



君实生物 (688180.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

公司业绩拐点已至, IO 联合 ADC 构

筑价值壁垒

投资逻辑

公司业绩拐点已确立, 盈亏平衡渐近。2025 年药品销售收入 23.01 亿元(+40%), 核心产品特瑞普利单抗国内贡献 20.68 亿元(+38%), 并且在美国市场是首个获批国产 PD1 单抗 25 年销售 4080 万美元(+114%); 25 年剔除股权激励费用 (0.76 亿元), 归母净亏损为 7.99 亿元, 研发费用率与销售费用率持续优化, 27 年有望扭亏。JS001sc 作为首款国产 PD-1 皮下制剂, 预计 27 年获批。公司已构建起国内医保放量与海外高定价策略的双轮驱动收入结构, 短期业绩确定性扎实; 中长期维度, 公司在 PD-1/VEGF 双抗 (JS207)、EGFR/HER3 双抗 ADC(JS212)及 PD-1/IL-2 双功能融合蛋白(JS213)等下一代肿瘤免疫热门赛道均已实现深度布局, 核心资产进度均处于全球前列。

JS207 联合 JS212 具备分子结构差异化优势与 BD 潜力, 构筑中长期价值壁垒。 JS207 采用 Fab 结构实现亲和力和代差领先, 低剂量高效且安全性优; JS212 作为全球进度第二的 EGFR/HER3 双抗 ADC, 疗效与同类竞品可比并具备安全性优势, 已与 JS207 启动联合用药; JS213 通过 PD-1 依赖性 IL-2 条件性激活规避外周毒性, 在 PD-1 经治失败人群中 ORR 达 35%, 进度全球第二。MNC 大额交易已充分验证上述靶点商业价值, 公司三大资产均处于全球进度前列且具备 BD 潜力。

2026 年起公司进入催化剂密集兑现期, 短中长期增长动能明确。

短期看, 君适达作为唯一针对他汀不耐受人群的国产 PCSK9 抑制剂于 2026 年 1 月正式执行医保, 有望快速放量; IL-17A 抑制剂银屑病 NDA 已获受理, 标志公司切入自身免疫赛道。中长期看, 全球首创 BTLA 抑制剂 III 期研究预计年内完成入组, CD3/CD20 双抗 JS203 及 Claudin18.2 ADC JS107 均将启动关键注册 III 期, 确保未来 1-3 年持续有新产品申报上市, 形成梯队化的价值释放节奏。

盈利预测、估值和评级

我们预测 2026/2027/2028 年公司营业收入 33.44/43.74/51.84 亿元, 同比+33.84%/+30.80%/+18.53%, 归母净利润-4.97/+0.05/+4.41 亿元, 同比-43.18%/N.A./+9355.11%。采用 DCF 估值法, 给予目标价 53.00 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

药品销售不及预期; 临床试验进展不及预期; 临床数据不及预期

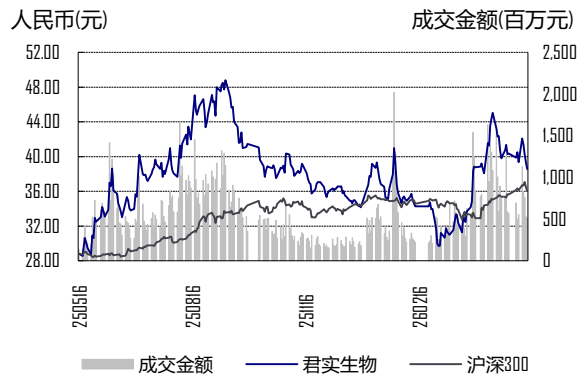
医药组

分析师: 甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 38.55 元

目标价 (人民币): 53.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,948	2,498	3,344	4,374	5,184
营业收入增长率	29.67%	28.23%	33.84%	30.80%	18.53%
归母净利润(百万元)	-1,281	-875	-497	5	441
归母净利润增长率	-43.90%	-31.68%	-43.18%	N/A	9355.11%
摊薄每股收益(元)	-1.300	-0.852	-0.484	0.005	0.429
每股经营性现金流净额	-1.45	-0.51	-0.43	0.30	0.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	-21.86%	-14.51%	-8.99%	0.08%	7.37%
P/E	-21.03	-40.07	-82.32	8,783.31	92.89
P/B	4.60	5.82	7.40	7.39	6.85

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

业绩拐点确立叠加催化剂密集落地，IO 2.0 联合 ADC 2.0 构筑价值壁垒	4
预期差一：特瑞普利单抗是否在 PD-1 红海中触及收入天花板？	5
预期差二：JS207、JS212 和 JS213 新一代资产是否为进度落后的无效跟随者？	8
盈利预测与估值	18
关键假设：	18
估值：	19
风险提示	20

图表目录

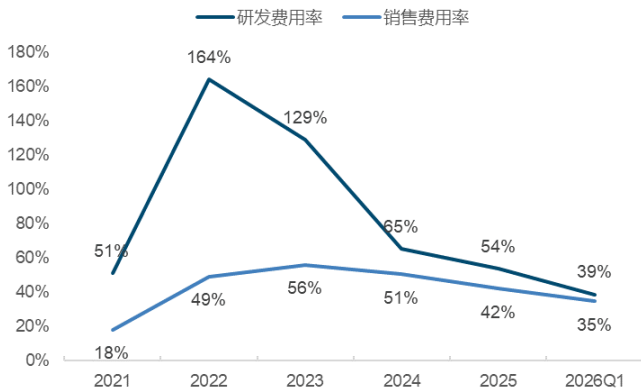
图表 1： 研发管线：进入临床研发阶段重点推进的项目	4
图表 2： 业绩触底回升，内生增长驱动价值重塑	4
图表 3： 减亏趋势确立，盈利拐点渐近	4
图表 4： 费用结构优化，经营效率提升	5
图表 5： 现金消耗趋缓，财务安全边际充足	5
图表 6： 今年公司迎来催化剂密集落地	5
图表 7： 特瑞普利单抗 12 项适应症纳入医保，同步实现 FDA 批准上市	6
图表 8： 特瑞普利单抗持续放量且增长态势稳固	6
图表 9： 美国市场 LOQTORZI 销售收入步入快速放量期	6
图表 10： LOQTORZI 美国市场需求端增长强劲	7
图表 11： 海外高价值策略兑现特瑞普利单抗盈利弹性	7
图表 12： 特瑞普利单抗覆盖 80 余国，欧美及新兴市场多极并进打开海外增量空间	7
图表 13： Fab 结构亲和力领先 AK112 一个数量级，JS207 是 PD-1/VEGF 双抗赛道稀缺的未充分定价核心资产	8
图表 14： 全球 PD (L) 1/VEGF 双抗中美双报临床进展	9
图表 15： 1L NSCLC PD1/VEGF 双抗临床数据对比	10
图表 16： 1L mCRC PD1/VEGF 双抗临床数据对比	11
图表 17： PD- (L) 1/VEGF 双抗 BD 交易规模与密度显著提升	12
图表 18： JS212 临床前数据优于 BL-B01D1，低剂量实现肿瘤消退并克服多重耐药	13
图表 19： 全球 EGFR/HER3 双抗 ADC 中美双报临床进展	13
图表 20： FIH 数据验证 JS212 疗效可比 BL-B01D1，以显著低毒性构建更优治疗窗	14
图表 21： JS212 ESCC 早期疗效可比 BL-B01D1	14
图表 22： EGFR/HER3 双抗 ADC 赛道 BD 价值获历史性验证	15
图表 23： 肿瘤免疫治疗进入第四代创新周期	15



图表 24: JS207 的核心差异化竞争力在于其与自有 JS212 的深度管线协同	16
图表 25: S213: PD-1 依赖性 IL-2 顺式激活机制, 重构肿瘤免疫治疗精准性与安全性	16
图表 26: JS213 条件性激活彻底规避外周毒性	17
图表 27: IBI363 以 PD-1 阻断联合 IL-2 α 选择性激活	17
图表 28: 全球 PD(L)1/IL-2 中美双报临床进展	18
图表 29: 公司未来 10 年核心产品收入预测	19
图表 30: 公司未来 3 年费用预测	19
图表 31: WACC 计算	19
图表 32: 公司 DCF 估值	20
图表 33: 敏感性分析	20

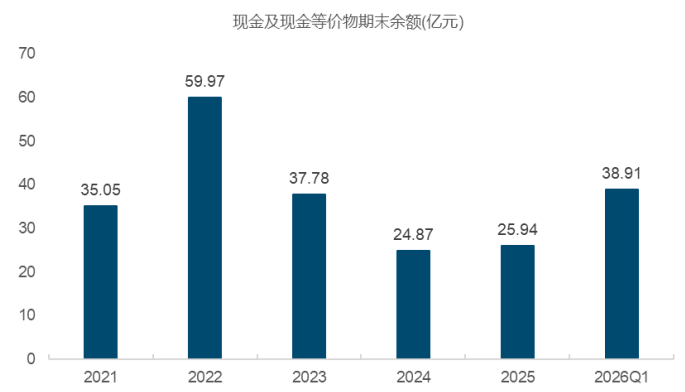


图表4: 费用结构优化, 经营效率提升



来源: ifind, 国金证券研究所

图表5: 现金消耗趋缓, 财务安全边际充足



来源: ifind, 国金证券研究所

今年公司迎来催化剂密集落地, 有望加速实现商业化盈利与估值体系重构。短期来看, 核心产品君适达 (JS002, PCSK9 抑制剂) 于 2026 年 1 月正式执行国家医保目录 (乙类), 作为唯一针对他汀不耐受人群的国产药物有望快速放量, 同期特瑞普利单抗 (JS001) 联合维迪西妥单抗一线治疗尿路上皮癌 4 月获批上市, 成为第 13 项适应症, 持续巩固肿瘤免疫治疗优势; 监管批准层面, 首款国产 PD-1 皮下注射剂型 JS001sc 于 2026 年 3 月获 NMPA 受理 12 项适应症上市申请, 预计 2027 年获批后将显著改善患者依从性并重塑市场格局, 同时 IL-17A 抑制剂 (偌考奇拜单抗) 针对银屑病的 NDA 已获受理, 标志公司正式切入高增长的自身免疫赛道; 中长期维度, 全球首创 BTLA 抑制剂 Tifcemalimab 联合疗法用于局限期小细胞肺癌巩固治疗的 III 期确证性研究 (JUSTAR-001) 预计 2026 年完成患者入组, 且 CD3/CD20 双抗 JS203 及 Claudin18.2 ADC (JS107) 均将于年内启动关键注册 III 期临床。此外, 我们认为公司早期资产中 PD1/VEGF 双抗 (JS207)、EGFR/HER3 双抗 ADC (JS212) 和 PD1/IL-2c (JS213) 存在潜在的 BD 合作机会。

图表6: 今年公司迎来催化剂密集落地

类别	药品名称	催化剂
商业化	JS001 (PD1)	2026年4月, 特瑞普利单抗联合抗体偶联药物维迪西妥单抗一线治疗尿路上皮癌获批上市, 有望快速放量
	JS002 (PCSK9)	2025年12月, JS001成功纳入国家医保目录乙类范围, 2026年1月1日起正式实施
监管批准	JS001sc (PD1)	2026年3月, 肿瘤治疗的12项适应症的上市申请已获得NMPA受理, 预期27年获批上市
	偌考奇拜单抗 (IL17)	2025年12月, 中度至重度斑块状银屑病NDA获得NMPA受理, 预期明年获批上市
临床试验	JS107 (Claudin18.2)联合特瑞普利单抗和XELOX	预期今年开展一线治疗Claudin18.2高表达晚期胃或胃食管结合部腺癌的III期临床
	Tifcemalimab (BTLA) 联合特瑞普利单抗	局限期小细胞肺癌(LS-SCLC)维持/巩固治疗III期临床(JUSTAR-001)预计2026年完成患者入组
	JS207 (PD1/VEGF双抗)、JS212 (EGFR/HER3双抗ADC)、JS203 (CD3/CD20)	2026年启动关键注册III期临床试验

来源: 公司公告, 国金证券研究所

预期差一: 特瑞普利单抗是否在 PD-1 红海中触及收入天花板?

