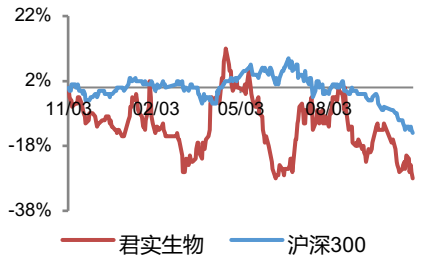
销售持续高增，在研管线梯度排布加速价值释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-02

收盘价（元）	28.96
近 12 个月最高/最低（元）	46.55/28.10
总股本（百万股）	1,027
流通股本（百万股）	766
流通股比例（%）	74.65
总市值（亿元）	297
流通市值（亿元）	222

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：王班

执业证书号：S0010526100001

邮箱：wangban@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评君实生物（688180.SH）：销售持续高增，在研管线梯度排布加速价值释放 2026-04-07

主要观点：

● **事件**

2026 年 10 月 29 日，君实生物披露 2026 年三季报。公司前三季度实现营业收入 25.13 亿元（同比+39.18%）；归母净利润-1.49 亿元，上年同期为-5.96 亿元；扣非归母净利润-2.39 亿元。公司前三季度收入增长主要来自商业化药品销售，核心产品特瑞普利国内销售持续放量，经营亏损同比收窄。单季度来看，2026Q3 实现营业收入 8.17 亿元（同比+28.19%）；归母净利润-1.71 亿元；扣非归母净利润-0.36 亿元。

● **点评**

核心产品持续放量，费用率下降推动经营改善

特瑞普利国内销售持续增长，前三季度实现销售收入约 19.64 亿元（同比+31%）；第三季度国内销售收入约 6.65 亿元。商业化药品销售增长带动公司前三季度收入同比提升 39.18%，已超过 2025 年全年收入 24.98 亿元。前三季度公司整体毛利率为 82.73%（同比+2.08 个百分点）；销售、研发和管理费用率分别为 28.61%、39.15%和 15.47%，同比分别下降 13.93、15.24 和 1.69 个百分点，收入增长带来的费用摊薄效应逐步显现。

已上市产品适应症持续拓展，创新管线梯队化推进

- **特瑞普利适应症持续拓展，海外商业化布局稳步推进：**国内方面，特瑞普利单抗在中国内地已获批 13 项适应症，其中 12 项已纳入国家医保目录；2026 年 7 月，其联合含铂化疗用于可切除 II—III 期非小细胞肺癌围手术期治疗的补充申请获国家药监局受理，适用人群有望由 IIIA—IIIB 期扩展至 II—III 期。此外，根据半年报，特瑞普利单抗皮下注射制剂 12 项肿瘤适应症的上市申请已获受理，后续审批及商业化进展值得关注。海外方面，特瑞普利单抗部分适应症已在沙特阿拉伯、泰国、越南、印度尼西亚及印度获批上市，国际化布局持续拓展。
- **JS107 胃癌一线及后线 III 期同步推进，IO+ADC 联用持续布局：**一线方面，JS107（Claudin18.2 ADC）联合特瑞普利单抗及化疗一线治疗 CLDN18.2 阳性晚期胃或胃食管结合部腺癌的 III 期临床试验正在开展；后线方面，JS107 单药对比研究者选择治疗用于 CLDN18.2 阳性晚期胃或胃食管结合部腺癌二线及以上治疗的 III 期研究亦在推进。公司持续探索 ADC 与免疫治疗联合方案。
- **JS207、JS203 相继进入注册临床，研发管线持续推进：**JS207（PD-1/VEGF 双抗）联合 JS007 一线治疗晚期肝细胞癌的 III 期临床试验已完成首例受试者给药；JS203（CD3/CD20 双抗）联合化疗对比利妥昔单抗联合化疗治疗复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤的 III 期临床试验亦于 2026 年 10 月完成首例受试者给药，为该产品首个注册临床研究。此外，公司持续推进 JS212（EGFR/HER3 双抗 ADC）、JS213（PD-1/IL-2 融合蛋白）等项目的临床试验，并积极探索多种联用方案。
- **自免管线对外授权落地，商业化路径进一步明确：**偌考奇拜单抗（IL-17A 单抗）用于中度至重度斑块状银屑病的上市申请已于 2025 年 12 月获国家药监局受理。2026 年 6 月底，公司将该产品在大中华地区的开发、

注册、生产及商业化权益授予复星万邦，获得不可抵扣且不可退还的首付款 2.15 亿元，并有权获得最高 11.25 亿元的开发及销售里程碑付款以及分级销售提成，有望为公司带来持续的现金流贡献。

● 投资建议

基于公司最新与复星万邦的 BD 合作，我们调整了 2026~2028 年的收入预测。我们预计公司 2026~2028 年收入分别 34.1/42.7/50.5 亿元，分别同比增长 36.4%/25.2%/18.4%，归母净利润分别为-3.2/1.1/5.3 亿元，分别同比减亏 63.3%/扭亏为盈/+384.5%，对应 PE 为—/271X/56X。

