

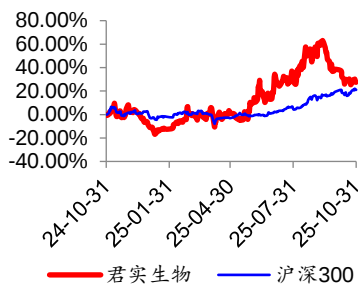
产品销售维持高增，JS207 开展美国 2/3 期临床

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2025-10-31

收盘价（元）	38.17
近 12 个月最高/最低（元）	51.40/24.72
总股本（百万股）	1027
流通股本（百万股）	766
流通股比例（%）	74.59%
总市值（亿元）	391.9
流通市值（亿元）	292.5

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：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评君实生物 (688180.SH)：PD-1 销售加速快跑，IO2.0 大药稳步推进 2025-9-1
2. 【华安医药】公司点评君实生物 (688180.SH)：拓益维持高增，海外迎来增长，经营情况快速向好 2025-3-29
3. 【华安医药】公司点评君实生物 (688180.SH)：Q3 维持销售增长，FDA 正式批准拓益出海 2023-10-29

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 29 日，君实生物发布 2025 年三季报。前三季度实现营业收入 18.06 亿元，同比+42.06%；归母净利润-5.96 亿元，同比减亏 35.72%；扣非归母净利润-6.70 亿元，同比减亏 28.73%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 6.37 亿元，同比+31.40%；归母净利润为-1.83 亿元，同比减亏 35.06%；扣非归母净利润为-1.91 亿元，同比减亏 38.78%。

● 点评

✓ 费用率大幅下降，财务状况更趋稳健

前三季度，公司整体毛利率为 80.65%，同比+6.24 个百分点；期间费用率 116.66%，同比-34.28 个百分点；其中销售费用率 42.54%，同比-11.24 个百分点；管理费用率 17.16%，同比-10.63 个百分点；财务费用率 2.57%，同比+1.97 个百分点；经营性现金流净额为-3.43 亿元，同比-69.16%。公司持续落实“提质增效重回报”行动方案，加强费用管控与资源聚焦，亏损金额与上年同期相比显著缩窄。截至报告期末，公司的货币资金及交易性金融资产余额合计 32.70 亿元，资金储备较为充足。

✓ 商业化效率大幅提升，国际化进程领先

公司核心产品特瑞普利单抗注射液前三季度于国内市场实现销售收入约 14.95 亿元，同比增长约 40%。与此同时，拓益®用于一线治疗 HER2 阳性尿路上皮癌的新适应症上市申请获得受理。目前，拓益®的 12 项适应症已于中国内地获批，其中 10 项适应症已纳入国家医保目录，多项为公司独家或领先适应症。国际化方面，特瑞普利单抗已在中国内地、中国香港、美国、欧盟、印度、英国、约旦、澳大利亚、新加坡、阿联酋、科威特、巴基斯坦、加拿大等 40 多个国家和地区获批上市，并在全球多个国家和地区接受上市审评。

✓ IO2.0 进度领先，JS207 开展美国 2/3 期临床试验

公司加快推进在研管线的研发和上市申请等工作，并持续提升商业化竞争力，加快全球商业化拓展，为公司未来营业收入提供持续增长动力。JS207 (PD-1/VEGF 双特异性抗体) 用于非小细胞肺癌患者新辅助治疗的 II/III 期临床试验申请获得 FDA 批准，JS005 (抗 IL-17A 单抗) 治疗中重度斑块状银屑病的 III 期临床研究达到主要终点，JT118 注射液 (猴痘病毒重组蛋白疫苗) 的临床试验申请获得国家药监局批准。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 25.5/32.5/38.4 亿元，分别同比增长 31.0%/27.5%/17.9%，归母净利润分别为-7.3/0.1/2.8 亿元。我们看好特瑞普利单抗销售国内高增速，公司国际化进程，IO2.0 及 ADC 管线推进，维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发失败、审批及准入不及预期、行业政策变化、销售浮动等风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1948	2552	3253	3836
收入同比 (%)	29.7%	31.0%	27.5%	17.9%
归属母公司净利润	-1281	-730	9	283
净利润同比 (%)	43.9%	43.0%	101.2%	3065.8%
毛利率 (%)	78.9%	80.5%	81.2%	81.8%
ROE (%)	-21.9%	-14.2%	0.2%	5.2%
每股收益 (元)	-1.30	-0.71	0.01	0.28
P/E	—	—	4377.52	138.28
P/B	4.60	7.65	7.64	7.24
EV/EBITDA	-27.98	-103.13	93.79	55.39