➤ 我们认为: 市场低估了“皮下注射剂定价策略”对国内 PD-1 估值萎缩的对冲能力。

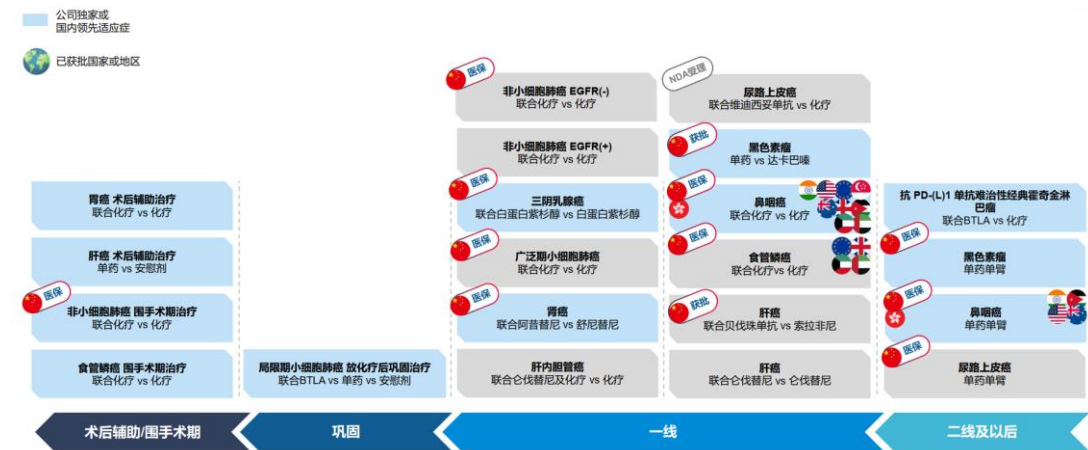
特瑞普利单抗: 首个获 FDA 批准上市并唯一同时获三大权威指南推荐的国产 PD-1 单抗。特瑞普利单抗是由公司自主研发的 PD-1 免疫检查点抑制剂, 作为中国首个成功上市 (2018 年 12 月) 的国产 PD-1 单抗及首个获得 FDA 批准上市 (2023 年 10 月) 的中国自主研发和生产的创新生物药。该产品已获得国内外二十余部权威诊疗指南的推荐与认可, 是目前唯一同时获中国临床肿瘤学会 (CSCO)、美国国家综合癌症网络 (NCCN) 及欧洲肿瘤内科学会 (ESMO) 三大顶级权威指南推荐的国产抗 PD-1 单抗, 并在 NCCN 指南中被列为复发/转移性鼻咽癌全线治疗的唯一首选药物, 全面覆盖鼻咽癌、头颈部肿瘤、非小细胞肺癌、小细胞肺癌、三阴性乳腺癌、食管癌、肝癌、胆道恶性肿瘤、结直肠癌、肾癌、尿路上皮癌及黑色素瘤等关键瘤种, 斩获多项 I 级推荐。

特瑞普利单抗全适应症纳入国家医保, 同步实现 FDA 批准上市并持续拓展新适应症。特



瑞普利单抗已在中国内地获批 12 项适应症并全部纳入国家医保目录，是目录中唯一适用于肾癌、三阴性乳腺癌及黑色素瘤治疗的抗 PD-1 单抗药物，这一全适应症医保覆盖建立了显著的差异化竞争优势与市场准入壁垒，显著降低患者支付负担并提升产品可及性。2025 年 8 月，特瑞普利单抗联合维迪西妥单抗一线治疗尿路上皮癌 NDA 获得受理，预期今年有望获批上市。同时，FDA 已批准其用于晚期鼻咽癌全线治疗的 2 项适应症（一线联合化疗及后线单药治疗），成为首个在美国获批用于该适应症的药物，填补了相关治疗空白并开辟了全新的海外市场空间。

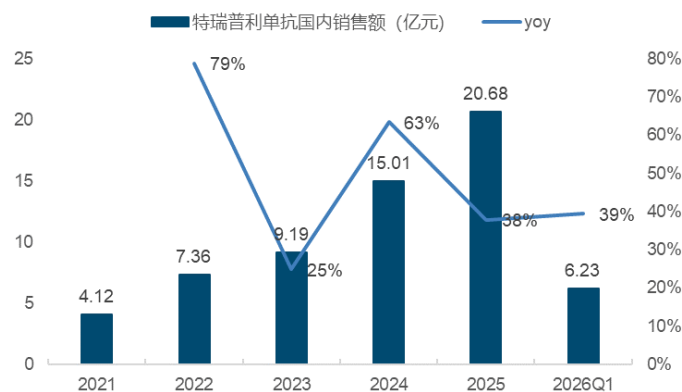
图表7：特瑞普利单抗 12 项适应症纳入医保，同步获批上市



来源：公司官网，国金证券研究所

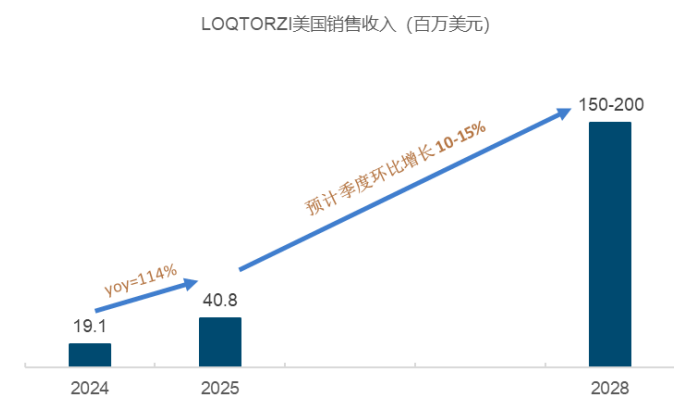
特瑞普利单抗为公司未来两至三年价值释放的核心资产与增长引擎。特瑞普利单抗是公司当前及未来两至三年内最关键的收入增长贡献者与盈利实现核心驱动。该产品 2025 年国内实现销售收入人民币 20.68 亿元，同比+38%，26 年 Q1 收入 6.23 亿元，同比+39%，增长势能明确且具备持续的现金流改善预期。2026 年 3 月，特瑞普利单抗皮下注射剂型（JS001sc）涵盖 JS001 所获批的全部 12 项适应症的上市许可申请已获得 NMPA 受理。JS001sc 是首款进入上市申报阶段的国产抗 PD-1 单抗皮下制剂，预计 2027 年获批上市并于 2028 年纳入国家医保目录，该剂型将显著提升用药便利性与患者依从性，有望进一步拓展市场份额并为公司提供新的增长引擎。随着已获批适应症在医保体系内的持续放量、皮下注射剂型的上市在即以及国际化商业化的稳步推进，该产品具备多维竞争优势，是支撑公司长期价值释放的核心资产。

图表8：特瑞普利单抗持续放量且增长态势稳固



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：美国市场 LOQTORZI 销售收入步入快速放量期



来源：Coherus 官网，国金证券研究所，注：公司获得 20% 的销售分成

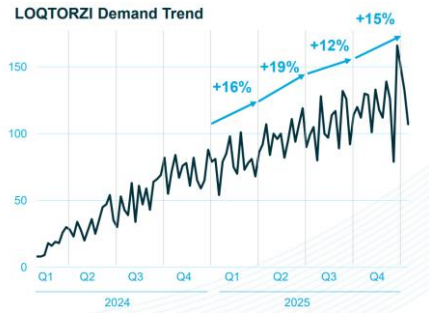
美国市场前景：临床标准地位确立驱动需求持续放量。自 2024 年 1 月在美国正式商业化以来，LOQTORZI（特瑞普利单抗）凭借显著的临床稀缺性迅速建立市场优势。作为首个获得 FDA 批准的中国自主研发 PD1 单抗，其不仅填补了美国鼻咽癌治疗领域的长期空白，更以 NCCN 指南中复发/转移性鼻咽癌全线治疗唯一首选药物的权威地位，确立了临床使用的标准疗法地位。2024 至 2025 年美国销售收入实现 114% 的同比增长（从 1910 万美元增至 4080 万美元），且季度需求增速维持在 10%-15% 的高位（2025 年 Q1-Q4 环比增速分别为



+16%、+19%、+12%、+15%)。随着一线联合化疗及二线单药治疗双适应症的全线覆盖，预计该产品将延续强劲渗透态势，至2028年美国销售收入有望达到1.5-2亿美元规模，成为公司海外收入的核心增长引擎(公司可获得20%销售分成)。

临床不可替代性支撑高价值定价，美国市场贡献重要盈利弹性。特瑞普利单抗在美国市场执行了与中国本土显著差异化的高价值定价策略，一瓶单价为8892.03美元，较国内定价1884.86元实现超30倍的价格溢价，充分兑现了创新生物药在成熟市场的定价权。这一定价基础源于其在美国市场的不可替代性：作为FDA批准的首个且当前唯一的鼻咽癌治疗药物，加之NCCN指南的唯一首选推荐地位，使其在缺乏竞品的环境中拥有极强的议价能力。

