

构建肿瘤免疫核心竞争力，商业化进程即将加速

2025 年 04 月 02 日

► **产品销售收入强劲增长。**2025 年 3 月 31 日，康方生物发布 2024 年年度业绩。2024 年公司实现总收入 21.24 亿元，同比-53.08%，其中商业销售收入 20.02 亿元，同比+24.88%，商业授权收入为 1.22 亿元；实现毛利 18.35 亿元，其中商业销售毛利为 17.13 亿元，同比+16.53%；2024 年度亏损为 5.01 亿元。

► **两大双抗构建肿瘤免疫核心竞争力。**公司围绕核心双抗产品卡度尼利单抗和依沃西单抗进行了超过 40 项适应症的临床疗法探索。卡度尼利单抗 2024 年新增一线胃癌全人群适应症，填补 PD-L1 低表达/阴性胃癌人群免疫治疗空白；一线治疗宫颈癌的 sNDA 正在审评中，此外还有 8 项注册性/III 期临床研究。依沃西单抗 2024 年首次获批用于治疗 EGFR-TKI 治疗进展的局部晚期或转移性 nsq-NSCLC。2024 年，在 HARMONi-2 试验中依沃西治疗一线 PD-L1 阳性 NSCLC 患者取得了长达 11.14 个月的 mPFS，显著优于帕博利珠单抗，奠定了依沃西在肿瘤免疫治疗领域的下一代重磅基石药物的地位。目前，依沃西已开展 12 项注册性/III 期临床研究（6 项与 PD-1/L1 疗法头对头研究）。通过卡度尼利单抗和依沃西单抗，公司产品可以实现多个高发重大肿瘤疾病的广泛深入覆盖，构建肿瘤免疫领域的核心竞争力。

► **高效投入研发，早期管线值得期待。**2024 年公司研发投入约 12 亿元，研发效率持续高效，24 年全年实现 3 个新药首次获批，2 个新药新适应症获批，5 个产品新适应症提交 sNDA，两大双抗 4 个 III 期阳性结果，以及 25 项以上 III 期临床持续推进。在早期管线方面，公司自主研发的首个 ADC 药物 AK138D1 也已经进入临床，并在澳洲完成 I 期临床的首例患者入组；公司自主研发的首个双抗 ADC 药物的 IND 已被受理，公司自主研发的全球首个靶向 IL-4R α /ST2 的双抗 (AK139) 的 IND 也已受理。

► **商业化进程即将加速。**2024 年公司产品销售收入 20.02 亿元，同比增长 24.88%。公司两大核心产品卡度尼利单抗和依沃西单抗通过 2024 年底医保谈判纳入国家医保目录，2025 年医保目录执行以来，公司加速推进医院准入和覆盖工作。此外，非肿瘤方面，公司伊努西单抗已获批上市，预计随着未来依若奇单抗 (NDA 审评中)、古莫奇单抗 (NDA 审评中) 的获批上市，公司非肿瘤产品商业化进程也将加速兑现。

► **投资建议：**公司凭借两款双抗构建起肿瘤免疫领域核心竞争力，预计 2025 年起进入商业化加速阶段。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 38.20 亿元、65.19 亿元、88.60 亿元，实现归母净利润 1.07 亿元、10.64 亿元、20.83 亿元，对应 PE 为 672 倍、67 倍、34 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场竞争加剧风险；产品研发不及预期风险；海外法律及监管风险；审评要求变化风险；医保政策、准入政策变化的风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	3,820	6,519	8,860
增长率(%)	-53.1	79.9	70.6	35.9
归母净利润	-515	107	1,064	2,083
增长率(%)	-125.4	120.8	896.9	95.7
EPS	-0.57	0.12	1.19	2.32
P/E	/	672	67	34
P/B	10.5	10.3	8.9	7.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

