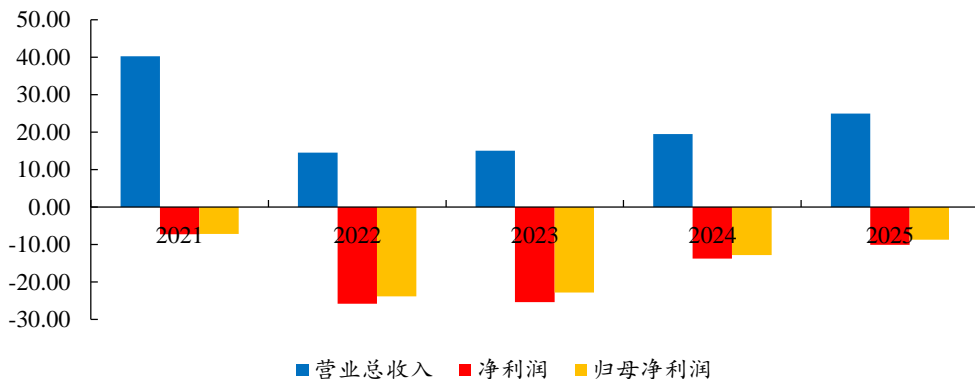
在 JS213 低剂量组中观察到了不同瘤种的疗效，尤其 PD-1 免疫冷肿瘤患者中。

Tifcemalimab (JS004): 公司自主研发的全球首个进入临床阶段的抗 BTLA 单克隆抗体，通过阻断 HVEM-BTLA 抑制性通路来激活肿瘤特异性淋巴细胞，具备先发优势。目前，其联合特瑞普利单抗治疗局限期小细胞肺癌的全球多中心 III 期临床研究 (JUSTAR-001) 正在 15 个国家持续推进，作为全球首个 BTLA 靶点的确证性研究，预计 2026 年完成患者入组，有望通过创新的双免疫治疗方案扩大受益人群。

1.5、核心单品拓益继续放量，商业化兑现稳中有进

公司 2025 年营业收入 24.98 亿元，同比增长 28.23%；净利润为-10.09 亿元，扣非归母净利润-9.90 亿元；2026Q1 公司实现营收 7.26 亿元，同比增长 45.09%；净利润为-0.43 亿元，扣非归母净利润-1.44 亿元，亏损逐年收窄。2025 年公司销售费用 10.53 亿元，同比增长 6.95%；研发费用 13.42 亿元，同比增长 5.24%；管理费用 4.94 亿元，同比减少 5.50%。

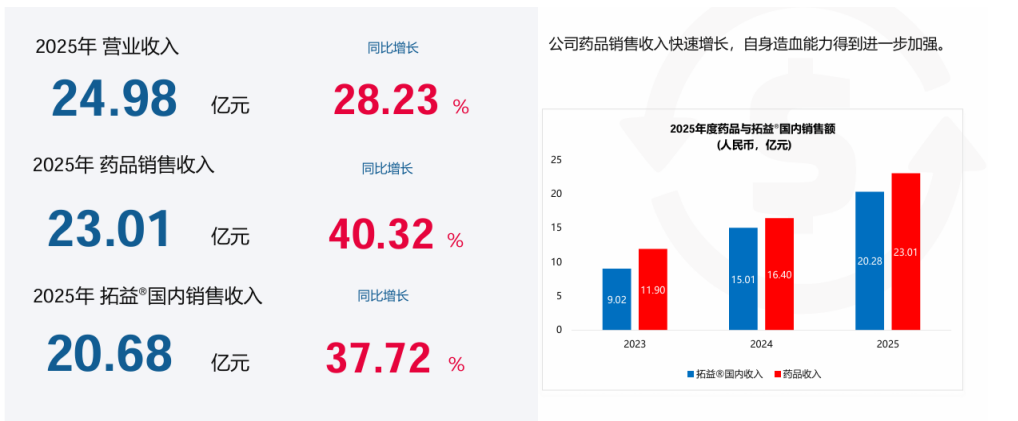
图7：公司营收稳步增长，亏损持续收窄（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年公司实现药品销售收入 23.01 亿元，同比增长 40.32%。拓益®实现国内市场销售收入约人民币 20.68 亿元，同比增长约 37.72%，销售工作持续取得积极的进展。拓益®在中国内地已获批 13 项适应症，药品销售收入持续增长，商业化兑现稳中有进。

图8：公司药品销售收入快速增长，自身造血能力得到进一步加强



资料来源：公司 2025 年年报交流 PPT

2、二代 IO 联合双抗 ADC 前瞻布局免疫治疗新一代 SOC

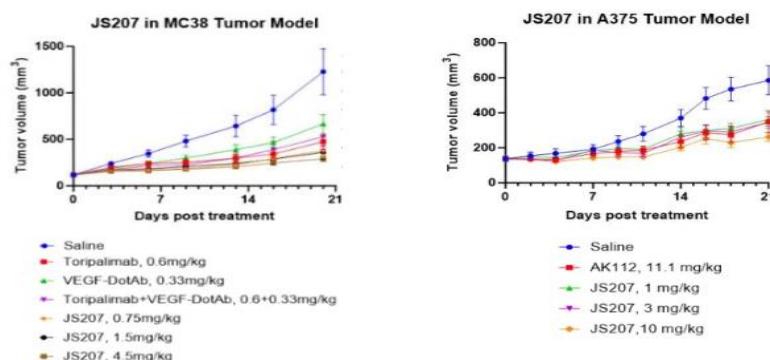
在 PD-(L)1 迭代研发浪潮的推动下，兼具增效与减副潜力的“双靶点免疫疗法”逐渐成为突破单抗瓶颈的焦点。其中，PD-(L)1/VEGF 双抗赛道由全球首款药物 AK112 头对头 K 药的国内 III 期的大获成功点燃赛道热情。

2.1、JS207 (PD-1/VEGF 双抗)：联合双抗 ADC 前瞻布局 NSCLC

JS207 为公司自主研发的重组人源化抗 PD-1 和 VEGF 双特异性抗体，可同时以高亲和力结合于 PD-1 与 VEGFA，有效阻断 PD-1 与 PD-L1 和 PD-L2 的结合，并抑制 VEGF 与其受体的结合。JS207 是以高亲和力、临床验证且具有差异性的抗 PD-1 药物特瑞普利单抗为骨架设计的，抗 PD-1 部分采 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。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。

临床前观察到 JS207 双通路抑制协同作用及显著抑瘤效果。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。

