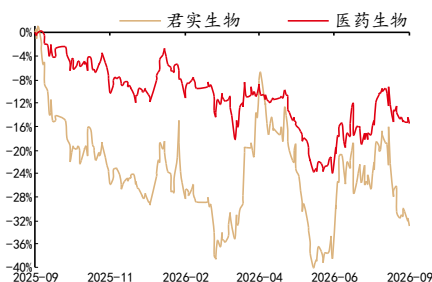


股票投资评级

买入 | 上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	32.34
总股本/流通股本(亿股)	10.27 / 7.66
总市值/流通市值(亿元)	332 / 248
52周内最高/最低价	48.80 / 28.93
资产负债率(%)	51.1%
市盈率	-37.17
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com

君实生物(688180)

商业化加速，在研管线核心组合进入临床验证期

● 投资要点

收入保持高速增长，费用效率改善推动经营拐点加速显现。2026年上半年，公司实现营业收入16.96亿元，同比增长45.18%；实现归母净利润0.22亿元，较上年同期亏损4.13亿元实现转正；实现扣非归母净利润-2.03亿元，较上年同期亏损4.78亿元明显收窄。26Q2单季度实现营业收入约9.70亿元，同比增长45.24%，归母净利润约0.42亿元，同比扭亏为盈，经营趋势持续改善。公司“提质、降本、增效”成效逐步体现。26H1研发费用为6.44亿元，同比下降8.74%，研发费用率由60.39%下降至37.96%；销售费用为5.07亿元，仅同比增长4.07%，明显低于收入增速，商业化效率持续提升。

特瑞普利单抗销售增长、授权许可收入增加及费用效率提升共同推动经营改善。核心产品特瑞普利单抗上半年实现国内销售收入约12.99亿元，同比增长约36%。此外，公司26H1获得JS005授权复星万邦产生的首付款2.15亿元。截至报告披露日，特瑞普利单抗已在中国内地获批13项适应症，其中12项纳入国家医保目录，并成为医保目录中唯一覆盖肾癌、三阴性乳腺癌和黑色素瘤治疗的抗PD-1单抗。2026年5月，公司新增获批特瑞普利单抗联合维迪西妥单抗一线治疗HER2表达晚期尿路上皮癌；围手术期治疗II—III期可切除非小细胞肺癌的补充申请亦已于7月获得受理，适应症边界进一步拓宽。特瑞普利单抗皮下注射剂型JS001sc于2026年3月获得NMPA上市申请受理，申报覆盖12项肿瘤适应症，为首款进入上市申报阶段的国产抗PD-1皮下制剂。相较静脉输注剂型，皮下制剂有望缩短给药时间、改善患者便利性，并提高日间诊疗和围手术期等长期用药场景的治疗效率，有望在原有产品生命周期基础上形成新的增量。

IO+ADC组合布局进入临床验证与注册推进期。公司重点布局下一代IO联合ADC疗法，PD-1/VEGF双抗JS207与EGFR/HER3双抗ADC JS212是当前最具价值弹性的核心管线。JS207联合CTLA-4单抗JS007一线治疗晚期肝细胞癌的II期研究中，ORR达到45.5%、DCR达到86.4%；联合化疗一线治疗MSS/pMMR型转移性结直肠癌的II期研究中，ORR达到71.0%、DCR达到96.8%，初步验证了其跨瘤种联合潜力。公司计划于2026年内启动JS207的III期临床研究，并正积极与海外药企沟通潜在合作机会。JS212在2026年AACR公布的首次人体研究中显示，4.2mg/kg和4.6mg/kg剂量组ORR分别达到44.4%和50.0%，DCR均为100%，最大耐受剂量尚未达到，整体安全性可控。公司拟将4.6mg/kg Q3W确定为II期推荐剂量，并已围绕肺癌、食管癌、乳腺癌等瘤种开展单药及联用开发。JS207联合JS212的II期临床研究正在推进，若后续能够验证“IO+ADC”的疗效协同和安全性优势，有望成为公司实现差异化竞争及海外BD的重要基础。

后期管线梯队丰富,多项关键临床支撑中长期成长。Claudin18.2 ADC JS107 已启动两项 III 期临床研究,分别覆盖二线及以上胃癌和一线胃癌。前期研究中, Claudin18.2 高表达患者接受 JS107 联合特瑞普利单抗及化疗后, ORR 达到 86.7%、DCR 达到 100%, 中位 PFS 达到 11.14 个月, 为后续 III 期验证提供依据。公司一线胃癌 III 期方案已进入关键验证阶段, 若后续数据延续, 有望较早进入商业化阶段。BTLA 单抗 tificemalimab 联合特瑞普利单抗用于局限期小细胞肺癌巩固治疗的全球多中心 III 期研究计划入组约 756 例, 截至报告披露日已入组超过 730 例, 预计 2026 年完成全部患者入组。此外, CD20/CD3 双抗 JS203 已进入 II 期, 公司预计于 2026 年内启动关键注册临床, 后期产品梯队逐步完善。

● 盈利预测与估值

公司已由单一 PD-1 商业化企业逐步升级为覆盖 PD-1 基本盘、双抗、ADC、融合蛋白和自免管线的综合创新药平台。预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 33.6/42.0/52.3 亿元, 归母净利润-3.8/1.2/5.5 亿元。公司商业化稳步推进及 BD 潜力较大, 看好后续高成长性。