86.00 港元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

- 1.康方生物 (9926.HK) 2024 年半年报点评：依沃西获批助力销售增长，管线丰富研发进展不断-2024/08/30
- 2.康方生物 (9926.HK) 点评：依沃西第二项适应症 NDA 受理，看好重磅潜力-2024/07/31
- 3.康方生物 (9926.HK) 2023 年年报点评：创新研发实力雄厚，多款产品实现商业化未来可期-2024/03/20
- 4.康方生物 (9926.HK) 深度报告：首发双抗商业化兑现，出海国际化扬帆启航-2024/02/05

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	8,692	8,835	9,695	11,628
现金及现金等价物	6,918	6,895	7,247	8,741
应收账款及票据	525	637	1,087	1,477
存货	707	724	740	763
其他	542	579	621	647
非流动资产合计	4,063	4,197	4,519	4,826
固定资产	3,231	3,362	3,681	3,985
商誉及无形资产	331	334	337	340
其他	501	501	501	501
资产合计	12,755	13,032	14,214	16,453
流动负债合计	1,687	1,818	1,862	1,907
短期借贷	535	535	535	535
应付账款及票据	425	515	538	565
其他	726	768	789	806
非流动负债合计	4,315	4,315	4,315	4,315
长期借贷	3,406	3,406	3,406	3,406
其他	909	909	909	909
负债合计	6,001	6,133	6,177	6,222
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,814	6,955	8,054	10,171
归属母公司股东权益	6,814	6,955	8,054	10,171
少数股东权益	-60	-57	-17	60
股东权益合计	6,753	6,899	8,037	10,232
负债和股东权益合计	12,755	13,032	14,214	16,453

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-528	145	522	1,493
净利润	NA	107	1,064	2,083
少数股东权益	NA	4	40	77
折旧摊销	NA	186	198	214
营运资金变动及其他	NA	-152	-779	-881
投资活动现金流	-1,523	-40	-43	128
资本支出	NA	-320	-520	-520
其他投资	NA	280	477	648
筹资活动现金流	3,389	-162	-162	-162
借款增加	NA	0	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	0	0	0
其他	NA	-162	-162	-162
现金净增加额	1,373	-23	352	1,494

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

备注：由于 2024 年完整现金流量表尚未披露，因此暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	3,820	6,519	8,860
其他收入	0	0	0	0
营业成本	289	579	807	1,017
销售费用	1,002	1,629	2,259	2,833
管理费用	204	229	456	620
研发费用	1,188	1,223	1,630	1,772
财务费用	68	23	24	17
权益性投资损益	-69	0	0	0
其他损益	194	-26	-44	-60
除税前利润	-501	111	1,299	2,541
所得税	0	0	195	381
净利润	-501	111	1,104	2,160
少数股东损益	13	4	40	77
归属母公司净利润	-515	107	1,064	2,083
EBIT	-433	134	1,323	2,558
EBITDA	-433	320	1,520	2,772
EPS (元)	-0.57	0.12	1.19	2.32

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	-53.08	79.87	70.64	35.91
归属母公司净利润	-125.37	120.75	896.89	95.67
盈利能力(%)				
毛利率	86.39	84.84	87.62	88.52
净利率	-24.22	2.79	16.33	23.50
ROE	-7.55	1.53	13.21	20.47
ROIC	-4.05	1.24	9.38	15.34
偿债能力				
资产负债率(%)	47.05	47.06	43.46	37.81
净负债比率(%)	-44.07	-42.81	-41.13	-46.91
流动比率	5.15	4.86	5.21	6.10
速动比率	4.73	4.46	4.81	5.70
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.30	0.48	0.58
应收账款周转率	5.18	6.58	7.57	6.91
应付账款周转率	0.74	1.23	1.53	1.84
每股指标 (元)				
每股收益	-0.57	0.12	1.19	2.32
每股经营现金流	-0.59	0.16	0.58	1.66
每股净资产	7.59	7.75	8.97	11.33
估值比率				
P/E	/	672	67	34
P/B	10.5	10.3	8.9	7.1
EV/EBITDA	/	214.86	45.26	24.83

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048