图9：JS207 在小鼠肿瘤模型中显示出显著的抑瘤作用



资料来源：公司 2025 年年报交流 PPT

截至 2026 年 3 月，全球有 10 款 PD-(L)1/VEGF 双抗进入临床 II 期阶段。其中依沃西单抗率先于 2024 年 5 月在中国获批，也是目前唯一获批的 PD-1/VEGFA 双抗。公司已开展多项 JS207 单药和联合用药临床试验，全球 II/III 期临床已获得 FDA 批准。JS207 已处于 II 期临床研究阶段，正在多个瘤种中开展与化疗、单抗、ADC (EGFR/HER3 ADC) 等不同药物的联合探索。截至 2026 年 3 月 6 日，I 期临床研究共入组超过 420 名受试者。此外，2025 年 10 月，JS207 对比纳武利尤单抗用于 II/III 期、可切除、可改变驱动基因 (AGA) 阴性非小细胞肺癌患者新辅助治疗的开放标签、双臂、随机、阳性对照 II/III 期临床研究的 IND 申请获得 FDA 批准。

表1: 截至 2026 年 3 月, 全球有 10 款 PD-1/VEGF 双抗药物进入 II 期及 III 期临床阶段

药品成分	靶点	研发机构	项目中国内地最高状态	项目中国内地最高状态时间	项目美国最高状态	项目美国最高状态时间
依沃西单抗	PD-1 VEGFA	康方生物/Summit (Licensee)	批准上市	2024-05-21	申请上市	2026-01-13
普密妥米单抗	PD-L1 VEGFA	BioNTech/BMS (Licensee)	临床 III 期	2024-05-17	临床 III 期	2024-12-02
SSGJ-707	PD-1 VEGF	三生制药/辉瑞 (Licensee)	临床 III 期	2025-05-16	临床 III 期	2025-10-30
SCTB14	PD-1 VEGF	神州细胞	临床 III 期	2025-11-28	-	-
Sotiburafusp alfa	PD-L1 VEGF	华奥泰/华海生物	临床 III 期	2026-01-06	临床 I 期	2020-12-22
RC148	PD-1 VEGF	荣昌生物/艾伯维 (Licensee)	临床 III 期	2026-02-11	批准临床	2025-08-08
JS207	PD-1 VEGFA	君实生物	临床 II 期	2025-03-07	批准临床 (II/III 期)	2025-10-16
珀维拉芙普 α	PD-L1 VEGF	宜明昂科/Instil Bio	临床 II 期	2024-12-26	临床 I 期	2025-09-08
B1962	PD-L1 VEGF	圆祥生命/天士力 (Licensee)	临床 II 期	2024-11-07	批准临床	2023-03-01
MHB039A	PD-1 VEGF	明慧医药	临床 II 期	2025-08-07	-	-

资料来源: insight、开源证券研究所

图10: 公司已开展多项 JS207 单药和联合用药临床试验

	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
TNBC	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

资料来源: 公司 2025 年年报

JS207 单药治疗晚期恶性肿瘤显示出有前景的抗肿瘤活性和可控的安全性。根据 2025 ESMO Asia Poster, JS207 在 93 例实体瘤患者中进行了有效性评估。其中, PD-L1 阳性 NSCLC 1L 队列两个剂量组共 62 例疗效可评估患者, ORR 为 58.1% (cORR 51.6%), DCR 为 87.1%; 10 mg/kg (N=32) 和 15 mg/kg (N=30) 组 ORR 分别为 56.3% 和 60.0% (cORR 分别为 53.1% 和 50.0%), DCR 分别为 90.6% 和 83.3%。总体安全性方面, 最常见的 TRAEs 主要为蛋白尿、低白蛋白血症、高血压和贫血; 与其他剂量组相比, 10 mg/kg 剂量组 ≥3 级 TRAEs 发生率低。综合安全性、疗效和药效学标志物数据, II 期推荐剂量 (RP2D) 确定为 10mg/kg Q3W。

图11: JS207 单药治疗晚期恶性肿瘤显示出有前景的抗肿瘤活性和可控的安全性

Efficacy evaluable patients	Part A		Part B			
	N=21	NSCLC 10 mg/kg, N=32 *	NSCLC 15 mg/kg, N=30 *	Total NSCLC, N=62 *	HCC 15 mg/kg, N=3	RCC 15 mg/kg, N=7
Objective response rate (ORR), n (%)	2 (9.5)	18 (56.3)	18 (60.0)	36 (58.1)	2 (66.7)	2 (28.6)
95% CI	1.2, 30.4	37.7, 73.6	40.6, 77.3	44.8, 70.5	9.4, 99.2	3.7, 71.0
Confirmed ORR, n (%)	2 (9.5)	17 (53.1)	15 (50.0)	32 (51.6)	2 (66.7)	1 (14.3)
95% CI	1.2, 30.4	34.7, 70.9	31.3, 68.7	38.6, 64.5	9.4, 99.2	0.4, 57.9
Disease control rate (DCR), n (%)	11 (52.4)	29 (90.6)	25 (83.3)	54 (87.1)	3 (100)	6 (85.7)
95% CI	29.8, 74.3	75.0, 98.0	65.3, 94.4	76.1, 94.3	29.2, 100	42.1, 99.6

资料来源: 2025 ESMO Asia Poster

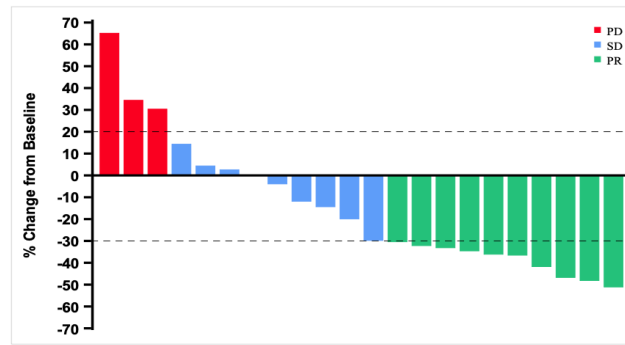
表2: JS207 单药治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 患者早期数据优异

公司	MSD	荣昌生物	君实生物	三生制药	普米斯	康方生物		
靶点	PD-1	PD-(L)1/VEGF						
药物	帕博利珠单抗	RC148	JS207	SSGJ-707	普密妥米单抗	依沃西单抗		
剂量组	200 mg Q3W	20 mg/kg Q3W	10mg/kg Q3W	10mg/kg Q3W	20 mg/kg Q2W	10/20/30mg Q3W	20mg Q3W	
患者人数	637 人	22 人	30 人	34 人	17 人	约小几十人	198 人	
sq 患者占比	38.0%	54.50%	41.90%	35.30%	0%	~50%	100%	
1L PD-L1 阳性 NSCLC	uORR	61.90%	56.30%	61.80%				
	cORR	27.30%	52.40%	53.10%	64.70%	47.10%	51.40%	50%
	PFS (6-month)		85.00%					
	mPFS	5.6m	NR (6.7-NR)			13.6 (6.8-NR)		11.14m (7.33-NE)
	HR	1.05						0.51
	mOS	16.4m				13.9 (10.2-NR)		

