

2025 年 04 月 09 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 08 日

收盘价（港元）	67.25
一年内最高/最低（港元）	89.90/26.45
总市值（百万港元）	60,361.93
流通市值（百万港元）	60,361.93
资产负债率（%）	47.05

资料来源：聚源数据

康方生物 (09926. HK)

——重要数据催化节点临近，“新管线”加速推进

投资要点：

- **2024 年整体业绩符合预期。**24 全年总收入为 21.239 亿元，同比下降 53.08%，主要是基于授权费用的减少，24 年从 SUMMIT 收到的授权费用为 1.216 亿元。24 年扣除分销成本后的商业销售收入为 20.024 亿元，同比增长 24.88%。24 年归母净利润-5.01 亿元。24 年全年研发开支 11.88 亿元，同比-5.29%；销售及营销费用 10.02 亿元，同比+12.51%；行政开支 2.04 亿元，同比+1.77%。
- **卡度尼利和依沃西纳入最新医保目录，25 年有望放量，并不断丰富适应症拓展。**1) **医保业绩放量：**卡度尼利和依沃西 2024 年首次成功纳入医保，销售重点转向以院内市场为核心，有望提高药物可及性，显著降低患者用药负担，25 年销售有望高速增长。2) **依沃西新适应症获批及数据催化：**治疗一线 PD-L1 阳性 NSCLC 适应症 sNDA 已于 24 年 7 月获 NMPA 受理，有望 25H1 获批；二线 EGFR-TKI 进展 nsq-NSCLC 全球 HARMONi 临床预期 2025 年中发布顶线数据，若获得阳性结果，则有望今年向 FDA 提交上市申请。3) **卡度尼利适应症不断拓展，具备出海价值：**一线胃癌于 24 年 9 月获批，一线宫颈癌 24 年 4 月 NDA 受理，肝癌术后辅助、中期肝癌、2L 胃癌和 1L PD-L1 阴性 NSCLC 的 3 期临床正在推进，有望提供业绩增量，并且有望填补胃癌/宫颈癌 PD-L1 低表达/阴性人群免疫治疗空白，具备出海价值。
- **全面夯实“IO+ADC”2.0 战略优势，其他肿瘤/非肿瘤进展积极。**1) **ADC/双抗加速推进：**公司自研的首个 ADC 药物 AK138D1(HER3)已在澳洲完成 I 期首例入组；公司自研首个双抗 ADC 药物 AK146D1(Trop2/Nectin4) IND 已被 CDE 受理。公司五款早期双抗 AK129(PD-1/LAG-3)、AK131(PD-1/CD-73)、AK130(TIGIT/TGF-β)、AK132(CLDN-18.2/CD-47)、AK137(CD-73/LAG-3)均在积极推进中。2) **非肿瘤领域：**伊努西单抗(PCSK9)已于 24 年 9 月获批；依若奇单抗(IL-12p40)的 NDA 已于 23 年 8 月获受理；古莫奇单抗(IL-17A)的 NDA 已于 25 年 1 月获受理；公司首个自免双抗 AK139(IL-4Rα/ST2)的 IND 已获受理。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 34.19/55.98/85.77 亿元。通过 DCF 方法计算，假设永续增长率为 3%，WACC 为 8.67%，公司合理股权价值为 1003 亿港元（汇率取人民币 1 元=1.07 港元）。鉴于公司创新管线出色，商业化强劲，海外临床确定性逐渐清晰，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4526	2124	3419	5598	8577
同比增长率（%）	440.35%	-53.08%	60.98%	63.71%	53.23%
归母净利润（百万元）	2028	-515	24	587	1343
同比增长率（%）	273.60%	-125.37%	104.71%	2323.13%	128.90%
每股收益（元/股）	2.42	-0.60	0.03	0.65	1.50
ROE（%）	43.2%	-7.6%	0.4%	7.8%	15.1%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表				资产负债表			
单位：人民币(百万)				单位：人民币(百万)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
营业收入	3,419	5,598	8,577	货币资金	5,301	5,179	6,137
增长率	61.0%	63.7%	53.2%	应收款项	802	967	1,039
营业成本	308	560	858	存货	427	544	715
%销售收入	9.0%	10.0%	10.0%	其他流动资产	1,275	1,843	2,392
毛利	3,111	5,038	7,720	流动资产	7,805	8,533	10,283
%销售收入	91.0%	90.0%	90.0%	权益性投资	619	802	1,004
其他收入	0	0	0	固定资产	3,462	3,585	3,603
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	329	326	324
销售费用	1,299	1,903	2,402	非流动资产	4,580	4,938	5,212
%销售收入	38.0%	34.0%	28.0%	资产总计	12,385	13,471	15,494
管理费用	274	336	429	应付款项	299	389	477
%销售收入	8.0%	6.0%	5.0%	短期借款	485	455	445
研发费用	1,368	1,847	2,745	其他流动负债	308	448	515
%销售收入	40.0%	33.0%	32.0%	流动负债	1,092	1,292	1,437
财务费用	-20	-25	160	长期债务	3,606	3,806	4,206
%销售收入	-0.6%	-0.4%	1.9%	其他长期负债	870	870	870
息税前利润 (EBIT)	14	699	1,764	非流动负债	4,476	4,676	5,076
%销售收入	0.4%	12.5%	20.6%	负债总计	5,568	5,968	6,513
投资收益	-155	-241	-351	归属母公司股东权益	6,873	7,494	8,871
%税前利润	-461.5%	-33.2%	-21.9%	少数股东权益	-56	9	110
除税前利润	34	724	1,604	负债股东权益合计	12,385	13,471	15,494
利润率	1.0%	12.9%	18.7%				
所得税	5	72	160				
所得税率	15.0%	10.0%	10.0%				
净利润(含少数股东损益)	28	652	1,444				
少数股东损益	4	65	101				
归属于母公司的净利润	24	587	1,343				
增长率	104.7%	2323.1%	128.9%				
净利率	0.7%	10.5%	15.7%				