图表10: LOQTORZI 美国市场需求端增长强劲



来源: Coherus 官网, 国金证券研究所

图表11: 海外高价值策略兑现特瑞普利单抗盈利弹性

市场	规格	用药频次	单价	与中国药价相比
美国	240mg/瓶	Q3W	\$8,892.03	34x
中国	240mg/瓶	Q3W	¥1,884.86	1x

来源: Coherus 官网, insight, 国金证券研究所, 注 1USD=7.2CNY

欧盟市场准入打开欧洲高价值增量空间，鼻咽癌与食管鳞癌双适应症填补临床空白。继2023年美国FDA获批后，特瑞普利单抗于2024年9月获得欧盟委员会(EC)批准，标志着其商业化正式切入具有高支付能力的欧洲市场。此次获批覆盖欧盟全部27个成员国及冰岛、挪威、列支敦士登，并一次性纳入两项核心适应症：不仅成为欧洲首个且目前唯一的鼻咽癌治疗药物，填补了该疾病领域长期的临床空白，更以欧洲唯一不限PD-L1表达的晚期/转移性食管鳞癌一线免疫治疗药物的差异化定位，获得广泛的潜在患者人群覆盖。鉴于欧洲市场对创新肿瘤免疫疗法的高定价接受度及完善的医保支付体系，叠加鼻咽癌与食管鳞癌在亚洲及欧洲特定人群中的未满足临床需求显著，欧盟市场的获批将为特瑞普利单抗贡献可观的增量收入，并有望复制美国市场的高价值定价逻辑，成为驱动公司海外收入结构升级的重要增长引擎。

全球多区域上市申报并进，新兴市场有望成为国际化收入增量空间。除欧美成熟市场外，特瑞普利单抗的国际化布局已深入全球80多个国家和地区，通过与Dr. Reddy's(覆盖拉美、印度、澳洲等21国)、Hikma(中东及北非)、Rxilient(东南亚)及APOTEX(加拿大)等区域龙头建立商业化合作，形成了横跨北美、欧洲、亚太、中东、非洲及拉美的全球化销售网络。截至目前，产品已在超过40个国家和地区获批上市，另有巴西、哥伦比亚、南非、泰国、马来西亚等10余个新兴市场的上市申请正处于审评阶段。这些区域普遍存在肿瘤免疫治疗渗透率较低、临床需求旺盛且竞争格局相对宽松的特征，随着各合作伙伴积极推动当地医保准入及临床推广，特瑞普利单抗有望快速抢占市场份额。

图表12: 特瑞普利单抗覆盖80余国，欧美及新兴市场多极并进打开海外增量空间



特瑞普利单抗商业化网络布局80+个国家

合作伙伴	国家/地区
Coherus	美国
APOTEX	加拿大
Dr. Reddy's	21国 (拉美、印度、澳大利亚、新西兰、南美...)
Hikma	中东、北非
LEO	欧洲
Rxilient	东南亚 (除新加坡外)
AJM	巴基斯坦

来源: 公司官网, 国金证券研究所



预期差二：JS207、JS212 和 JS213 新一代资产是否为进度落后的无效跟随者？

- 我们认为：1) 市场低估了公司同时拥有 PD-1/VEGF 双抗 (JS207) 以及 EGFR/HER3 双抗 ADC (JS212) 资产所带来的联合用药临床推进优势。2) PD1/IL-2c 双靶点融合蛋白 (JS213) 的差异化作用机制，有望带来更优的安全性，并为联合用药提供更高的确定性。

Fab 结构实现亲和力代差领先，JS207 是 PD-1/VEGF 双抗领域稀缺的未定价优质资产。 JS207 是公司自主研发的重组人源化抗 PD-1/VEGF 双特异性抗体，采用 IgG4 κ 亚型的 IgG-VHH 四价结构，由全长抗 PD-1 IgG 抗体与靶向 VEGFA 的 VHH 纳米抗体经柔性连接器融合于铰链区构成。与当前主流竞品 AK112 采用 scFv 结构不同，JS207 在 PD-1 端保留了 Fab 结构，使其对人 PD-1 的平衡解离常数 (KD) 达 4.60×10^{-10} M，亲和力较 AK112 (5.05×10^{-9} M) 高出约 11 倍，与特瑞普利单抗相当；同时其 VEGFA 端 KD 值为 9.00×10^{-12} M，亦优于 AK112 的 $<2.59 \times 10^{-11}$ M。双靶点超高亲和力叠加 180.5 kDa 的适中分子量与 IgG4 亚型带来的低免疫原性优势，为在肿瘤微环境中实现精准蓄积与协同阻断奠定了明确的分子机制优势。

- JS207 已获 FDA 批准进入 II/III 期临床研究，并于 2025 年 10 月获批开展一项头对头对比纳武利尤单抗 (O 药) 的开放标签、双臂、随机、阳性对照 II/III 期试验，针对可切除、可改变驱动基因 (AGA) 阴性非小细胞肺癌 (NSCLC) 的新辅助治疗。

对比 PD-1/VEGF 双抗赛道，AK112 (Summit)、SSGJ-707 (辉瑞) 及 RC148 (艾伯维) 均已完成对外授权，而 JS207 尚未授权给 MNC，存在未来 BD 授权与自主商业化的战略空间。在双特异性抗体成为全球肿瘤免疫治疗核心方向的产业背景下，JS207 凭借 Fab 结构带来的亲和力优势、VHH 纳米抗体的工程化创新，以及在新辅助 NSCLC 这一大适应症中直接对标 O 药的临床定位，构建了从分子设计到临床策略的完整差异化壁垒。随着 II/III 期数据的逐步读出，JS207 有望成长为公司肿瘤管线中具备全球商业爆发力的核心资产。

图表13: Fab 结构亲和力领先 AK112 一个数量级，JS207 是 PD-1/VEGF 双抗赛道稀缺的未充分定价核心资产

药品名称	JS207	AK112	SSGJ-707	RC148
Licenseout	-	Summit	辉瑞	艾伯维
骨架设计	特瑞普利单抗	贝伐珠单抗	贝伐珠单抗	纳武利尤单抗
PD-1结构	Fab	scFv	Fab	Fab
VEGF结构	VHH纳米抗体	scFv	天然抗体	VHH纳米抗体
分子量	180.5kDa	201kDa	241kDa	167kDa
亚型	IgG4	IgG1(沉默)	IgG4	IgG1(沉默)
PD-1亲和力(KD)	4.60×10^{-10} M	5.05×10^{-9} M	未公开	未公开
VEGF亲和力(KD)	9.00×10^{-12} M	$<2.59 \times 10^{-11}$ M	与贝伐相当	未公开
分子结构				

来源: insight, 国金证券研究所

PD-1/VEGF 双抗赛道竞品尽数出海，JS207 以安全性优势构建联合用药壁垒。 依沃西单抗 (康方/Summit) 率先在中美上市/申报，SSGJ-707 (三生/辉瑞)、RC148 (荣昌/艾伯维) 等紧随其后进入 III 期，核心竞品全球权益均已被跨国药企锁定。在此背景下，JS207 虽中美进度并非最快 (中国 II 期、美国批准临床)，但其 10 mg/kg 低剂量即可实现与竞品高剂量相当的 ORR，且 ≥ 3 级 TRAE 及停药率处于赛道较优区间 (NSCLC 中 ≥ 3 级 TRAE 28.6%，mCRC 中停药率仅 3.1%)，优异的安全性构建了更宽的联合用药窗口，使其成为该赛道少数仍具备 BD 潜力的优质资产。


图表14：全球PD（L）1/VEGF双抗中美双报临床进展

药品名称	靶点	研发公司	中国最高状态	中国最高状态时间	美国最高状态	美国最高状态时间	适应症全球最高状态
依沃西单抗	PD-1/VEGF	康方生物/Summit	批准上市	2024-05-21	申请上市	2026-01-13	批准上市:非鳞状非小细胞肺癌,非小细胞肺癌
普密妥米单抗	PD-L1/VEGF	BioNTech/bms	临床III期	2024-05-17	临床III期	2024-12-02	临床III期:三阴性乳腺癌,小细胞肺癌,非小细胞肺癌
SSGJ-707	PD-1/VEGF	三生制药/辉瑞	临床III期	2025-05-16	临床III期	2025-10-30	临床III期:鳞状非小细胞肺癌
HB-0025	PD-L1/VEGF	华博生物	临床III期	2026-01-06	临床I期	2020-12-22	临床III期:鳞状非小细胞肺癌,非鳞状非小细胞肺癌
RC148	PD-1/VEGF	荣昌生物/艾伯维	临床III期	2026-02-11	批准临床	2025-08-08	临床III期:鳞状非小细胞肺癌
B1962	PD-L1/VEGF	天士力	临床II期	2024-11-07	批准临床	2023-03-01	临床II期:胆道癌,结直肠癌,实体瘤,小细胞肺癌,宫颈癌,卵巢上皮癌,三阴性乳腺癌,肝细胞癌,非鳞状非小细胞肺癌
珀维拉芙普α	PD-L1/VEGF	宜明昂科	临床II期	2024-12-26	临床I期	2025-09-08	临床II期:软组织肉瘤,非小细胞肺癌,三阴性乳腺癌
JS207	PD-1/VEGF	君实生物	临床II期	2025-03-07	批准临床	2025-10-16	临床II期:非小细胞肺癌,结直肠癌,肝细胞癌,三阴性乳腺癌,小细胞肺癌,去势抵抗性前列腺癌,尿路上皮癌/膀胱癌,透明细胞肾细胞癌,黑色素瘤
AI-081	PD-1/VEGF	昂科免疫	临床I/II期	2025-08-15	临床I/II期	2024-10-10	临床I/II期:实体瘤

来源: insight, 国金证券研究所

PD-1/VEGF双抗NSCLC疗效步入同质化时代，安全性将决定产品市场空间。针对1L NSCLC适应症，AK112作为PD-1/VEGF双抗赛道首个获批上市的标杆药物，已在初治和经治人群中验证该类药物的成药性（ORR 39.8%，≥3级TRAEs 22.2%，停药率0.9%）。然而，当视野扩展至后续竞品在初治NSCLC中的表现时，一个关键规律浮现：PD-1/VEGF与PD-L1/VEGF双抗的疗效已呈现同质化，真正的分化发生在安全性维度。普密妥米单抗（PD-L1/VEGF）ORR 46.7%，RC148 52.4%，JS207 58.1%，SSGJ-707 10 mg/kg 64.7%，MK-2010初治55%，各分子ORR普遍落在45%-65%区间，靶点选择并未形成疗效代差。但安全性呈梯度分化：≥3级TRAEs从AK112与MK-2010的22.2%，到JS207 10 mg/kg的28.6%，再到SSGJ-707的32.5%，直至普密妥米单抗与RC148的40%-40.9%；TRAE导致的停药率差异更为明显：普密妥米单抗高达13.3%，显著高于RC148（4.5%）、SSGJ-707（8.4%）及JS207（8.6%）。这意味着在NSCLC这一适应症上，单纯依靠ORR已难以构建产品壁垒，安全性正成为决定临床耐受性、联合用药空间及商业化潜力的核心变量。