资料来源: Insight、开源证券研究所

JS207 联合 JS007(CTLA-4 单抗)一线治疗肝癌疗效数据惊艳。JS207 联合 JS007 早期联合数据惊艳亮相 2026 AACR, 接受 JS207 (10mg/kg Q3W) 联合 JS007 (3 mg/kg Q6W 两个周期, 之后 1mg/kg Q6W) 治疗的 26 例一线晚期肝癌患者中有 22 例进行了有效性评估, 患者 uORR 达到了 45.5%, DCR 为 86.4%。一线肝癌患者的标准疗法为 PD-(L)1 单抗联合 VEGF 或 CTLA-4 单抗, 公司 JS207 联合 JS007 实现了三重阻断, 患者高 ORR 及 DCR 率证明了早期疗效潜力, 有望为肝癌患者提供更优选择。在安全性方面, 26 例患者的三级以上 TRAE 为 19.2%, 因 TRAE 导致的停药率为 3.1%, 明显优于当前标准疗法。

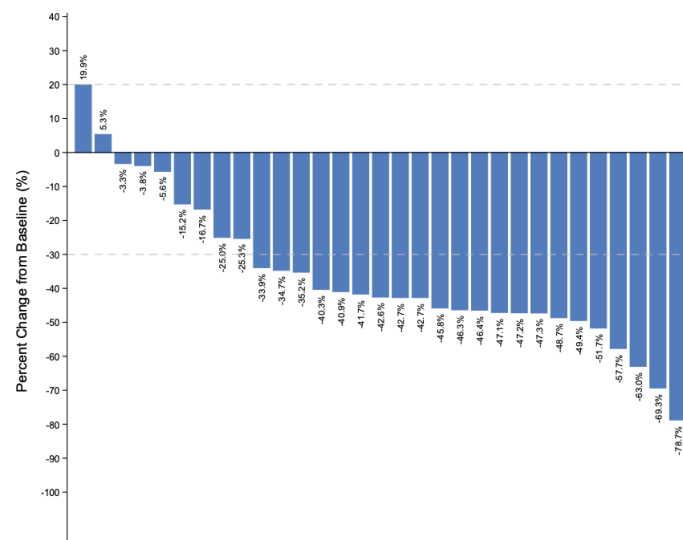
图12: JS207 联合 JS007 早期获得高 ORR 及 DCR 疗效



资料来源: 2026 AACR Poster

JS207 联合化疗一线治疗晚期结直肠癌患者的疗效及安全性数据具佳。JS207 联合双药化疗(XELOX)早期联合数据惊艳亮相 2026 AACR, 接受 JS207(10mg/kg Q3W)联合双药化疗治疗的 32 例一线晚期结直肠癌患者中有 31 例进行了有效性评估(因 1 例患者没有基线数据), 患者 uORR 达到了 71%, DCR 为 96.8%。在安全性方面, 32 例患者的三级以上 TRAE 为 40.6%, irAE 为 21.9%, 安全可控。JS207 联用两药化疗保证了患者安全用药的前提下实现了高缓解率, 显著优于当前标准疗法。

图13: JS207 联合化疗一线治疗 CRC 患者的 ORR 显著



资料来源: 2026 AACR Poster

2.2、JS212 (EGFR/HER3 ADC): 双抗 ADC 布局泛瘤种 “chemo-free” 疗法

JS212 是 EGFR 和 HER3 双特异性抗体偶联药物(ADC), 有望对泛肿瘤有效, 同时有望克服耐药性问题。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。此外, HER3 参与多种抗肿瘤药物(包括 EGFR 靶向药物和化疗等)的耐药性机制。与单一靶点 ADC 药物相比, JS212 能够通过 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。

JS212 在临床前评估中展现出优异且广谱的抗肿瘤活性，并具有良好的安全性和药代动力学特征。在 EGFR 占主导的 NCI-H1975 模型中，JS212 表现出显著的肿瘤生长抑制作用，单次给药 1.9 mg/kg 后，肿瘤生长抑制率 (TGI) 达 113%。相比之下；在 HER3 主导的 SW620 模型中，JS212 单次给药 1.3 mg/kg 即可使全部 5 只小鼠肿瘤完全消退；在奥西替尼耐药的 HCC827 模型中，JS212 的抗肿瘤活性也优于竞品。

截至 2026 年 3 月，全球有 8 款 EGFR/HER3 ADC 药物进入临床阶段。其中伦康依隆单抗进度最快，已申请上市。JS212 正处于临床 II 期阶段，在 8 款进入临床阶段的 EGFR/HER3 ADC 中进度靠前，具备明确先发优势。

表3：截至 2026 年 3 月，全球有 8 款 EGFR/HER3 ADC 药物进入临床阶段，JS212 进度靠前

药品成分	靶点	研发机构	项目全球最高状态	项目全球最高状态时间	项目中国内地最高状态	项目中国内地最高状态时间
伦康依隆单抗	EGFR HER3	百利天恒 百时美施贵宝	申请上市	2025-11-21	申请上市	2025-11-21
JS212	EGFR HER3	Anwita Biosciences 君实生物	临床 II 期	2025-12-24	临床 II 期	2025-12-24
BNT3212	EGFR HER3	普米斯	临床 I/II 期	2025-08-20	临床 I/II 期	2025-08-20
HDM2024	EGFR HER3	华东医药 中美华东	临床 I 期	2026-03-30	临床 I 期	2026-03-30
BL-B16D1	EGFR HER3	百利天恒	临床 I 期	2024-06-19	临床 I 期	2024-06-19
IBI3005	EGFR HER3	信达生物	临床 I 期	2024-05-16	临床 I 期	2024-05-16
PM1300	EGFR HER3	普米斯	批准临床	2025-06-20	批准临床	2025-06-20
DB-1418	EGFR HER3	映恩生物 Avenzo Therapeutics	临床 I/II 期	2025-06-26	批准临床	2025-11-12

资料来源：Insight、开源证券研究所

公司已开展 6 项 JS212 单药和联合用药临床试验。截至 2026 年 3 月，JS212 已确定 RP2D，且正积极开展联合 EGFR TKI、PD-1/VEGF 双抗、PD-1/IL-2 融合蛋白用于肺癌、结直肠癌、食管癌的多个早期临床试验。公司已在早期临床试验中观察到 JS212 单药对乳腺癌、食管癌和尿路上皮癌的疗效。JS212 有望在 2026 年启动首个关键注册临床研究，联合疗法的前线探索也在进行中。

