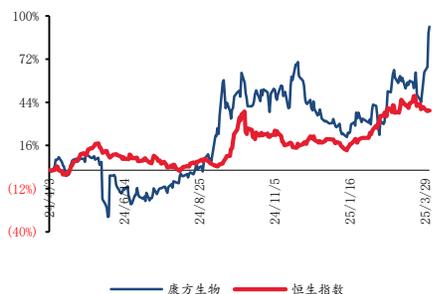


医药

康方生物：两款双抗医保放量可期，IO 2.0 加速布局大适应症

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	8.98/8.98
总市值/流通(亿港元)	789.87/789.87
12个月内最高/最低价(港元)	88.8/26.45

相关研究报告

<<康方生物：双抗龙头挑战药王成功，国际化向纵深推进>>--2024-11-24

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

事件：2025年3月30日，康方生物公布2024年全年业绩，公司全年实现收入21.24亿元，同比下降53.08%（主要原因是2023年从SUMMIT收到大额首付款）。其中，商业销售扣除分销成本后的收入为20.02亿元，同比增长24.88%，主要得益于两款核心双抗产品卡度尼利（PD-1/CTLA-4）和依沃西（PD-1/VEGF）的销售快速增长。

两款双抗新药纳入医保目录，多适应症获批销售放量可期

卡度尼利：2022年6月，卡度尼利获得NMPA批准上市，用于既往接受含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌患者的治疗，该适应症已成功纳入2024年国家医保目录。2024年9月，卡度尼利联合方案用于局部晚期不可切除或转移性胃或胃食管结合部（G/GEJ）腺癌患者一线治疗适应症获批上市。2024年4月，卡度尼利加含铂化疗联合/不联合贝伐珠单抗1L治疗持续、复发或转移性宫颈癌的上市申请获受理。

依沃西：2024年5月，基于HARMONi-A研究结果，依沃西被NMPA批准上市，用于治疗EGFR-TKI治疗后进展的EGFR突变的局部晚期或转移性nsq-NSCLC，该适应症已成功纳入2024年国家医保目录。2024年8月，依沃西单药1L治疗PD-L1阳性NSCLC适应症sNDA获受理，并纳入优先审评，有望成为肺癌1L去化疗新标准治疗方案。

依沃西海外III期数据读出在即，全面加速布局核心适应症

HARMONi：2024年10月，美国合作方SUMMIT主导开展的依沃西联合化疗对比化疗2L治疗接受过第三代EGFR-TKI治疗进展的EGFR突变的局部晚期转移性非鳞状NSCLC的全球多中心III期临床试验HARMONi完成患者入组，预计将在2025年中获得HARMONi研究的顶线数据，美国FDA已经授予依沃西该适应症快速通道资格认定。

HARMONi-3：2023年10月，美国合作方SUMMIT主导开展的依沃西联合化疗对比帕博利珠联合化疗1L治疗鳞状NSCLC的全球多中心III期临床试验HARMONi-3开始入组，主要终点为OS，预计4年左右完成临床。2024年10月，为实现肺癌1L全人群覆盖，SUMMIT修改了HARMONi-3临床研究方案，将入组患者人群从鳞癌扩大到“鳞癌+非鳞癌（腺癌）”，计划入组患者从400人增加到1080人，主要终点设为OS和PFS，全面加速布局肿瘤大适应症。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2025/2026/2027年营业收入分别为35.58/56.28/81.21亿元；归母净利润分别为0.26/8.40/13.37亿元。公司核心产品商业化顺利，预计2025年实现盈利，维持“买入”评级。

风险提示：新产品放量不及预期风险；医保支付政策调整带来的风险；管线研发不及预期风险；地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2124	3558	5628	8121
营业收入增长率(%)	-53%	68%	58%	44%
归母净利（百万元）	-515	26	840	1337
净利润增长率(%)	-125%	105%	3,166%	59%
摊薄每股收益（元）	-0.60	0.03	0.94	1.49
市盈率（PE）	-93.07	2826.53	86.54	54.36

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,692	11,264	13,866	17,352
现金	6,918	6,433	6,275	6,606
应收账款及票据	525	653	983	1,498
存货	707	1,622	2,464	3,485
其他	542	2,556	4,143	5,764
非流动资产	4,063	4,607	5,149	5,471
固定资产	3,231	3,604	3,962	4,110
无形资产	331	331	331	331
其他	501	673	856	1,029
资产总计	12,755	15,872	19,015	22,823
流动负债	1,687	3,742	5,479	7,855
短期借款	535	639	719	812
应付账款及票据	425	1,503	2,293	3,247
其他	726	1,599	2,468	3,796
非流动负债	4,315	5,315	5,815	5,815
长期债务	3,406	4,406	4,906	4,906
其他	909	909	909	909
负债合计	6,001	9,057	11,294	13,670
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,814	6,874	7,749	9,120
归属母公司股东权益	6,814	6,874	7,749	9,120
少数股东权益	-60	-59	-28	33
股东权益合计	6,753	6,815	7,721	9,153
负债和股东权益	12,755	15,872	19,015	22,823

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-528	-430	409	1,093
净利润	-515	26	840	1,337
少数股东权益	13	1	31	61
折旧摊销	0	127	142	152
营运资金变动及其他	-27	-584	-604	-456
投资活动现金流	-1,523	-1,000	-951	-647
资本支出	0	-500	-500	-300
其他投资	-1,523	-500	-451	-347
筹资活动现金流	3,389	910	350	-151
借款增加	0	1,104	580	93
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-193	-230	-244
其他	3,389	0	0	0
现金净增加额	1,373	-485	-158	330

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	3,558	5,628	8,121
其他收入	0	0	0	0
营业成本	289	470	713	995
销售费用	1,002	1,245	1,801	2,518
管理费用	204	302	422	609
研发费用	1,188	1,138	1,238	1,787
财务费用	68	124	166	181
除税前溢利	-501	32	1,025	1,644
所得税	0	5	154	247
净利润	-501	27	871	1,398
少数股东损益	13	1	31	61
归属母公司净利润	-515	26	840	1,337
EBIT	-433	156	1,190	1,825
EBITDA	-433	283	1,332	1,977
EPS (元)	-0.60	0.03	0.94	1.49

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-53.08%	67.50%	58.20%	44.30%
归属母公司净利润	-125.37%	105.00%	3,166.18%	59.19%
获利能力				
毛利率	86.39%	86.79%	87.34%	87.74%
销售净利率	-24.22%	0.72%	14.92%	16.46%
ROE	-7.55%	0.37%	10.84%	14.66%
ROIC	-4.05%	1.12%	7.58%	10.43%
偿债能力				
资产负债率	47.05%	57.06%	59.40%	59.90%
净负债比率	-44.07%	-20.36%	-8.42%	-9.70%
流动比率	5.15	3.01	2.53	2.21
速动比率	4.73	2.27	1.73	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.25	0.32	0.39
应收账款周转率	5.18	6.04	6.88	6.55
应付账款周转率	0.74	0.49	0.38	0.36
每股指标(元)				
每股收益	-0.60	0.03	0.94	1.49
每股经营现金流	-0.59	-0.48	0.46	1.22
每股净资产	7.59	7.66	8.63	10.16
估值比率				
P/E	-93.07	2826.53	86.54	54.36
P/B	7.36	10.57	9.38	7.97
EV/EBITDA	-108.93	251.89	54.07	36.31

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。