图表15: 1L NSCLC PD1/VEGF 双抗临床数据对比

药物名称	AK112	SSGJ707	普密安单抗	RC148	MK-2010	JS207
开发公司	康方生物/SUMMIT	三生制药/Pfizer	BMS/Biontech	荣昌生物/Abbvie	礼新医药/MSD	君实生物
作用机制	PD-1/VEGF	PD-1/VEGF	PD-L1/VEGF	PD-1/VEGF	PD-1/VEGF	PD-1/VEGF
临床代号	NCT04900363	NCT06361927	NCT05918445	NCT06016062	NCT06650566	NCT06022250
临床范围	CN	CN	CN	CN	CN	CN
数据阶段	Ib	II	Ib/IIa	Ib/IIa	I/II	I
治疗方案	Mono	Mono	Mono	Mono	Mono	Mono
患者基线, 人	TPS<1%(31.5%) TPS≥1%(68.5%) TPS≥50%(32.4%)	TPS1~49%(66.3%) TPS≥50%(33.7%)	TPS1~49%(50%) TPS≥50%(50%)	TPS≥1%(59.1%) TPS≥50%(40.9%)	TPS1~49%(80.6%) TPS≥50%(19.4%)	1%≤TPS<5%(25.4%) TPS5~49%(28.6%) TPS≥50%(46.0%)
治疗线数	经0L治疗占比: 86.1% 经1L治疗占比: 13.9%	初治	初治	初治	经0L治疗占比: 31.9% 经1L治疗占比: 68.1%	初治
N	108	83	30	22	72	63
用法用量	10/20/30mg/kgQ3W	5/10/20/30mg/kgQ3W	20mg/kgQ2W	20mg/kgQ3W	20/30mg/kgQ3W	10/15mg/kgQ3W
ORR	全人群:39.8% TPS<1%:14.7% TPS≥1%:51.4% TPS≥50%:57.1%	5mg/kg:32% 10mg/kg:64.7% 20mg/kg:36.4% 30mg/kg:25% 10mg/kg (TPS1~49%:62% TPS≥50%:77%)	全人群:46.7% nsq:41.2% TPS1~49%:44.4% TPS大于50%:37.5% sq:53.8% TPS1~49%:33.3% TPS大于50%:71.4%	全人群:52.4% TPS1~49%:50.0% TPS≥50%:77.8%	全人群uORR 20mg/kg:30% 30mg/kg:28% 初治uORR 20mg/kg:55% 30mg/kg:44%	全人群: 58.1% 10mg/kg:56.3% 15mg/kg:60.0%
Grade≥3TRAEs	22.2%	32.50%	40.00%	40.90%	22.2%	10/15mg/kg 28.6/46.9%
TRAE导致停药	0.9%	8.4%	13.3%	4.5%	0	10/15mg/kg 8.6/10.2%
TRAE导致死亡	2.8%	1.2%	0	0	0	10/15mg/kg 2.9/0%

来源: insight, 国金证券研究所

JS207 联合 XELOX 在一线 mCRC 中展现稳健疗效, 低剂量实现 71% ORR。在 1L mCRC 适应症中, PD-1/VEGF 双抗联合化疗已全面超越传统化疗方案 (XELOX ORR 55%、FOLFOX 39.5%、FOLFOXIRI 60%), 有望成为下一代一线标准治疗。然而, 各竞品因联合化疗强度、给药剂量及基线人群差异而呈现分化: AK112 联合 FOLFOXIRI 三药化疗虽实现 81.8% 的 ORR, 但其 20 mg/kg Q2W 的高剂量叠加 FOLFOXIRI 的强毒性 (≥G3 TRAE 54.5%), 临床耐受性存在挑战; SSGJ-707 在不同化疗方案与剂量组中 ORR 波动于 50% - 65.2%。JS207 以 10 mg/kg Q3W 联合 XELOX 实现 71.0% 的 ORR 与 96.8% 的 DCR, 且入组患者中 ECOG PS=1 占比高达 81.3% (显著高于 AK112 的 50%), 在体能状态更差的人群中依然展现出稳健的疗效信号。

JS207 以 10 mg/kg 低剂量联合 XELOX 兼具疗效与安全性, 保留联合用药耐受窗口。JS207 的差异化竞争力体现在两个维度: 其一, 剂量效率与联合策略的临床实用性。在仅为 AK112 一半剂量 (10 mg/kg vs 20 mg/kg)、且联合更温和的双药化疗方案 (XELOX vs FOLFOXIRI) 的条件下, JS207 实现 71% 的 ORR, 优于 SSGJ-707 同剂量组 (50%) 及低剂量组 (56.5% - 65.2%)。XELOX 作为口服便利方案, 更适合长期维持治疗与真实世界依从性。其二, 安全性与疗效的最优平衡。JS207 的 ≥G3 TRAE 为 40.6%, 与 SSGJ-707 (43.2%) 处于同一区间, 但 TRAE 导致死亡为 0 (优于 SSGJ-707 的 2.3%), 停药率仅 3.1%, 在高效疾病控制的同时保留了联合用药的耐受窗口。



图表16: 1L mCRC PD1/VEGF 双抗临床数据对比

适应症	1L mCRC	1L mCRC				1L mCRC		1L mCRC	1L mCRC	1L mCRC
企业	君实生物	辉瑞/三生制药				康方生物		-	-	-
试验用药	JS207	SSGJ-707				AK112		XELOX	FOLFOX	FOLFOXIRI
试验分期	II	II				II		-	III	III
试验登记号	NCT06885385	NCT06493760				NCT05382442		-	NCT01228734	GONO
试验组	JS207+化疗组	707+化疗组				AK122+化疗	AK112+CD47+化疗	-	-	-
药物联用情况	JS207+XELOX	707+XELOX		707+mFOLFOX6		依沃西单抗+ FOLFOXIRI	依沃西单抗+莱法利单抗+ FOLFOXIRI	XELOX	FOLFOX	FOLFOXIRI
使用剂量	10 mg/kg Q3W	10mg/kg Q3W	5mg/kg Q3W	10mg/kg Q2W	5mg/kg Q2W	20mg/kg Q2W	20mg/kg Q2W	-	-	-
N	32	21	23	21	23	22	18	96	200	122
ECOG PS=1	81.3%	75%				50%	50%	-	-	-
ORR	71.0%	50%	65.2%	57.1%	56.5%	81.8%	88.2%	55.0%	39.5%	60%
DCR	96.8%	95%	100%	95.2%	100%	100%	100%	86%	-	-
≥G3 TRAE	40.6%	43.2%				54.5%	44.4%			
TRAE导致停药	3.1%	1.1%				0	5.6%			
TRAE导致死亡	0	2.3%				-	-			

来源: insight, 国金证券研究所, 注: XELOX (卡培他滨+奥沙利铂)、mFOLFOX6 (氟尿嘧啶+亚叶酸钙+奥沙利铂)、FOLFOXIRI (氟尿嘧啶+亚叶酸钙+奥沙利铂+伊立替康)、莱法利单抗 CD47 单抗、FOLFOX (氟尿嘧啶+亚叶酸钙+奥沙利铂), mFOLFOX6 是 FOLFOX 方案的改良版, 核心差异在于 5-氟尿嘧啶的给药模式与亚叶酸钙剂量调整, 目的是优化毒性谱。

PD-1/VEGF 双抗 BD 交易规模与密度显著提升, 该靶点组合确立为下一代肿瘤免疫治疗平台性资产。PD-1/VEGF 双抗赛道的 BD 交易活跃度自 2022 年以来显著提升, 已逐步形成清晰的价值基准。康方生物先后将依沃西单抗授予 Summit, 交易总额 50 亿美元 (首付款 5 亿美元); 三生制药将 SSGJ-707 授予辉瑞, 首付款 12.5 亿美元、里程碑付款 48 亿美元; 礼新医药将 LM-299 授予默沙东, 首付款 5.88 亿美元; 荣昌生物将 RC148 授予艾伯维, 首付款 6.5 亿美元; 普米斯生物将普密妥米单抗授予 BioNTech, 首付款 0.55 亿美元、里程碑 10 亿美元。上述交易涉及辉瑞、默沙东、艾伯维等具备全球肿瘤商业化能力的企业, 交易规模与付款结构表明, PD-1/VEGF 双抗已被 MNC 视为下一代肿瘤免疫治疗的重要平台性资产。

竞品尽数出海, JS207 以疗效与安全性最优平衡占据 PD-1/VEGF 双抗 BD 窗口。随着 AK112、SSGJ-707、LM-299、RC148 等核心分子全球权益的相继出让, 该赛道可投标的趋于减少, 权益格局逐步固化。在此背景下, JS207 作为公司全自研、全权益的核心资产, 成为 PD-1/VEGF 领域少数仍具备全球 BD 定价权的在研分子。其差异化价值不仅体现在分子设计层面, 结构带来的 PD-1 亲和力较 AK112 高出一个数量级, 10 mg/kg 低剂量即可在 NSCLC 与 mCRC 中实现与竞品 20 mg/kg 级相当的 ORR, 且安全性数据 (≥G3 TRAE 及停药率) 处于赛道较优区间。JS207 的核心稀缺性在于: 它是 PD-1/VEGF 双抗赛道中少数尚未出让全球权益、且分子设计具备可验证差异化特征的优质资产, 其临床数据读出与 BD 时点将成为公司估值重估的关键催化。


图表17: PD- (L) 1/VEGF 双抗 BD 交易规模与密度显著提升

药品名称	靶点	技术类别	转让方	受让方	交易时间	交易金额
RC148	VEGF, PD-1	双特异性抗体	荣昌生物	艾伯维	2026-01-12	首付款: 650百万美元, 里程碑付款: 4950百万美元, 特许权使用费: 大中华区以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费
CR-001	VEGF, PD-1	双特异性抗体	Crescent	科伦药业	2025-12-04	首付款: 20百万美元, 里程碑付款: 30百万美元, 特许权使用费: 基于CR-001净销售额的低至中位数百分比的分级特许权使用费
SSGJ-707	PD-1, VEGF	双特异性抗体	三生制药/三生国健	辉瑞	2025-05-20	首付款: 1250百万美元, 里程碑付款: 4800百万美元, 特许权使用费: 两位数百分比的梯度销售分成, 其他交易额: 100百万美元
LM-299	VEGF, PD-1	双特异性抗体	礼新医药	默沙东	2024-11-14	首付款: 588百万美元, 里程碑付款: 2700百万美元
依沃西单抗	PD-1, VEGFA	双特异性抗体	康方生物	Summit	2024-06-03	交易总额: 70百万美元
普密妥米单抗	PD-L1, VEGFA	双特异性抗体	普米斯生物	BioNTech	2023-11-06	首付款: 55百万美元, 里程碑付款: 1000百万美元
依沃西单抗	PD-1, VEGFA	双特异性抗体	康方生物	Summit	2022-12-06	交易总额: 5000百万美元, 首付款: 500百万美元
AP116, AP201, B1962	OX40, PD-L1, VEGF, 4-1BB	双特异性抗体, 抗体类融合蛋白, 单特异性抗体	圆样生命	天士力	2019-07-26	首付款: 4.5百万美元