表4：公司已开展 6 项 JS212 单药和联合用药临床试验（截至 2026 年 3 月）

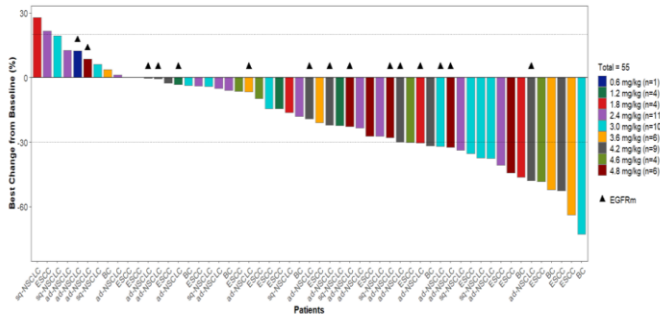
登记号/代号	适应症	试验药	目标入组人数	分期	地区	公示日期
NCT07518160	2L+ EGFR 突变非鳞状 NSCLC	JS111、JS212	35	II 期	中国内地	2026/4/3
NCT07503756	1L MSS/pMMR 结直肠癌	JS207、JS212、化疗	138	II 期	中国内地	2026/3/26
NCT07484724	1L 食管鳞癌	特瑞普利单抗、JS212	280	II 期	中国内地	2026/3/20
NCT07480733	实体瘤	特瑞普利单抗、JS207、JS213、JS212	480	II 期	中国内地	2026/3/18
NCT07309276	肺癌	特瑞普利单抗、JS207、JS213、JS212	864	II 期	中国内地	2025/12/24
NCT06888830	实体瘤	JS212	374	I / II 期	中国内地	2025/3/21

资料来源：Insight、开源证券研究所

JS212 在实体瘤中爬坡数据优异。根据 2026 AACR POSTER 最新数据，JS212 在 63 例经治实体瘤患者进行了 0.6-4.8mg/kg 的剂量爬坡试验，且在 4.8mg 剂量组未观察到 MTD。57 例患者经治疗后总体 ORR 为 33%，DCR 为 93%，三级以上 TRAE 为 31.7%，没有患者因 TRAE 导致的停药。JS212 在高剂量组中观察良好的治疗和安

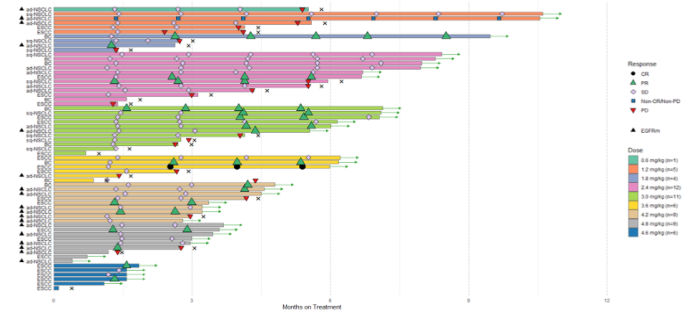
全性效果。在 ≥ 4.2 mg/kg 剂量组中, ORR 达 40.0%(8/20), 其中 4.2mg/kg 和 4.6mg/kg 剂量组的 ORR 分别高达 44.4%和 50.0%, DCR 均为 100.0%。值得一提的是, BC 和 ESCC 患者的 ORR 分别达 50.0%和 38.9%。

图14: 高剂量组下患者 ORR 响应率较高



资料来源: 2026 AACR Poster

图15: 患者可维持较持久治疗响应



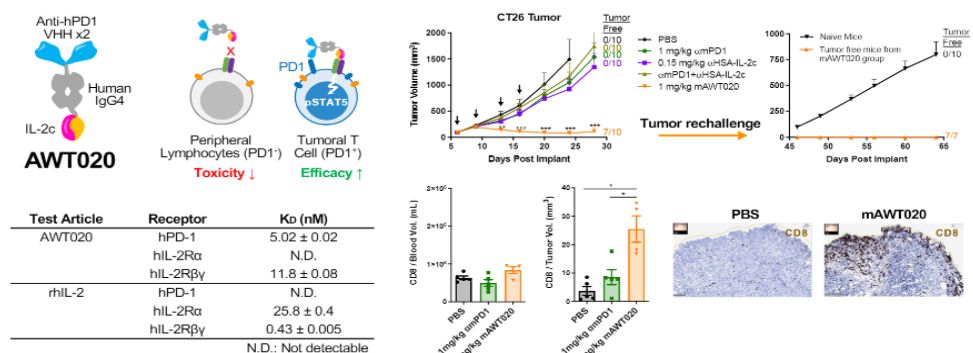
资料来源: 2026 AACR Poster

2.3、JS213(PD-1/IL-2 融合蛋白): 充分探索 IO 2.0, 全面布局免疫领域

JS213 是 PD-1 和白细胞介素-2 (IL-2) 双功能性抗体融合蛋白, 高效激活肿瘤免疫微环境, 增强抗肿瘤疗效。鉴于 PD-1 和 IL-2 在肿瘤微环境中的共表达, 该融合蛋白可在阻断 PD-1 通路的同时, 通过与 IL-2 受体结合选择性地启动 IL-2 信号通路, 从而增强抗肿瘤免疫反应。PD-(L)1 与 IL-2 的联合疗法已在多个瘤种中显示出潜在的有效性。与联合疗法相比, JS213 作为单一药物同时靶向 PD-1 和 IL-2 通路, 可能会更高效地激活肿瘤免疫微环境, 从而增强抗肿瘤活性。

临床前结果显示良好的疗效和安全性。JS213 优先刺激肿瘤浸润 CD8+T 细胞的扩增, 对外周血中 T 细胞和自然杀伤 (NK) 细胞影响较小, 在抗 PD-1 单抗敏感或耐药小鼠肿瘤模型中均显示出良好的疗效和安全性。

图16: JS213 (AWT020) 临床前结果显示良好的疗效和安全性



资料来源: 2025 AACR

截至 2026 年 4 月, 全球有 19 款 PD-(L)1/IL-2 双抗药物进入临床阶段, JS213 进度位于前列。进入临床阶段的 19 款 PD-(L)1/IL-2 双抗中, 多数处于临床早期阶段, 进度最快的 IBI363 已经进入全球注册 III 期临床阶段。公司 JS213 是唯一进入临床 II 期的药物, 目前已开展 4 项单药和联合用药临床试验。

表5: 截至 2026 年 3 月, 全球有 19 款 PD-(L)1/IL-2 双抗药物进入临床阶段, 其中多数处于临床早期

药品成分	靶点	研发机构	项目中国内地最高状态	项目中国内地最高状态时间	项目美国最高状态	项目美国最高状态时间
IBI363	IL2RA PD	信达生物 Fortvita 武田 (Licensee)	临床 III 期	2025-10-11	临床 III 期	2025-10-15
JS213	IL2/15Rβγc PD-1	Anwita Biosciences 君实生物 (Licensee)	临床 II 期	2025-12-24	临床前	2022-06-15
SAR445877	IL2/15Rβγc PD-1	赛诺菲 Kadmon Pharmaceuticals	申请临床	2026-04-03	临床 II 期	2025-08-21
Eciskafusp alfa	IL2/15Rβγc PD-1	罗氏	-	-	-	-
IAP0971	IL2/15Rβγc PD-1	盛禾 (中国) 生物	临床 I/II 期	2024-09-03	批准临床	-
ANV600	IL2/15Rβγc PD-1	Anaveon	-	-	临床 I/II 期	2024-06-24
REGN10597	IL2RA PD-1	再生元	-	-	临床 I/II 期	2024-05-14
SIM0237	IL2/15Rβγc PD-L1	先声药业 先声再明 先祥医药	临床 I/II 期	2023-12-18	临床 I 期	2023-02-14
IAP0971(皮下)	IL2/15Rβγc PD-1	盛禾 (中国) 生物	临床 I/II 期	2022-05-31	批准临床	-