现金流量表				比率分析			
单位：人民币(百万)					2025E	2026E	2027E
	2025E	2026E	2027E	每股指标			
净利润	24	587	1,343	每股收益	0.03	0.65	1.50
少数股东损益	4	65	101	每股净资产	7.66	8.35	9.88
营运资金变动	-733	-137	-125	每股经营现金净流	-0.55	0.85	2.00
其他变动	208	250	475	每股股利	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流量净额	-496	765	1,794	回报率			
资本开支	-400	-300	-200	净资产收益率	0.35%	7.83%	15.14%
投资	-865	-722	-769	总资产收益率	0.20%	4.35%	8.67%
其他	80	27	-80	投入资本收益率	0.11%	5.35%	11.65%
投资活动现金流量净额	-1,185	-995	-1,049	增长率			
股权募资	0	0	0	营业收入增长率	60.98%	63.71%	53.23%
债权募资	150	170	390	EBIT增长率	103.17%	4988.24%	152.39%
其他	-119	-98	-212	净利润增长率	104.71%	2323.13%	128.90%
筹资活动现金流量净额	31	72	178	总资产增长率	-2.90%	8.77%	15.02%
现金净变动	-1,617	-123	958	资产管理能力			
				应收账款周转天数	62.6	48.9	37.9
				存货周转天数	663.3	312.4	264.2
				应付账款周转天数	423.7	221.2	181.6
				固定资产周转天数	352.3	226.6	150.8
				偿债能力			
				流动比率	7.15	6.60	7.16
				速动比率	6.47	5.88	6.36
				净负债/股东权益	-17.75%	-12.22%	-16.53%
				EBIT利息保障倍数	0.1	7.1	8.3
				资产负债率	44.96%	44.30%	42.03%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。