来源: insight, 国金证券研究所

JS212: EGFR/HER3 双靶点协同阻断突破单靶点 ADC 耐药瓶颈, 构建差异化分子壁垒。JS212 是公司自主研发的 EGFR/HER3 双抗 ADC, 采用靶向 EGFR 的 Fab 臂与靶向 HER3 的 scFv 臂的异源双靶架构, 搭载可裂解连接子与拓扑异构酶 I 抑制剂依喜替康作为 payload, 药物抗体比 (DAR) 为 6。EGFR 与 HER3 在肺癌、乳腺癌及头颈部肿瘤等多种实体瘤中广泛共表达, 且两者存在信号通路交叉, HER3 高表达是 EGFR 靶向治疗 (尤其是奥希替尼等第三代 EGFR-TKI) 耐药的关键机制之一。JS212 通过同时靶向 EGFR 与 HER3, 不仅拓宽了潜在响应人群, 更旨在通过双靶点协同阻断克服单靶点 ADC 的获得性耐药, 实现对更广泛肿瘤类型的覆盖。

临床前头对头验证低剂量高效能与耐药克服优势, JS212 具备 EGFR/HER3 双抗 ADC 差异化竞争力。临床前头对头比较显示, JS212 在抗肿瘤活性上较赛道标杆分子 BL-B01D1 展现出显著优势。在 EGFR 主导的 NCI-H1975 模型中, JS212 单次给药 1.9 mg/kg 即实现 113% 的肿瘤生长抑制率 (TGI), 优于同等摩尔剂量下 BL-B01D1 的 75%; 在 HER3 主导的 SW620 模型中, JS212 单次 1.3 mg/kg 使全部 5 只小鼠肿瘤完全消退, 而 BL-B01D1 在更高剂量 (2.5 mg/kg) 下仅实现生长抑制。更关键的是, 在奥希替尼耐药的 HCC827 模型及 BL-B01D1 耐药的 SW620 模型中, JS212 仍分别表现出“更好的抗肿瘤活性”与“接近完全消退”的效果, 而 BL-B01D1 活性较差或完全耐药。

JS212 具备 BD 潜力。目前 JS212 已获得 NMPA 与 FDA 的临床试验批准, 国内 I/II 期单药剂量递增与扩展研究正在推进中, 并于 2025 年 11 月获批多队列联合用药临床试验申请。其中, JS212 与公司自有管线 JS207 (PD-1/VEGF 双抗) 的联合用药 II 期试验已启动, 这一“ADC2.0+免疫 2.0”的组合有望在重塑肿瘤微环境的同时, 通过双靶点 ADC 实现精准杀伤, 产生协同抗肿瘤效应。在 BL-B01D1 以高额对价授权 MNC 的背景下, JS212 作为全球进度第二 EGFR/HER3 双抗 ADC, 凭借差异化的分子架构、经临床前验证的克服耐药潜力及明确的联合用药策略, 构成了公司肿瘤管线中具备全球 BD 潜力与商业化爆发力的下一代核心资产。



图表18: JS212 临床前数据优于 BL-B01D1, 低剂量实现肿瘤消退并克服多重耐药

药品名称	JS212	BL-B01D1
抗体	靶向EGFR的Fab臂、靶向HER3的scFv臂	EGFR/HER3的双特异性抗体SI-B001
linker	可裂解	可裂解
Payload	依喜替康	Ed-04
DAR	6	8
NCI-H1975模型, EGFR主导	单次剂量1.9mg/kg, 肿瘤生长抑制率为113%	同等摩尔剂量下, 肿瘤生长抑制率为75%
SW620模型, HER3主导	单次剂量1.3mg/kg, 在所有5只小鼠中实现完全肿瘤消退	2.5mg/kg, D1D8 Q3W, 仅抑制肿瘤生长
HCC827(奥希替尼耐药)	更好的抗肿瘤活性	活性较差
SW620(BL-B01D1耐药)	接近完全肿瘤消退	耐药

来源: 2026 AACR Abstract 1715, 国金证券研究所

EGFR/HER3 双抗 ADC 赛道已呈现清晰的梯队分化。BL-B01D1 占据第一梯队, 中国已申请上市且美国推进至 II/III 期, 率先在鼻咽癌及食管鳞癌领域完成成药性验证; JS212 紧随其后, 中国已进入 II 期、美国已获批临床, 构成该靶点组合全球进度第二的在研分子。相较之下, DB-1418 与 HDM2024 仍处于 I/II 期或 I 期早期阶段, 与 JS212 之间存在明确的临床开发代差。BMS 收购 BL-B01D1 全球权益, 已充分验证 EGFR/HER3 双抗 ADC 靶点的全球化商业价值与 MNC 认可度; JS212 作为该领域临床进度紧随其后的优质资产, 随着关键数据逐步读出, 有望承接 MNC 的后续 BD 需求。

图表19: 全球 EGFR/HER3 双抗 ADC 中美双报临床进展

药品名称	靶点	研发公司	中国最高状态	中国最高状态时间	美国最高状态	美国最高状态时间	适应症全球最高状态
BL-B01D1	EGFR/HER3ADC	百利天恒/BMS	申请上市	2025-11-21	临床II/III期	2025-04-15	申请上市:鼻咽癌,食管鳞癌
JS212	EGFR/HER3ADC	君实生物	临床II期	2025-12-24	批准临床	2025-12-15	临床II期:非小细胞肺癌,小细胞肺癌,去势抵抗性前列腺癌,尿路上皮癌/膀胱癌,透明细胞肾细胞癌,黑色素瘤,食管鳞癌,结直肠癌,非鳞状非小细胞肺癌
DB-1418	EGFR/HER3ADC	映恩生物	临床I/II期	2026-04-21	临床I/II期	2025-06-26	临床I/II期:实体瘤
HDM2024	EGFR/HER3ADC	华东医药	临床I期	2026-03-30	批准临床	2026-03-12	临床I期:实体瘤

来源: insight, 国金证券研究所

FIH 数据验证 JS212 疗效可比 BL-B01D1, 以显著低毒性构建更优治疗窗。在 EGFR/HER3 双抗 ADC 的 FIH 泛瘤种数据中, JS212 展现出与赛道标杆 BL-B01D1 可比的疗效信号及更优的安全性特征。全人群层面, JS212 (n=63) ORR 为 33.3%, 与 BL-B01D1 (n=195) 的 34.0% 基本相当, 且 JS212 实现 1.8% 的完全缓解 (CR) 并达到 93.0% 的 DCR, 均优于 BL-B01D1 (CR 0%, DCR 89.0%)。更关键的是安全性分化: JS212 的 ≥3 级 TRAE 仅 31.7%, 显著低于 BL-B01D1 的 71.0%; 且 JS212 未出现治疗相关死亡 (BL-B01D1 为 2.0%), 剂量降低率仅 6.3% (BL-B01D1 为 27.0%)。在 4.2 mpk 亚组中, JS212 的 ORR 进一步提升至 44.4%, DCR 达 100%, ≥3 级 TRAE 仅 22.2% 且无永久停药, 呈现出疗效与毒性更优的平衡。



图表20: FIH数据验证 JS212 疗效可比 BL-B01D1, 以显著低毒性构建更优治疗窗。

药品名称	JS212		BL-B01D1
公司	君实生物		百利天恒
靶点	EGFR/HER3		EGFR/HER3
类别	双抗ADC		双抗ADC
分期	I/II		I
临床代号	NCT06888830		NCT05194982
适应症	晚期实体瘤		晚期实体瘤
患者人数	63	9	195
既往接受治疗线数	经1L治疗: 41.3% 经2L治疗: 33.3% 经≥3L治疗: 25.4%	经1L治疗: 66.7% 经2L治疗: 22.2% 经≥3L治疗: 11.1%	经1L治疗: 20% 经2L治疗: 30% 经≥3L治疗: 50%
既往接受治疗类型	经PD1/L1治疗 58.7% 经TKI治疗 28.6%	经PD1/L1治疗 22.2% 经TKI治疗 22.2%	经PD1/L1治疗 81% 经TKI治疗 23%
给药剂量	0.6-4.8 mpk	4.2 mpk	0.27-6.0 mpk
给药频次	Q3W	Q3W	D1D8 Q3W
ORR	33.3%	44.4%	34.0%
CR	1.8%	0.0%	0.0%
PR	31.6%	44.4%	34.0%
DCR	93.0%	100.0%	89.0%
TRAE	95.2%	100.0%	97.0%
Grade ≥3	31.7%	22.2%	71.0%
剂量降低	6.3%	22.2%	27.0%
永久停药	19.0%	0.0%	3.0%
导致死亡	0.0%	0.0%	2.0%

来源: insight, 国金证券研究所

ESCC 疗效与 BL-B01D1 同一数量级。在 ESCC (食管鳞状细胞癌) 适应症中, BL-B01D1 已率先完成较大样本验证 (n=60, ORR 39.6%, DCR 79.2%), 并且在中国已经递交上市申请, 确立了 EGFR/HER3 双抗 ADC 在该瘤种中的成药性。JS212 的 ESCC 早期数据 (n=6) 显示 ORR 为 50.0%、DCR 达 100.0%, 疗效信号与 BL-B01D1 处于同一数量级, 但鉴于当前样本量较小 (6 例 vs 60 例), 尚处于早期探索阶段, 仍需扩大样本以验证疗效稳定性。