资料来源: Insight、开源证券研究所

JS213 已完成剂量爬坡, 有望加速推进至全球注册临床。截至 2026 年 3 月, JS213 已完成实体瘤 I 期中的剂量爬坡, 且已确定 R2PD, 目前正在进行剂量拓展。公司已在 JS213 低剂量组中观察到了不同瘤种的疗效, 尤其 PD-1 免疫冷肿瘤患者中。未来公司有望优先开展胸腺癌、胸腺瘤、肾癌、尿路上皮癌等适应症的 II 期临床。并尽快推进全球注册临床。

表6: 公司已开展 4 项 JS213 单药和联合用药临床试验 (截至 2026 年 3 月)

登记号/代号	适应症	试验药	目标入组人数	分期	地区	公示日期	完成日期
NCT07480733 CTR20260962	实体瘤	特瑞普利单抗 JS207 JS213 JS212	480	II 期	中国内地	2026/3/18	2028-11-11 预计
NCT07309276 CTR20255022	肺癌	特瑞普利单抗 JS207 JS213 JS212	864	II 期	中国内地	2025/12/24	2028-11-11 预计
NCT06839105 CTR20250393	实体瘤	JS213	214	I 期	中国内地	2025/2/11	2028-04-30 预计
NCT06092580 AWT020-001	实体瘤	JS213	60	I 期	澳大利亚	2023/10/23	2026-09-30 预计

资料来源: Insight、开源证券研究所

2025 年 11 月, 在第 40 届癌症免疫治疗学会 (SITC) 年会上, JS213 以壁报形式披露了海外 I 期临床研究最新结果。截至 2025 年 6 月 19 日, 25 例患者接受了 0.3、0.6 和 1mg/kg 剂量的 JS213 治疗, 20 例疗效可评估患者中, ORR 为 35%, DCR 为 75%。JS213 安全性可控, 大多数 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%）。

3、核心管线加速兑现，多维构筑增长新引擎

3.1、特瑞普利单抗：国内首个国产 PD-1 单抗，为公司带来持续现金流

特瑞普利单抗为公司自主研发的中美首个成功上市的国产 PD-1 单抗，曾荣获“中国专利金奖”，药品销售收入持续增长，为公司提供稳定现金流。

中国市场：已于中国内地获批 13 项适应症并全部纳入国家医保目录，覆盖肺癌、鼻咽癌、食管癌、胃癌、乳腺癌、肝癌等多瘤种。特瑞普利单抗至今已在全球开展了覆盖超过 15 个适应症的 40 多项的临床研究。

海外市场：特瑞普利单抗（美国商品名：LOQTORZI®）已获得 FDA 批准 2 项适应症，覆盖晚期鼻咽癌全线治疗。首个在美国获批用于鼻咽癌治疗的药物，填补了美国鼻咽癌的治疗空白，NCCN 指南中复发/转移性鼻咽癌全线治疗的唯一首选药物。特瑞普利单抗（欧洲商品名：LOQTORZI®）获得欧盟委员会（EC）批准用于治疗两项适应症：鼻咽癌（NPC）和食管鳞癌（ESCC）的一线治疗。是欧洲唯一用于不限 PD-L1 表达的晚期或转移性食管鳞癌一线免疫治疗药物。公司持续积极探索更多国家/地区申报上市路径，在 10+ 个国家或地区上市申请审评中。

2026 年 3 月特瑞普利单抗注射液（皮下注射）(JS001sc) 涵盖特瑞普利单抗全部共 13 项适应症的上市许可申请已获得 NMPA 受理。截至 2026 年 3 月，全球有 4 款 PD-1/PD-L1 皮下注射剂获批上市，JS001sc 是首款进入上市申报阶段的国产抗 PD-1 单抗皮下制剂。纳武利尤单抗皮下注射剂于 12 月海外获批上市，2025 年销售额已突破 2.4 亿美金，获批即放量彰显 PD-1/PD-L1 皮下注射剂广阔市场空间。JS001sc 有望于 2027 年在中国获批上市，为公司业绩快速增长带来新动能。

表7：截至 2026 年 3 月，全球有 4 款 PD-1/PD-L1 皮下注射剂获批上市

药品成分	靶点	研发机构	项目中国内地最高状态	对应时间	项目美国最高状态	对应时间
帕博利珠单抗皮下注射	PD-1/皮下注射剂	默沙东	申请上市	2025-06-07	批准上市	2025-09-19
		Halozyne				
纳武利尤单抗皮下注射	PD-1/皮下注射剂	Therapeutics 百时美施贵宝	-	-	批准上市	2024-12-27
		罗氏				
阿替利珠单抗皮下注射	PD-L1/皮下注射剂	基因泰克 Halozyne Therapeutics	批准上市	2025-11-12	批准上市	2024-09-12
		思路迪医药				
恩沃利单抗	PD-L1/皮下注射剂	康宁杰瑞 格兰马克 先声药业	批准上市	2021-11-24	临床 II 期	2020-07-21

资料来源：Insight、开源证券研究所

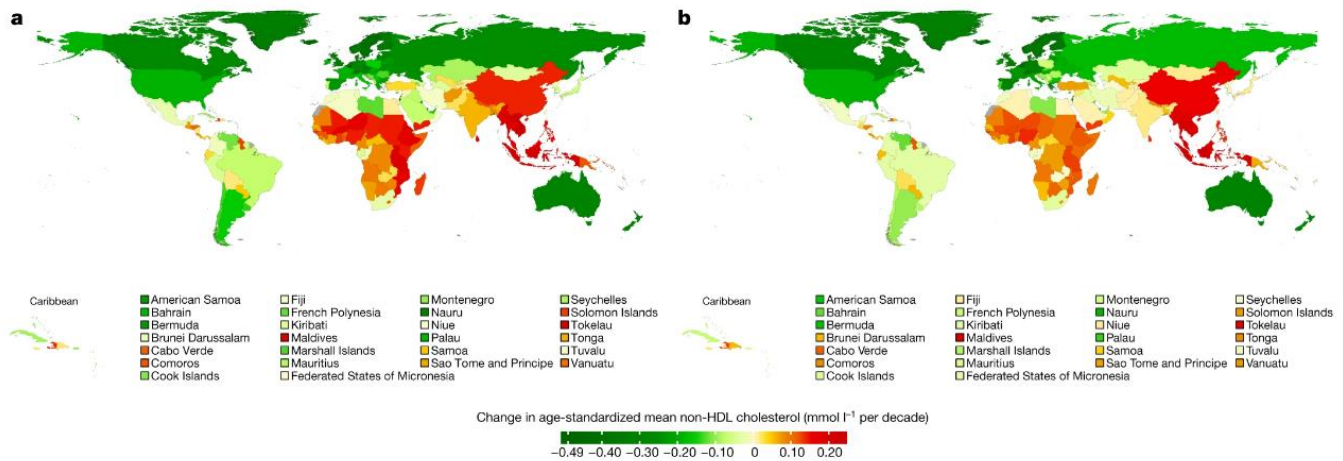
3.2、昂戈瑞西单抗（PCSK9 抑制剂）：市场空间广阔，医保后有望放量

昂戈瑞西单抗(君适达®)是公司自主研发的重组人源化抗 PCSK9 单克隆抗体，已于 2024 年获批上市，且已进入国家医保目录。于 2024 年 10 月获 NMPA 批准上市，目前已在中国内地获批 3 项适应症，用于治疗：（1）混合型高脂血症；（2）杂