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4284	4277	4836	5670	营业收入	1948	2552	3253	3836
现金	2502	1817	1869	2167	营业成本	411	498	612	698
应收账款	510	719	895	1063	营业税金及附加	22	31	38	46
其他应收款	36	244	227	301	销售费用	985	1026	1015	1162
预付账款	200	235	291	331	管理费用	523	564	569	625
存货	584	637	812	916	财务费用	0	-20	-1	-14
其他流动资产	451	625	741	891	资产减值损失	-88	0	0	0
非流动资产	6498	6620	6515	6324	公允价值变动收益	-48	0	0	0
长期投资	223	223	223	223	投资净收益	-24	3	33	27
固定资产	2281	2025	1756	1474	营业利润	-1339	-781	10	303
无形资产	521	775	919	1005	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	3472	3596	3617	3621	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	10782	10896	11351	11993	利润总额	-1358	-781	10	303
流动负债	2494	3208	3653	3987	所得税	23	13	0	-5
短期借款	678	678	678	678	净利润	-1380	-794	10	308
应付账款	1233	1419	1775	2014	少数股东损益	-99	-64	1	24
其他流动负债	583	1110	1200	1295	归属母公司净利润	-1281	-730	9	283
非流动负债	2356	2558	2558	2558	EBITDA	-978	-395	433	728
长期借款	1980	1980	1980	1980	EPS (元)	-1.30	-0.71	0.01	0.28
其他非流动负债	376	578	578	578					
负债合计	4850	5766	6211	6545					
少数股东权益	72	7	8	32					
股本	986	1027	1027	1027					
资本公积	15407	15366	15366	15366					
留存收益	-10532	-11269	-11260	-10977					
归属母公司股东权	5860	5123	5132	5416					
负债和股东权益	10782	10896	11351	11993					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1434	-611	418	613	成长能力				
净利润	-1380	-794	10	308	营业收入	29.7%	31.0%	27.5%	17.9%
折旧摊销	327	406	425	440	营业利润	45.5%	41.7%	101.2%	3069.2%
财务费用	6	42	54	51	归属于母公司净利	43.9%	43.0%	101.2%	3065.8%
投资损失	24	-3	-33	-27	获利能力				
营运资金变动	-531	-232	-7	-121	毛利率 (%)	78.9%	80.5%	81.2%	81.8%
其他经营现金流	-728	-592	-15	391	净利率 (%)	-65.7%	-28.6%	0.3%	7.4%
投资活动现金流	-893	-619	-313	-264	ROE (%)	-21.9%	-14.2%	0.2%	5.2%
资本支出	-689	-272	-169	-112	ROIC (%)	-15.0%	-9.6%	0.1%	3.3%
长期投资	-257	-233	-176	-179	偿债能力				
其他投资现金流	54	-113	33	27	资产负债率 (%)	45.0%	52.9%	54.7%	54.6%
筹资活动现金流	1023	552	-54	-51	净负债比率 (%)	81.8%	112.4%	120.8%	120.1%
短期借款	226	0	0	0	流动比率	1.72	1.33	1.32	1.42
长期借款	784	0	0	0	速动比率	1.39	1.04	0.99	1.06
普通股增加	0	41	0	0	营运能力				
资本公积增加	12	-41	0	0	总资产周转率	0.18	0.24	0.29	0.33
其他筹资现金流	2	552	-54	-51	应收账款周转率	3.92	4.15	4.03	3.92
现金净增加额	-1291	-685	52	298	应付账款周转率	0.31	0.38	0.38	0.37

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-1.30	-0.71	0.01	0.28	P/E	—	—	4377.52	138.28
每股经营现金流	-1.40	-0.60	0.41	0.60	P/B	4.60	7.65	7.64	7.24
每股净资产	5.95	4.99	5.00	5.27	EV/EBITDA	-27.98	-103.13	93.79	55.39

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：任婉莹，医药行业分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

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。