图表21: JS212 ESCC 早期疗效可比 BL-B01D1

药品名称	JS212	BL-B01D1
公司	君实生物	百利天恒
靶点	EGFR/HER3	EGFR/HER3
类别	双抗ADC	双抗ADC
分期	I/II	Ib
临床代号	NCT06888830	NCT05262491
适应症	ESCC	ESCC
患者人数	6	60
既往接受治疗线数	经1L治疗: 33.3% 经2L治疗: 50.0% 经≥3L治疗: 16.7%	经1L治疗: 38.3% 经2L治疗: 38.3% 经≥3L治疗: 23.3%
既往接受治疗类型	经PD1/L1治疗 100% 经TKI治疗 33.3%	经PD1/L1治疗 93.3% 经TKI治疗 23.3%
给药剂量	4.6 mpk	2.5 mpk
给药频次	Q3W	D1D8 Q3W
ORR	50.0%	39.6%
CR	0.0%	0.0%
PR	50.0%	39.6%
DCR	100.0%	79.2%
TRAE	83.3%	100%
Grade ≥3	66.7%	63.3%

来源: insight, 国金证券研究所



JS212: EGFR/HER3 双抗 ADC 赛道全球进度第二稀缺优质资产。EGFR/HER3 双抗 ADC 赛道的 BD 价值已通过头部交易确立明确基准。百利天恒将 BL-B01D1 授予 BMS，交易总额 84 亿美元、首付款 8 亿美元，成为国产 ADC 出海的历史级标杆；映恩生物将处于更早阶段的 DB-1418 授予 Avenzo，亦获得 0.5 亿美元首付款及 11.5 亿美元里程碑，证明该靶点组合在不同开发阶段均具备 MNC 认可的商业化潜力。随着 BL-B01D1、DB-1418 等核心分子全球权益相继锁定，赛道可投标的趋于稀缺。在此背景下，JS212 作为公司的核心资产，且临床进度位列全球第二，成为 EGFR/HER3 ADC 领域少数仍具全球 BD 定价权的在研分子。BL-B01D1 的 84 亿美元交易为其提供了清晰的估值锚点。

图表22: EGFR/HER3 双抗 ADC 赛道 BD 价值获历史性验证

药品名称	靶点	技术类别	转让方	受让方	交易时间	交易金额
TJ108	EGFR, HER3	双抗ADC	拓济医药	Samsung Bioepis	2025-10-21	-
DB-1418	EGFR, HER3	双抗ADC	映恩生物	Avenzo	2025-01-08	首付款: 0.5亿美元, 里程碑付款: 11.5亿美元, 特许权使用费: Avenzo在其区域内的销售收入分成
BL-B01D1	EGFR, HER3	双抗ADC	百利天恒	BMS	2023-12-12	交易总额: 84亿美元, 首付款: 8亿美元, 里程碑付款: 71亿美元, 其他交易额: 5亿美元

来源: insight, 国金证券研究所

10 2.0 联合 ADC 2.0 有望构建下一代肿瘤免疫治疗范式。肿瘤治疗范式历经从传统化疗到靶向单抗、再到 PD-1/L1 免疫治疗与第一代 ADC 的连续迭代，当前已明确进入以双特异性抗体与新一代 ADC 为核心的第四代创新周期。这一阶段的技术特征体现为：第二代肿瘤免疫疗法通过双抗结构实现多靶点协同，突破单抗疗效瓶颈；新一代 ADC 则依托更精良的抗体工程、创新连接子设计及高活性细胞毒性载荷，在提升靶向精准度的同时降低系统性毒性。公司的管线布局精准卡位这一产业趋势——作为 PD-1/VEGF 双特异性抗体，属于第二代肿瘤免疫疗法的代表性分子，通过同时阻断免疫检查点与肿瘤血管生成实现协同抗肿瘤效应；JS212 作为 EGFR/HER3 双抗 ADC，则搭载新一代 ADC 技术平台，以双靶点识别增强肿瘤选择性并克服单靶点耐药。在肿瘤治疗范式加速向双抗与新一代 ADC 迁移的背景下，公司同时拥有处于全球进度前列的 PD-1/VEGF 双抗与 EGFR/HER3 双抗 ADC，形成覆盖免疫激活与靶向化疗两大前沿方向的互补组合，具备顺应产业升级趋势、分享下一代肿瘤治疗市场增量的明确投资价值。

图表23: 肿瘤免疫治疗进入第四代创新周期



来源: Nature, Front Pharmacol., JAMA, 灼识咨询, 转引自明宇制药招股书, 国金证券研究所

JS207 的核心差异化竞争力在于其与自有 EGFR/HER3 双抗 ADC (JS212) 的深度管线协同。在驱动基因阳性 TKI 失败的非小细胞肺癌、一线及二线驱动基因阴性非小细胞肺癌，以及晚期结直肠癌中，JS207 联合 JS212 的临床试验均已布局，形成“PD-1/VEGF 双抗重塑肿瘤微环境+EGFR/HER3 双抗 ADC 精准杀伤”的协同机制。这种自有分子间的联合策略在 PD-1/VEGF 双抗赛道中具备稀缺性，不仅避免了跨企业管线合作的知识产权与供应链壁垒，更可通过临床设计的深度耦合最大化联合用药的时空同步效应。同时，JS207 同步推进可



手术 II-III 期 NSCLC 的全球注册性临床，标志着其从晚期后线向围术期前移的国际化战略。在竞品全球权益尽数出海的格局下，JS207 作为全自研全权益资产，以“双抗免疫+双抗 ADC”的平台化联合能力构建了独特的临床开发壁垒与商业化想象空间，是公司肿瘤管线中具备高 BD 潜力与自主定价权的战略核心。

图表24: JS207 的核心差异化竞争力在于其与自有 JS212 的深度管线协同

	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

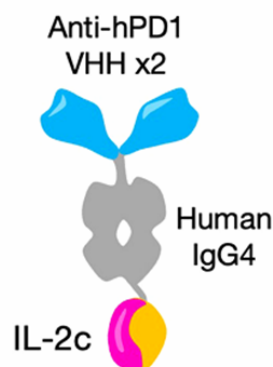
*截至2026年3月6日，II期临床研究共入组超过420名受试者；此前，在I期临床研究阶段，JS207共入组近100名受试者。

来源：公司官网，国金证券研究所

JS213 以 PD-1 依赖性 IL-2 激活机制，突破传统细胞因子毒性瓶颈并延长半衰期。JS213 是公司与合作伙伴 Anwita 合作开发的 PD-1/IL-2 双功能抗体融合蛋白，采用独特的分子架构：以二价抗 PD-1 VHH 纳米抗体为靶向端，经 IgG4 骨架偶联工程化改造的 IL-2c 细胞因子。其核心设计在于 IL-2c 去除了 CD25 (IL-2R α) 结合能力并降低了对 IL-2R $\beta\gamma$ 的亲合力，使 JS213 在无 PD-1 表达时无法有效激活 IL-2 信号，仅在 PD-1 高表达的耗竭 T 细胞表面实现 IL-2 的“顺式激活 (cis-activation)”。这一依赖 PD-1 的条件性激活机制，将 IL-2 的增殖与效应功能精准限制于肿瘤微环境中的肿瘤反应性 T 细胞，避免了传统 IL-2 疗法因系统性激活 Treg 及血管内皮细胞导致的严重毛细血管渗漏综合征和器官毒性。同时，融合蛋白结构赋予其约 4.5 天的平均半衰期，显著优于天然 IL-2 的短循环特性，为临床给药便利性奠定基础。

JS213 具备下一代肿瘤免疫平台型分子潜力。目前 JS213 的海外及国内 I 期临床研究正在标准治疗失败的晚期实体瘤患者中同步推进，旨在评估其安全性、耐受性、药代动力学及初步疗效。从赛道定位看，JS213 解决现有 PD-1 单抗治疗后 T 细胞耗竭、增殖能力不足的瓶颈。传统 IL-2 因治疗窗窄、毒性剧烈而临床使用受限，JS213 通过 PD-1 靶向递送实现的局部 IL-2 富集策略，有望在保留 IL-2 抗肿瘤活性的同时重塑其安全性特征。若 I 期数据证实该机制可在人体中复现选择性 T 细胞激活与降低系统性毒性的优势，JS213 将具备成为下一代肿瘤免疫平台型分子的潜力，其全球化开发价值与 BD 潜力亦将随之显现，构成公司在 PD-1/VEGF 双抗之外又一具备差异化机制的早期战略资产。

图表25: S213: PD-1 依赖性 IL-2 顺式激活机制，重构肿瘤免疫治疗精准性与安全性



- PD1结合端：纳米抗体（VHH，二价）
- IL-2c：无 CD25 结合力且对IL-2 $\beta\gamma$ 亲和力降低
- 无PD-1表达时：JS213无法结合IL-2
- 有PD-1表达时：JS213可以诱导靶T细胞的活化与增殖

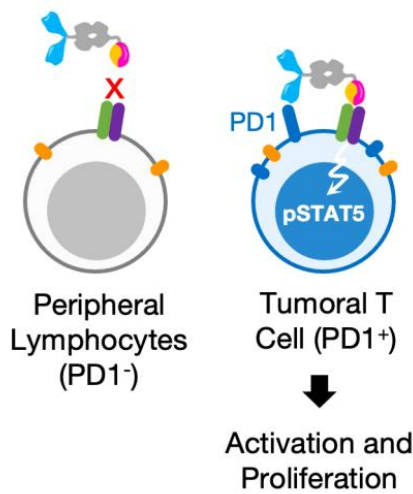
来源：《AWT020: a novel fusion protein harnessing PD-1 blockade and selective IL-2 Cis-activation for enhanced



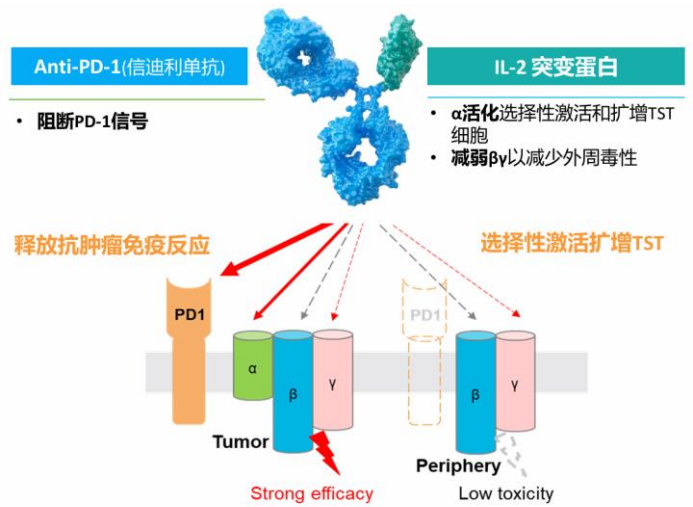
anti-tumor immunity and diminished toxicity》，国金证券研究所