合子型家族性高胆固醇血症；(3) 非家族性高胆固醇血症。2025 年 12 月，君适达® 成功纳入国家医保目录。

血脂异常患病率全球高发，药物市场空间非常广。我国血脂异常患病率近年来一直维持在较高水平。2018 年全国调查结果显示，≥18 岁成人血脂异常总患病率为 35.6%，与 2015 年全国调查的血脂异常患病率相比依然有所上升；其中高 TC 血症（TC≥6.2 mmol/L）患病率的增加最为明显。与 2015 年的数据相比，2018 年高 TC 血症年龄标准化患病率增高近 1 倍（从 4.9%增至 8.2%）。高 LDL-C 血症患病率也持续上升，2018 年≥18 岁成人 LDL-C≥4.1mmol/L 的比例为 8.0%，而 2010 年和 2015 年≥18 岁成人 LDL-C≥4.1mmol/L 的比例分别为 5.6%和 7.2%。同时，据 Nature 发表的《Repositioning of the global epicentre of non-optimal cholesterol》统计分析发现，1980-2018 年间，全球 TC 水平变化不明显，但东亚地区的 TC 水平受非高密度脂蛋白胆固醇 (non-HDL-C) 的增加而增加，其中我国的 non-HDL-C 水平存在明显升高。

图17：1980-2018 年中国女性和男性年龄标准化平均非高密度脂蛋白胆固醇明显升高



资料来源：《Repositioning of the global epicentre of non-optimal cholesterol》(2020)、开源证券研究所（注：a 图为女性群体，b 图为男性群体）

PCSK9 抑制剂已经成为治疗高 TC 血脂患者的最终手段。根据血脂管理指南中降脂达标策略推荐顺序，当患者接受中等强度他汀类药物联合胆固醇吸收抑制剂 LDL-C 仍不能达标、基线 LDL-C 水平较高且预计他汀类药物联合胆固醇吸收抑制剂难以达标的、以及不能耐受他汀类药物，可使用 PCSK9 抑制剂或 PCSK9 抑制剂联合方案。可见，PCSK9 抑制剂已经成为治疗高 TC 血脂患者的最终手段。

中国已获批 7 款 PCSK9 抑制剂，其中四款为国产新药。截至 2026 年 3 月，中国共获批了 7 款 PCSK9 抑制剂（一款为 PCSK siRNA），其中四款为我国产创新药。公司昂戈瑞西单抗是我国第三款获批上市的国产 PCSK9 抑制剂，也是新版目录中唯一用于他汀不耐受人群的国产 PCSK9 靶点药物。

表8: PCSK9 抑制剂或成为降脂达标策略推荐的终极手段

药物	研发机构	靶点	成分类别	中国状态	获批/公示时间	海外状态	获批/公示时间
依洛尤单抗	安进 安斯泰来	PCSK9	单抗	批准上市	2018-07-31	美国批准上市	2015-08-27
						欧盟批准上市	2015-07-17
						日本批准上市	2016-01-22
阿利西尤单抗	再生元 赛诺菲	PCSK9	单抗	批准上市	2019-12-26	美国批准上市	2015-07-24
						欧盟批准上市	2015-09-23
						日本批准上市	2016-07-04
英克司兰钠	诺华制药	PCSK9	siRNA	批准上市	2023-08-22	美国批准上市	2021-12-22
						欧盟批准上市	2020-12-09
						日本批准上市	2023-09-25
托莱西单抗	信达生物	PCSK9	单抗	批准上市	2023-08-15	/	/
伊努西单抗	康方生物	PCSK9	单抗	批准上市	2024-09-26	/	/
昂戈瑞西单抗	君实生物	PCSK9	单抗	批准上市	2024-10-09	/	/
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	单抗	批准上市	2025-01-08	/	/

资料来源: Insight、开源证券研究所

昂戈瑞西单抗的显著降脂作用已在多项 III 期临床研究中证明。昂戈瑞西单抗实验结果两次荣登欧洲动脉粥样硬化化学会 (EAS) 的官方杂志——《动脉粥样硬化》(Atherosclerosis)。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优异, 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。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。

表9: 昂戈瑞西单抗在耐受及不耐受他汀类药物的中国患者中均具有良好疗效

药物	靶点	成分类别	公司	关键临床	干预组	用法	患者人数	LDL-C
昂戈瑞西单抗	PCSK9	单抗	君实生物	中国 III 期	昂戈瑞西单抗	Q2W	-	-71.1% (12weeks)
					托莱西单抗	Q4W	201	-68.9% (12weeks)
托莱西单抗	PCSK9	单抗	信达生物	中国 III 期	安慰剂	-	98	-5.8% (12weeks)
					阿利西尤单抗	Q2W	407	-56.0% (24weeks)
阿利西尤单抗	PCSK9	单抗	再生元 赛诺菲	全球 III 期	依折麦布	-	208	-20.3% (24weeks)
					依洛尤单抗	Q2W	325	-74.9% (vs placebo) (12weeks)
依洛尤单抗	PCSK9	单抗	安进 安斯泰来	全球 III 期	阿托伐他汀	QM	332	-71.8% (vs placebo) (12weeks)