维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发失败风险；审批及准入不及预期风险、行业政策变化风险、销售浮动风险及海外合作推进及资金压力风险。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2498	3408	4267	5052
收入同比（%）	28.2%	36.4%	25.2%	18.4%
归属母公司净利润	-875	-321	110	532
净利润同比（%）	31.7%	63.3%	134.2%	384.5%
毛利率（%）	81.3%	81.5%	81.8%	82.3%
ROE（%）	-14.5%	-5.6%	1.9%	8.4%
每股收益（元）	-0.87	-0.31	0.11	0.52
P/E	—	—	270.86	55.90
P/B	5.82	5.23	5.14	4.70
EV/EBITDA	-64.40	500.39	53.43	28.97

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**4458**	**4655**	**5361**	**6609**
现金	2615	2034	2253	2960
应收账款	506	758	921	1101
其他应收款	2	23	20	28
预付账款	144	232	270	317
存货	573	816	988	1144
其他流动资产	618	793	909	1059
非流动资产	**7925**	**8062**	**7922**	**7692**
长期投资	508	508	508	508
固定资产	2221	1979	1719	1441
无形资产	560	808	946	1026
其他非流动资产	4636	4767	4750	4717
资产总计	**12382**	**12716**	**13282**	**14301**
流动负债	**2778**	**3514**	**3956**	**4372**
短期借款	603	603	603	603
应付账款	1143	1660	1998	2318
其他流动负债	1032	1251	1355	1450
非流动负债	**3547**	**3536**	**3536**	**3536**
长期借款	2794	2794	2794	2794
其他非流动负债	754	743	743	743
负债合计	**6326**	**7051**	**7492**	**7908**
少数股东权益	26	-15	0	71
股本	1027	1027	1027	1027
资本公积	16417	16417	16417	16417
留存收益	-11414	-11764	-11654	-11123
归属母公司股东权益	6030	5680	5790	6322
负债和股东权益	**12382**	**12716**	**13282**	**14301**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**-520**	**45**	**526**	**888**
净利润	-1009	-362	125	602
折旧摊销	318	438	460	479
财务费用	68	54	69	64
投资损失	106	-17	-85	-152
营运资金变动	-4	7	11	-44
其他经营现金流	-1004	-444	61	585
投资活动现金流	**-1581**	**-608**	**-238**	**-116**
资本支出	-755	-260	-147	-89
长期投资	-847	-233	-176	-179
其他投资现金流	21	-114	85	152
筹资活动现金流	**2229**	**11**	**-69**	**-64**
短期借款	-75	0	0	0
长期借款	814	0	0	0
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	1011	0	0	0
其他筹资现金流	438	11	-69	-64
现金净增加额	**107**	**-581**	**219**	**708**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2498**	**3408**	**4267**	**5052**
营业成本	467	631	777	894
营业税金及附加	23	34	41	49
销售费用	1053	1431	1579	1768
管理费用	494	631	704	814
财务费用	65	-12	8	-14
资产减值损失	-98	0	0	0
公允价值变动收益	57	0	0	0
投资净收益	-106	17	85	152
营业利润	**-999**	**-363**	**126**	**606**
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	25	0	0	0
利润总额	**-1023**	**-363**	**126**	**606**
所得税	-14	-1	1	3
净利润	**-1009**	**-362**	**125**	**602**
少数股东损益	-134	-41	15	71
归属母公司净利润	**-875**	**-321**	**110**	**532**
EBITDA	-568.36	63.79	593.30	1070.00
EPS（元）	-0.87	-0.31	0.11	0.52

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	28.2%	36.4%	25.2%	18.4%
营业利润	25.3%	63.7%	134.6%	382.7%
归属于母公司净利润	31.7%	63.3%	134.2%	384.5%
获利能力				
毛利率（%）	81.3%	81.5%	81.8%	82.3%
净利率（%）	-35.0%	-9.4%	2.6%	10.5%
ROE（%）	-14.5%	-5.6%	1.9%	8.4%
ROIC（%）	-8.6%	-3.8%	1.3%	5.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	51.1%	55.4%	56.4%	55.3%
净负债比率（%）	104.4%	124.5%	129.4%	123.7%
流动比率	1.60	1.32	1.36	1.51
速动比率	1.34	1.01	1.00	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.27	0.33	0.37
应收账款周转率	4.92	5.39	5.08	5.00
应付账款周转率	0.39	0.45	0.42	0.41
每股指标（元）				
每股收益	-0.87	-0.31	0.11	0.52
每股经营现金流(摊薄)	-0.51	0.04	0.51	0.86
每股净资产	5.87	5.53	5.64	6.16
估值比率				
P/E	—	—	270.86	55.90
P/B	5.82	5.23	5.14	4.70
EV/EBITDA	-64.40	500.39	53.43	28.97

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：王班，联席药品首席分析师。上海交通大学生物学博士，8 年产业研究经验，曾先后在国金证券、民生证券、浙商证券担任首席医药分析师。重点聚焦创新药、创新产业链（CXO 及上游、科研试剂）。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法

给出明确的投资评级。