JS213 条件性激活彻底规避外周毒性。信达生物 IBI363 与公司 JS213 同属 PD-1/IL-2 双功能融合蛋白，但两者在外周毒性控制上存在本质差异。IBI363 通过减弱 IL-2Rβγ 亲和力以降低外周毒性，属于毒性减量策略；而 JS213 采用更为严格的条件性激活设计——其 IL-2c 在无 PD-1 表达时完全无法结合并激活 IL-2 信号，外周 PD-1 阴性 T 细胞不被激活，从根本上彻底规避了传统 IL-2 的系统性毒性，而非仅作毒性稀释。此外，JS213 以二价 VHH 纳米抗体替代全长单抗，分子更紧凑，实体瘤穿透与微环境蓄积效率更优；IgG4 骨架进一步弱化 Fc 效应功能，降低免疫相关系统性炎症风险。这一“外周零激活+肿瘤精准富集”的双重机制，直指 PD-1 单抗治疗后 T 细胞耗竭、增殖受限的核心耐药瓶颈，有望在恢复肿瘤微环境耗竭 T 细胞功能的同时，彻底解决 IL-2 因全身毒性剧烈而长期临床受限的难题。作为公司与 Anwita 合作开发的早期战略资产，JS213 海内外 I 期临床正在推进，其有望成为继 PD-1/VEGF 双抗之后、下一代肿瘤免疫平台型分子的明确潜力，其 BD 价值亦将随之确立。

图表26: JS213 条件性激活彻底规避外周毒性



图表27: IBI363 以 PD-1 阻断联合 IL-2α 选择性激活



来源：《AWT020: a novel fusion protein harnessing PD-1 blockade and selective IL-2 Cis-activation for enhanced anti-tumor immunity and diminished toxicity》，国金证券研究所

来源：信达生物官网，国金证券研究所

JS213 海外 I 期验证 PD-1/IL-2 双重机制可突破 PD-1 单抗耐药，ORR 35%且未出现血管渗漏综合征。JS213 海外 I 期临床数据（截至 2025 年 6 月 19 日）初步验证了其分子设计的转化价值。在 25 例接受 0.3、0.6 和 1 mg/kg 剂量治疗的患者中，药代动力学分析显示 JS213 暴露量与剂量大致成比例增加，支持后续剂量优化。20 例疗效可评估患者中，ORR 达 35%，DCR 达 75%，且缓解人群呈现显著的抗 PD-(L)1 治疗背景异质性：7 例 PR 患者中，4 例为抗 PD-1 难治或继发性耐药（胸腺癌、胸腺瘤、神经内分泌非小细胞肺癌、胆管癌），3 例为抗 PD-(L)1 初治（宫颈癌、pMMR 小肠癌、子宫肉瘤）。这一分表 2-3 的 PD-1/IL-2 双重机制可能在 PD-1 经治失败人群中仍能诱导抗肿瘤应答，突破了传统 PD-1 单抗的耐药瓶颈。安全性方面，JS213 表现出可控的特征，最常见的 TRAE 为关节痛（50%）、疲劳（35%）、皮疹（35%）、恶心（31%）及甲状腺功能减退（23%），均为低级别事件，且未观察到传统 IL-2 疗法标志性的血管渗漏综合征，初步印证了其外周零激活设计在人体中的安全性。

JS213 是 PD-1/IL-2 赛道全球进度第二的优质资产。在 PD-1/IL-2 这一下一代肿瘤免疫技术方向上，信达生物 IBI363 已率先推进至临床 III 期，在中美同步开展鳞状非小细胞肺癌的注册性研究，确立了该赛道的进度标杆。紧随其后的 JS213 已进入中国临床 II 期，构成该领域全球进度第二的在研分子，显著领先于盛禾生物 IAP0971、先声药业 SIMO237、科弈药业 KY-0118 等仍处于 I/II 期或 I 期早期的后续竞品。JS213 的适应症布局亦呈现广度优势，覆盖非小细胞肺癌、小细胞肺癌、去势抵抗性前列腺癌、尿路上皮癌、透明细胞肾细胞癌及黑色素瘤等六大瘤种，为其后续临床价值的兑现提供了多维度的数据支撑。

IBI363 权益出海后，JS213 进度领先具备 PD-1/IL-2 赛道 BD 潜力。在 IBI363 获武田制药引进、PD-1/IL-2 靶点已获 MNC 背书并验证其全球化商业价值的背景下，JS213 作为公



司与 Anwita 合作开发的同赛道分子，临床进度紧随 IBI363 之后，具备明确的 BD 潜力。其分子已在海外 I 期临床中初步验证：20 例疗效可评估患者中 ORR 达 35%，DCR 达 75%，且在抗 PD-1 难治或继发性耐药人群中仍观察到缓解，同时未出现传统 IL-2 疗法标志性的血管渗漏综合征。随着临床 II 期在标准治疗失败的晚期实体瘤中持续推进，若后续数据延续该疗效与安全性信号，JS213 将构成公司肿瘤管线中兼具进度领先与 BD 潜力的下一代免疫治疗战略资产。

图表28：全球 PD(L)1/IL-2 中美双报临床进展

药品名称	靶点	成分类别	研发机构	中国最高状态	中国最高状态时间	美国最高状态	美国最高状态时间	适应症全球最高状态
IBI363	IL2RA PD-1	双特异性抗体	信达生物/武田	临床III期	2025-10-11	临床III期	2025-10-15	临床III期:鳞状非小细胞肺癌
JS213	IL2/15Rβyc PD-1	抗体类融合蛋白	君实生物/Anwita	临床II期	2025-12-24	临床前	2022-06-15	临床II期:非小细胞肺癌,小细胞肺癌,去势抵抗性前列腺癌,尿路上皮癌/膀胱癌,透明细胞肾细胞癌,黑色素瘤
IAP0971(皮下)	IL2/15Rβyc PD-1	抗体类融合蛋白	盛禾生物	临床I/II期	2022-05-31	批准临床	-	临床I/II期:肿瘤,非肌层浸润性膀胱癌,实体瘤,非小细胞肺癌
SIM0237	IL2/15Rβyc PD-L1	双特异性抗体	先声药业	临床I/II期	2023-12-18	临床I期	2023-02-14	临床I/II期:非肌层浸润性膀胱癌
IAP0971	IL2/15Rβyc PD-1	抗体类融合蛋白	盛禾生物	临床I/II期	2024-09-03	批准临床	-	临床I/II期:实体瘤,非小细胞肺癌
KY-0118	IL2 PD-1	双特异性抗体	科舜药业	临床I期	2022-12-08	批准临床	2024-08-30	临床I期:实体瘤
PTX-912	IL2R PD-1	抗体类融合蛋白	博致生物	临床I期	2024-11-05	临床I期	2024-01-05	临床I期:实体瘤
TEV-56278	IL2R PD-1	抗体类融合蛋白	复星医药/梯瓦制药	临床I期	2026-04-16	临床I期	2024-06-28	临床I期:实体瘤

来源: insight, 国金证券研究所

盈利预测与估值

关键假设:

1、核心管线:

特瑞普利单抗: 公司业绩核心增长点, 预计 2026/2027/2028 年实现全球收入 28.69/38.37/43.86 亿元, 同比+35%/34%/14%。

- 特瑞普利单抗: 中国首个上市的国产 PD-1 单抗, 也是首个获得 FDA 批准上市的中国自主研发 PD-1 单抗。该产品已获得国内外二十余部权威诊疗指南的推荐与认可, 于中国内地获批 12 项适应症并全部纳入国家医保目录。2026 年 4 月, 特瑞普利单抗联合维迪西单抗一线治疗尿路上皮癌获批上市, 成为获批第 13 个适应症。美国市场由 Coherus 负责销售, 通过海外高价值策略释放特瑞普利单抗的盈利弹性, 假设 2028 年美国销售收入有望达到 1.67 亿美元 (公司可获得 20% 销售分成)。
- 特瑞普利单抗皮下制剂: 该产品是首款进入上市申报阶段的国产抗 PD-1 单抗皮下制剂, 假设 2027 年获批上市, 并于 2028 年纳入国家医保目录后快速放量。

JS207: 近年来 PD-1/VEGF 双抗 BD 交易规模与密度显著提升, 该靶点组合已被确立为下一代肿瘤免疫治疗平台性资产。竞品全球权益尽数出海, JS207 以疗效与安全性的最优平衡有望抓住 PD-1/VEGF 双抗 BD 窗口期。目前 JS207 正在开展 II 期临床, 我们预计其将于 2029 年在中国获批、2031 年在美国获批, 获批后有望快速抢占市场份额, 实现销售的快速增长。

JS212: 该产品是 EGFR/HER3 双抗 ADC 赛道全球进度第二的稀缺核心资产, 目前正在开展 II 期临床, 我们预计其将于 2029 年在中国获批, 获批后有望快速放量。

阿达木单抗: 2023 年已纳入医保目录并执行医保支付标准, 销售规模维持稳定。

昂戈瑞西单抗: 于 2026 年 1 月起正式执行医保支付标准, 伴随医保准入, 有望快速放量。

JS004: 全球首创 BTLA 抑制剂用于局限期小细胞肺癌巩固治疗, 目前在临床 III 期, 预计 26 年完成患者入组, 我们假设 28 年在中国获批, 29 年纳入医保目录后, 有望快速放量。

2、费用预测: ①销售费用率: 随着特瑞普利单抗等核心产品医保放量, 销售费用率有望



逐步下降；②管理费用率：随着规模效应显现，管理费用率有望逐步摊薄；③研发费用率：考虑到公司管线逐步聚焦、研发项目更趋集中，研发费用率有望逐步下降。

图表29：公司未来10年核心产品收入预测

单位（人民币百万）	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	2,498	3,344	4,374	5,184	6,113	7,083	9,105	11,000	12,894	15,514	17,842
技术许可及特许权收入	161	177	195	234	281	337	404	485	582	698	838
药品销售收入											
特瑞普利单抗	2,125	2,869	3,837	4,386	4,916	5,200	5,414	5,577	5,771	5,962	6,159
阿达木单抗	100	120	144	173	207	197	187	178	169	160	152
昂艾瑞西单抗	30	95	114	137	164	197	236	284	340	408	490
JS004	-	-	-	62	107	177	318	444	552	664	770
JS207	-	-	-	-	29	150	1,182	2,046	2,634	3,821	4,479
JS212	-	-	-	-	21	53	127	256	422	650	858
其他	82	82	84	193	386	773	1,236	1,731	2,423	3,150	4,095

来源：insight，弗罗斯特沙利文，国金证券研究所

图表30：公司未来3年费用预测

单位：百万人民币	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	844	985	1,053	1,170	1,181	1,296
销售费用率	56.2%	50.5%	42.1%	35.0%	27.0%	25.0%
管理费用	536	523	494	502	555	570
管理费用率	35.7%	26.9%	19.8%	15.0%	12.7%	11.0%
研发费用	1,937	1,275	1,342	1,471	1,706	1,866
研发费用率	128.9%	65.5%	53.7%	44.0%	39.0%	36.0%

来源：ifind，国金证券研究所

估值：

DCF 估值假设：

Rf: 无风险收益率采用 10 年期国债收益率 1.77%；2) Rm: 市场预期收益率参考沪深 (000300.SH) 自 2004 年 12 月 31 日以来收益率的复合增长率 7.93%；3) β 系数为 0.76；4) Ke: 公司股权收益率，根据 CAPM 模型，即 $Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)=6.45%$ ；5) Kd: 债权资本成本，短期利率参考 1 年 LPR 为 3%，长期利率参考 5 年 LPR 为 3.5%，得 Kd 为 5.72%；6) Wd: 债务资本比重为 11.94%；7) 永续增长率为 1.50%。

图表31：WACC 计算

指标	数值
无杠杆 Beta	0.76
无风险利率	1.77%
市场的预期收益率	7.93%
有效税率 T	15.00%
债务资本成本 Kd	5.72%
债务资本比重 Wd	11.94%
股权资本成本 Ke	6.45%
加权平均资本成本 WACC	6.26%
永续增长率 g	1.50%



来源：ifind, 国金证券研究所，注：数据截至 2026/05/07。

图表32：公司 DCF 估值

单位：人民币百万元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	-465	105	544	935	1,155	1,666	2,233	3,133	3,770	4,336
所得税率	0.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
EBIT*(1-所得税率)	-465	103	533	917	1,131	1,633	2,188	3,070	3,695	4,249
加：折旧和摊销	268	291	323	360	402	449	502	560	623	691
营运资本变动	-333	-172	-236	-183	-107	-227	-217	-231	-292	-259
资本开支	-310	-415	-466	-494	-545	-596	-647	-698	-749	-800
FCFF	-840	-192	155	599	881	1,259	1,826	2,701	3,276	3,881
FCFF现值	-840	-181	137	499	691	929	1,269	1,766	2,016	2,247
TV	82,758									
TV现值	47,918									
企业价值	56,450									
净负债	2,012									
少数股东权益	28									
归母股权价值	54,410									
总股数（百万股）	1,027									
每股价值	53.00									

来源：ifind, 国金证券研究所 注：USD/CNY=7.2

图表33：敏感性分析

DCF	最差情形	一般情形	最佳情形
TV增长率g:	1.00%	1.50%	2.00%
贝塔β:	0.69	0.76	0.83
Ke:	6.02%	6.45%	6.88%
WACC:	5.88%	6.26%	6.64%
FCFF现值:	8,769	8,532	8,302
TV:	69,506	82,758	102,017
TV现值:	38,974	47,918	61,002
企业价值:	47,743	56,450	69,304
归母股权价值:	45,703	54,410	67,264
总股数（百万股）:	1,027	1,027	1,027
每股价值:	44.51	53.00	65.52

来源：ifind, 国金证券研究所

估值结论：采用 DCF 估值法，给予目标价 53.00 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

药品销售不及预期

核心产品特瑞普利单抗（JS001）虽已在国内获批 12 项适应症并全部纳入医保，且获 FDA 与欧盟批准进入海外市场，但从上市许可到商业化放量仍需通过医院准入、医保落地及海外渠道拓展等关键环节。若公司销售团队对 PD-1 红海市场的学术推广能力不足，或海外合作伙伴在鼻咽癌等小众瘤种的市场教育及渠道渗透不及预期，以及 JS001sc 皮下注射剂型获批后未能快速获得临床认可，均将直接阻碍产品商业化进程，对公司整体经济效益产生显著不利影响。

临床试验进展不及预期

公司围绕核心产品 JS207 和 JS212 管线推进多项临床研发项目，临床试验过程中可能遭遇结果未达预设目标、研发进度滞后等不确定性风险。此类风险可能导致研发周期延长、进



程受阻，进而影响核心研发里程碑的如期实现，对产品整体研发规划造成不利影响。

临床数据结果不及预期

创新药研发具有固有高风险性与不确定性，JS207 和 JS212 若在后续临床试验中未能达到预设疗效或安全性终点，公司可能被迫终止该产品的后续研发进程。这将导致前期累计研发投入无法收回，对公司未来盈利预期及财务表现构成重大不利影响。值得注意的是，不同产品间的临床数据横向对比均基于非头对头研究设计，相关数据因受患者基线特征（如人种差异、疾病进展阶段）及给药方案等多重因素影响，不具备直接可比性，仅可作为参考依据。此外，公司当前披露的研究数据均源自早期临床试验阶段，若后续关键性临床试验数据未达预期，将直接阻碍产品商业化推进节奏，影响经济效益的最终实现。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,503	1,948	2,498	3,344	4,374	5,184
增长率		29.7%	28.2%	33.8%	30.8%	18.5%
主营业务成本	-541	-411	-467	-635	-787	-855
%销售收入	36.0%	21.1%	18.7%	19.0%	18.0%	16.5%
毛利	962	1,538	2,032	2,709	3,587	4,329
%销售收入	64.0%	78.9%	81.3%	81.0%	82.0%	83.5%
营业税金及附加	-20	-22	-23	-30	-39	-52
%销售收入	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
销售费用	-844	-985	-1,053	-1,170	-1,181	-1,296
%销售收入	56.2%	50.5%	42.1%	35.0%	27.0%	25.0%
管理费用	-536	-523	-494	-502	-555	-570
%销售收入	35.7%	26.9%	19.8%	15.0%	12.7%	11.0%
研发费用	-1,937	-1,275	-1,342	-1,471	-1,706	-1,866
%销售收入	128.9%	65.5%	53.7%	44.0%	39.0%	36.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,376	-1,268	-881	-465	105	544
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	2.4%	10.5%
财务费用	67	0	-65	-94	-101	-105
%销售收入	-4.5%	0.0%	2.6%	2.8%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-150	-68	-95	-91	-85	-73
公允价值变动收益	-149	-48	57	-15	0	0
投资收益	74	-24	-106	100	20	20
%税前利润	-3.0%	n.a	n.a	-20.2%	255.9%	4.4%
营业利润	-2,457	-1,339	-999	-495	8	454
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.2%	8.8%
营业外收支	-34	-19	-24	0	0	0
税前利润	-2,492	-1,358	-1,023	-495	8	454
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.2%	8.8%
所得税	-44	-23	14	0	0	-9
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0%	2.0%
净利润	-2,536	-1,380	-1,009	-495	8	445
少数股东损益	-252	-99	-134	2	3	4
归属于母公司的净利润	-2,283	-1,281	-875	-497	5	441
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.1%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-2,536	-1,380	-1,009	-495	8	445
少数股东损益	-252	-99	-134	2	3	4
非现金支出	482	396	413	363	380	400
非经营收益	114	82	81	19	88	94
营运资金变动	-65	-531	-4	-333	-172	-236
经营活动现金净流	-2,005	-1,434	-520	-447	304	703
资本开支	-828	-689	-755	-310	-415	-466
投资	-212	-257	-847	-15	0	0
其他	107	54	21	100	20	20
投资活动现金净流	-933	-893	-1,581	-225	-395	-446
股权募资	156	2	940	0	0	0
债权募资	496	1,133	1,181	53	126	243
其他	60	-111	108	-119	-122	-127
筹资活动现金净流	712	1,023	2,229	-66	5	116
现金净流量	-2,219	-1,291	107	-738	-87	373

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,788	2,502	2,615	1,877	1,790	2,163
应收款项	857	546	509	696	995	1,278
存货	538	584	573	518	590	641
其他流动资产	388	651	761	902	1,009	1,069
流动资产	5,571	4,284	4,458	3,993	4,384	5,152
%总资产	49.1%	39.7%	36.0%	33.3%	35.1%	38.4%
长期投资	1,133	1,226	1,914	1,914	1,914	1,914
固定资产	3,757	4,140	4,793	4,795	4,875	4,976
%总资产	33.1%	38.4%	38.7%	40.0%	39.0%	37.1%
无形资产	560	528	570	609	646	681
非流动资产	5,772	6,498	7,925	7,982	8,115	8,268
%总资产	50.9%	60.3%	64.0%	66.7%	64.9%	61.6%
资产总计	11,343	10,782	12,382	11,974	12,499	13,420
短期借款	575	925	1,295	1,355	1,481	1,724
应付款项	1,423	1,268	1,182	1,208	1,556	1,738
其他流动负债	440	301	302	303	344	393
流动负债	2,438	2,494	2,778	2,866	3,381	3,855
长期贷款	1,196	1,980	2,794	2,794	2,794	2,794
其他长期负债	388	376	754	753	755	757
负债	4,022	4,850	6,326	6,413	6,930	7,406
普通股股东权益	7,151	5,860	6,030	5,533	5,538	5,978
其中：股本	986	986	1,027	1,027	1,027	1,027
未分配利润	-9,060	-10,341	-11,216	-11,713	-11,709	-11,268
少数股东权益	169	72	26	28	31	35
负债股东权益合计	11,343	10,782	12,382	11,974	12,499	13,420

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-2.317	-1.300	-0.852	-0.484	0.005	0.429
每股净资产	7.255	5.946	5.874	5.389	5.394	5.823
每股经营现金净流	-2.034	-1.455	-0.506	-0.435	0.296	0.685
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-31.93%	-21.86%	-14.51%	-8.99%	0.08%	7.37%
总资产收益率	-20.13%	-11.88%	-7.07%	-4.15%	0.04%	3.28%
投入资本收益率	-26.60%	-14.58%	-8.56%	-4.79%	1.05%	5.07%
增长率						
主营业务收入增长率	3.38%	29.67%	28.23%	33.84%	30.80%	18.53%
EBIT 增长率	-12.97%	-46.66%	-30.53%	-47.22%	-122.58%	418.57%
净利润增长率	-4.38%	-43.90%	-31.68%	-43.18%	N/A	9355.11%
总资产增长率	-9.68%	-4.95%	14.84%	-3.30%	4.38%	7.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.6	93.0	74.2	72.0	78.0	85.0
存货周转天数	383.6	498.8	452.9	350.0	355.0	380.0
应付账款周转天数	822.7	1,161.5	929.3	670.0	700.0	720.0
固定资产周转天数	590.7	427.3	324.5	231.7	175.5	148.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.55%	-0.47%	14.41%	30.04%	33.83%	29.17%
EBIT 利息保障倍数	35.4	8,778.5	-13.5	-4.9	1.0	5.2
资产负债率	35.46%	44.98%	51.09%	53.56%	55.44%	55.19%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	8	8	9
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究