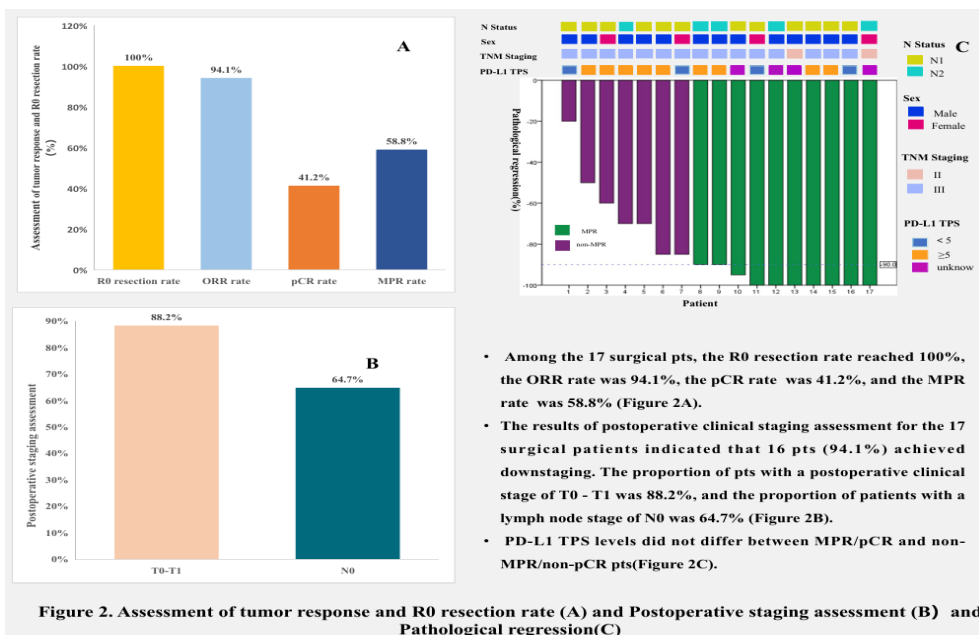
资料来源: Insight、信达生物官网、Wiley、开源证券研究所

3.3、Tifcemalimab (TAB004/JS004): 全球首个 FIH 的 BTLA 单抗

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。BTLA 在 T 和 B 淋巴细胞以及树突状细胞亚群上表达。HVEM 是在造血系统中广泛表达的肿瘤坏死因子(TNF 受体), 被确定为 BTLA 的配体。Tifcemalimab 通过结合 BTLA, 阻断 HVEM-BTLA 的相互作用, 从而阻断 BTLA 介导的抑制性信号通路, 最终达到启动肿瘤特异淋巴细胞的作用。

Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗用于多种实体瘤数据显示出良好的安全性和令人鼓舞的疗效, 针对小细胞肺癌维持/巩固治疗已进入关键 III 期临床, 有望于 2027 年读出关键数据。Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗在肺癌、复发/难治性淋巴瘤以及多线治疗失败的免疫难治性晚期实体瘤患者中均显示出良好的安全性和令人鼓舞的疗效。其中, 用于可切除局部晚期胸段食管鳞癌围手术期治疗的初步结果在 ESMO 年会上首次公布。客观缓解率 (ORR) 达 94.1%, 所有患者均实现 R0 切除, 病理完全缓解 (pCR) 率为 41.2%, 主要病理缓解 (MPR) 率为 58.8%, 有望为该类患者带来一种极具潜力的围手术期治疗新方案。Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗治疗小细胞肺癌进度最快, 其全球 III 期研究有望 2026 年完成所有患者入组, 关键数据有望于 2027 年披露。

图18: Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗 ESCC 围手术期显疗效, 亮相 2025 ESMO



资料来源: 2025 ESMO Poster

3.4、JS107 (Claudin18.2 ADC): 胃癌 III 期临床加速开展

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 (Monomethylauristatin E) 的抗体偶联药物 (ADC)。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。

JS107 已进入注册 III 期临床研究阶段，首个 III 期临床有望于 2027 年完成患者入组。JS107 已针对 2L 及后线晚期/转移期 HER2 阴性、CLDN 18.2 阳性胃癌患者开展 III 期注册临床，目前进展顺利，有望 2027 年完成全部患者入组。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早期数据优异，公司有望于近期开展 III 期临床研究。

2025 年 12 月，JS107 联合特瑞普利单抗和化疗一线治疗晚期胃或胃食管结合部腺癌的早期数据显示高缓解率。根据 2025 年 ESMO Asia 数据，对于 Claudin18.2 高表达晚期胃或胃食管结合部腺癌患者，JS107 联合特瑞普利单抗+XELOX 一线治疗显示出显著的抗肿瘤疗效，ORR 达 86.7%，DCR 为 100%，中位 PFS 达 11.14 个月，实现了较高的缓解率和潜在生存改善，同时安全性可控。此外，与 JS107 2mg/kg+100%XELOX 方案相比，推荐剂量组（即 2mg/kg+75%XELOX 剂量组）的疗效获益趋势更加显著，ORR 达到 87.5%，中位 PFS 尚未达到，6 个月 PFS 率达到 85.9%。

图19：JS107 联合特瑞普利单抗和化疗 1L 临床数据入选 2025 ESMO Asia

	ORR, n (% , 95% CI)	DCR, n (% , 95% CI)
CLDN18.2-positive G/GEJA		
2 mg/kg + 100% XELOX (N=12)	10 (83.3%, 42.8-94.5)	12 (100%, 61.5-100.0)
2 mg/kg + 75% XELOX (N=27)	23 (85.2%, 61.9-93.7)	27 (100%, 87.2-100.0)
Other* (N=6)	3 (50.0%, 11.8-88.2)	5 (83.3%, 35.9-99.6)
Total (N=45)	36 (80.0%, 60.5-87.1)	44 (97.8%, 84.9-99.9)
CLDN18.2-high G/GEJA		
2 mg/kg + 100% XELOX (N=4)	3 (75.0%, 22.3-95.7)	4 (100%, 35.9-100.0)
2 mg/kg + 75% XELOX (N=24)	21 (87.5%, 61.9-93.7)	24 (100%, 87.2-100.0)
Other* (N=2)	2 (100%, 29.2-100.0)	2 (100%, 29.2-100.0)
Total (N=30)	26 (86.7%, 58.1-94.6)	30 (100%, 83.9-100)

资料来源：2025 ESMO Asia

3.5、JS203 (CD20 /CD3 双抗)：2026 年有望进入注册临床阶段

JS203 为公司自主研发的重组人源化抗 CD20 和 CD3 双特异性抗体。CD20 属于 B 淋巴细胞限制性分化抗原，是 B 细胞淋巴瘤最成功的治疗靶点之一。CD3 是 T 细胞表面的重要标志，通过 CD3 介导 T 细胞特异性攻击肿瘤细胞，是 T 细胞导向的双特异性抗体的主要作用机制。JS203 由抗 CD20 段和抗 CD3 段组成，通过对淋巴瘤细胞（结合 CD20）和 T 细胞（结合 CD3）的联结和活化，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。JS203 已针对多种血液瘤开展临床探索，注册临床试验有望于 2026 年启动。

JS203 用于复发或难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤患者的 I 期临床研究观察到良好的疗效和安全性。根据 2025 AACR POSTER，在接受 JS203 30mg 治疗的弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 患者中，ORR 达 80%，完全缓解率 (CRR) 为 40%。由于随访时间有限，中位缓解持续时间 (DoR) 尚未达到，展示了 JS203 用于 CD20 阳性复发或难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤患者的治疗潜力，有望为恶性淋巴瘤患者提供一种潜在的治疗新选择。

4、盈利预测与投资建议

公司目前仍处于亏损阶段，因此我们采用 DCF 估值方法。通过 Wind BETA 计算器计算得公司调整后 beta 为 0.35，无风险收益率取 2.5%（中国 10 年期国债收益率），有效税率假设为 15%，经计算加权平均资本成本 WACC 为 4.5%。假设永续增长率 3.0%，下图为 FCFF 估值敏感性测试。