● 风险提示:

特瑞普利单抗销售增速及新增适应症放量不及预期风险; IO 联合 ADC 疗法疗效协同及安全性不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,498	3,360	4,200	5,230
增长率(%)	28.23	34.48	25.00	24.52
EBITDA(百万元)	-568	43	639	1,163
归属母公司净利润(百万元)	-875	-382	116	551
增长率(%)	31.68	56.39	130.33	376.07
EPS(元/股)	-0.85	-0.37	0.11	0.54
市盈率(P/E)	-38.71	-88.77	292.68	61.48
市净率(P/B)	5.62	6.05	5.92	5.40
EV/EBITDA	-64.40	847.59	57.43	31.33

资料来源:公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2,498.42	3,360.00	4,200.00	5,230.00	营业收入	28.23%	34.48%	25.00%	24.52%
营业成本	466.50	577.60	687.50	836.50	营业利润	25.35%	60.36%	138.16%	326.86%
税金及附加	23.04	37.83	44.69	54.25	归属于母公司净利润	31.68%	56.39%	130.33%	376.07%
销售费用	1,052.99	1,142.40	1,260.00	1,412.10	获利能力				
管理费用	494.44	571.20	588.00	627.60	毛利率	81.33%	82.81%	83.63%	84.01%
研发费用	1,342.12	1,495.20	1,470.00	1,668.37	净利率	-35.03%	-11.36%	2.76%	10.54%
财务费用	65.27	63.05	76.47	74.88	ROE	-14.51%	-6.81%	2.02%	8.79%
资产减值损失	-98.10	0.00	0.00	0.00	ROIC	-8.57%	-3.75%	2.13%	6.83%
营业利润	-999.46	-396.23	151.21	645.46	偿债能力				
营业外收入	0.78	2.31	1.78	1.62	资产负债率	51.09%	54.79%	55.14%	53.95%
营业外支出	24.59	27.91	24.49	25.67	流动比率	1.60	1.23	1.14	1.19
利润总额	-1,023.27	-421.83	128.50	621.42	营运能力				
所得税	-13.88	2.91	-0.43	0.69	应收账款周转率	4.92	5.09	4.69	4.79
净利润	-1,009.39	-424.74	128.92	620.72	存货周转率	0.81	0.89	0.86	0.87
归母净利润	-875.17	-381.66	115.76	551.10	总资产周转率	0.22	0.27	0.33	0.39
每股收益(元)	-0.85	-0.37	0.11	0.54	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.85	-0.37	0.11	0.54
货币资金	2,614.57	1,437.08	1,142.41	1,297.61	每股净资产	5.87	5.46	5.57	6.11
交易性金融资产	600.78	600.78	600.78	600.78	估值比率				
应收票据及应收账款	506.75	813.92	975.83	1,206.67	PE	-38.71	-88.77	292.68	61.48
预付款项	143.91	225.26	260.50	310.23	PB	5.62	6.05	5.92	5.40
存货	573.11	724.55	875.81	1,053.86	现金流量表				
流动资产合计	4,457.70	3,978.73	3,986.05	4,640.98	净利润	-1,009.39	-424.74	128.92	620.72
固定资产	2,221.10	2,200.67	2,112.60	1,999.74	折旧和摊销	318.26	401.84	433.96	466.86
在建工程	2,571.70	3,024.38	3,497.70	3,982.21	营运资本变动	-3.93	-153.25	53.91	-1.61
无形资产	559.77	559.77	559.77	559.77	其他	175.49	196.09	254.99	260.79
非流动资产合计	7,924.62	8,379.59	8,757.10	9,121.01	经营活动现金流净额	-519.57	19.94	871.79	1,346.76
资产总计	12,382.33	12,358.32	12,743.15	13,761.99	资本开支	-755.28	-806.88	-786.47	-787.01
短期借款	603.20	503.20	403.20	303.20	其他	-825.43	-37.39	-79.09	-110.25
应付票据及应付账款	1,142.72	1,531.93	1,816.98	2,186.42	投资活动现金流净额	-1,580.71	-844.27	-865.56	-897.26
其他流动负债	1,032.37	1,198.03	1,268.89	1,397.56	股权融资	940.18	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,778.28	3,233.16	3,489.07	3,887.18	债务融资	1,180.95	-91.51	-100.00	-100.00
其他	3,547.45	3,537.43	3,537.43	3,537.43	其他	108.17	-215.53	-200.90	-194.30
非流动负债合计	3,547.45	3,537.43	3,537.43	3,537.43	筹资活动现金流净额	2,229.31	-307.04	-300.90	-294.30
负债合计	6,325.73	6,770.59	7,026.50	7,424.61	现金及现金等价物净增加额	107.32	-1,156.92	-294.67	155.20
股本	1,026.69	1,026.69	1,026.69	1,026.69					
资本公积金	16,417.49	16,417.49	16,417.49	16,417.49					
未分配利润	-11,216.17	-11,643.9	-11,545.54	-11,077.11					
少数股东权益	26.16	-16.93	-3.76	65.86					
其他	-197.58	-195.59	-178.22	-95.56					
所有者权益合计	6,056.59	5,587.73	5,716.65	6,337.37					
负债和所有者权益总计	12,382.33	12,358.32	12,743.15	13,761.99					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048