表10: FCFF 估值敏感性测试表

单位: 亿元	WACC						
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
2.0%	2347	1107	690	481	357	274	215
2.5%	122310	2244	1058	658	459	339	260
永续增长率	3.0%	-2549	117067	2146	1010	628	437
	3.5%	-1288	-2443	112073	2052	965	599
	4.0%	-873	-1235	-2341	107313	1963	922

资料来源: 开源证券研究所

公司目前已有部分产品步入商业化阶段，实现了销售收入，故选用 P/S 作为相对估值计算方法。我们选取了部分 A 股创新药公司（已有产品进入商业化阶段）作为可比公司，对应的 2026E、2027E、2028E 的 PS 平均值分别为 12.56X、12.22X、9.91X。我们预计公司 2026-2028 年收入为 33.32、43.66 和 54.94 亿元，对应 PS 为 13.09X、10.07X、7.745X。与可比公司的 PS 平均值相比，公司估值处于较低水平。我们长期看好公司凭借“二代 IO 前瞻布局+联合疗法协同优势+核心单品全球商业化”成为肿瘤免疫治疗领域核心参与者，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值情况

可比公司名称	代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (X)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
百济神州	688235.SH	4,131	453.14	547.65	627.61	9.12	7.54	6.58
艾力斯	688578.SH	428	67.28	79.13	90.74	6.35	5.40	4.71
荣昌生物	688331.SH	686	67.35	47.61	56.94	10.19	14.41	12.05
三生国健	688336.SH	447	18.18	20.76	27.42	24.57	21.51	16.29
						12.56	12.22	9.91
君实生物	688180.SH	425	32.48	42.22	54.89	13.09	10.07	7.75

资料来源: Wind、开源证券研究所（除君实生物外，以上公司数据来源于 Wind 一致预测。以 2026 年 5 月 12 日市值计算。）

5、风险提示

药物临床研发失败: 创新药研发具有较大不确定性，II 期临床、III 期临床以及 NDA 申报阶段都有失败的风险；

药物安全性风险: 药物本身可能存在潜在不良反应，部分安全性问题无法通过临床试验观测到，可能会在药品上市多年后才出现；

核心成员流失: 创新药研发是一类高风险、高投入的项目，比较依赖核心研发管理团队的能力，存在核心成员流失的风险。

行业竞争格局恶化: 自免类疾病已有多款创新药获批上市，在研管线数量众多，

未来可能会出现疗效与安全性更好的竞品。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4284	4458	4367	5719	7022
现金	2502	2615	3399	4419	5744
应收票据及应收账款	510	507	0	0	0
其他应收款	36	2	48	17	67
预付账款	200	144	303	278	477
存货	584	573	0	388	116
其他流动资产	451	617	617	617	617
非流动资产	6498	7925	9373	11299	13649
长期投资	223	508	722	935	1147
固定资产	2281	2221	3408	4860	6551
无形资产	521	560	607	645	684
其他非流动资产	3472	4636	4637	4859	5268
资产总计	10782	12382	13740	17018	20672
流动负债	2494	2778	4448	7397	10011
短期借款	678	603	3514	6323	8804
应付票据及应付账款	1233	1143	0	0	0
其他流动负债	583	1032	935	1074	1207
非流动负债	2356	3547	3285	3108	2965
长期借款	1980	2794	2532	2354	2211
其他非流动负债	376	754	754	754	754
负债合计	4850	6326	7734	10505	12976
少数股东权益	72	26	21	72	190
股本	986	1027	1027	1027	1027
资本公积	15407	16417	16417	16417	16417
留存收益	-10341	-11216	-11266	-10760	-9577
归属母公司股东权益	5860	6030	5985	6441	7506
负债和股东权益	10782	12382	13740	17018	20672

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-1434	-520	182	1031	2336
净利润	-1380	-1009	-50	507	1183
折旧摊销	288	284	316	468	666
财务费用	-0	65	186	325	447
投资损失	24	106	24	20	44
营运资金变动	-520	-76	-309	-311	-2
其他经营现金流	155	110	15	23	-0
投资活动现金流	-893	-1581	-1801	-2433	-3053
资本支出	691	768	1551	2181	2804
长期投资	-257	-847	-214	-214	-211
其他投资现金流	55	34	-37	-39	-37
筹资活动现金流	1023	2229	-507	-388	-439
短期借款	226	-75	2910	2810	2481
长期借款	784	814	-262	-177	-143
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	12	1011	0	0	0
其他筹资现金流	2	438	-3155	-3021	-2777
现金净增加额	-1291	107	-2126	-1790	-1155

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1948	2498	3248	4222	5489
营业成本	411	467	120	156	203
营业税金及附加	22	23	30	39	51
营业费用	985	1053	1088	1133	1218
管理费用	523	494	482	478	494
研发费用	1275	1342	1387	1486	1688
财务费用	-0	65	186	325	447
资产减值损失	-88	-98	0	0	0
其他收益	56	55	48	52	53
公允价值变动收益	-48	57	-37	-44	-18
投资净收益	-24	-106	-24	-20	-44
资产处置收益	13	35	25	26	25
营业利润	-1339	-999	-36	614	1398
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	21	25	24	27	24
利润总额	-1358	-1023	-58	589	1375
所得税	23	-14	-8	82	193
净利润	-1380	-1009	-50	507	1183
少数股东损益	-99	-134	-5	51	118
归属母公司净利润	-1281	-875	-45	456	1065
EBITDA	-973	-597	380	1319	2423
EPS(元)	-1.25	-0.85	-0.04	0.44	1.04

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	28.2	30.0	30.0	30.0
营业利润(%)	45.5	25.3	96.4	1786.6	127.8
归属于母公司净利润(%)	43.9	31.7	94.8	1103.1	133.5
获利能力					
毛利率(%)	78.9	81.3	96.3	96.3	96.3
净利率(%)	-65.7	-35.0	-1.4	10.8	19.4
ROE(%)	-23.3	-16.7	-0.8	7.8	15.4
ROIC(%)	-14.1	-8.0	0.4	4.4	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	51.1	56.3	61.7	62.8
净负债比率(%)	12.5	35.8	66.2	87.6	89.2
流动比率	1.7	1.6	1.0	0.8	0.7
速动比率	1.4	1.3	0.9	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.9	4.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.3	0.4	0.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.25	-0.85	-0.04	0.44	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.40	-0.51	0.18	1.00	2.28
每股净资产(最新摊薄)	5.71	5.87	5.83	6.27	7.31
估值比率					
P/E	-33.2	-48.6	-935.4	93.2	39.9
P/B	7.3	7.1	7.1	6.6	5.7
EV/EBITDA	-44.1	-73.9	120.8	36.2	20.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数（北交所基准指数为北证50指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn