

康方生物 (09926.HK)

优于大市

核心产品顺利进入医保，依沃西即将迎来重要数据读出

核心观点

销售持续增长，两大双抗顺利纳入医保。康方生物 2024 年总营收为 21.2 亿元（-53%），下降主要由于授权费用的减少；扣除分销成本后销售收入为 20.0 亿元（+25%），增长主要由卡度尼利和依沃西的销售驱动。全年研发费用为 11.9 亿元（-5%），销售费用为 10.0 亿元（+13%），全年亏损约 5.0 亿元。截至 24 年底，公司在手现金约 73 亿元（上年同期约 49 亿元），足以为公司的研发投入及商业化拓展提供有力支持。2024 年底，卡度尼利和依沃西通过谈判纳入医保，预计将有持续的销售放量。

依沃西推进全球 3 期临床，即将迎来重要数据读出。依沃西于 24 年中在中国获批 EGFRm NSCLC 2L 适应症，并相继在 ASCO 和 ESMO 中读出了 HARMONi-A 和 HARMONi-2 的临床数据。依沃西单药治疗 PD-L1+ NSCLC 1L 患者的适应症有望于上半年获批上市，并且，全球 3 期临床 HARMONi 的数据预计将于 25 年中读出。另外，依沃西联合化疗治疗 NSCLC 1L 和依沃西单药治疗 PD-L1 ≥ 50% NSCLC 1L 的两大全球 3 期临床也在推进之中。在肺癌之外，依沃西在胆道癌、头颈鳞癌、结直肠癌等瘤种的 3 期临床也已启动；且合作伙伴 Summit 已与辉瑞达成了合作，共同推进依沃西与多款 ADC 药物联用的临床开发；依沃西有望成为下一代免疫治疗的基石药物。

后续管线顺利推进。莱法利单抗（AK117）已经开展了头颈鳞癌的注册性临床，也是全球首个进入实体瘤 3 期临床的 CD47 单抗。普洛西（AK109）治疗 GC 2L 适应症的 3 期临床也在进行之中。公司以依沃西和卡度尼利为基石，内部管线的联用即将进入收获期。公司的首款 ADC AK138D1（HER3 ADC）已进入 1 期临床，双抗 ADC AK146D1（TROP2xNectin4 ADC）的 IND 申请已获受理。

投资建议：维持“优于大市”评级。

根据公司年报以及相关产品的监管进展，我们下调公司 2025-26 年的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 33.0/52.0/79.0 亿元（25-26 年前值 42.0/64.4 亿元），归母净利润 0.29/7.30/17.93 亿元（25-26 年前值 3.19/14.0 亿元）。公司的核心产品顺利进入医保，依沃西即将迎来重要数据读出，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,526	2,124	3,303	5,197	7,902
(+/-%)	440.3%	-53.1%	55.5%	57.3%	52.1%
净利润(百万元)	2028	-515	29	730	1793
(+/-%)	-273.6%	—	-105.7%	2407.8%	145.5%
每股收益(元)	2.26	-0.57	0.03	0.81	2.00
EBIT Margin	45.2%	-26.3%	-4.6%	13.6%	25.8%
净资产收益率 (ROE)	43.2%	-7.6%	0.4%	9.6%	19.1%
市盈率 (PE)	34.2	-135.0	2384.8	95.1	38.7
EV/EBITDA	35.8	-142.9	513.3	77.1	33.4
市净率 (PB)	14.80	10.19	10.15	9.17	7.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

医药生物 · 生物制品

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

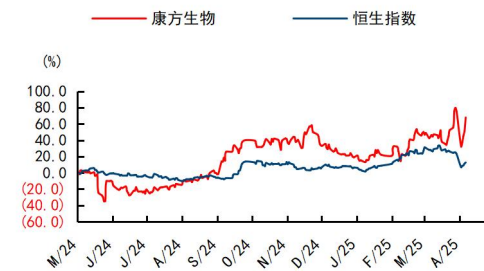
证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：陈益凌 021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	82.20 港元
总市值/流通市值	73781/73781 百万港元
52 周最高价/最低价	89.90/26.45 港元
近 3 个月日均成交额	810.85 百万港元

市场走势



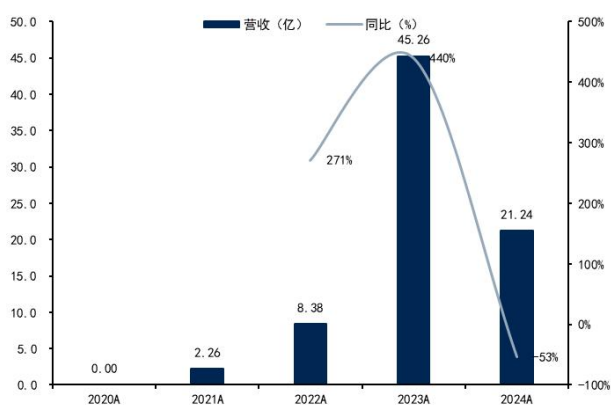
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《康方生物 (09926.HK) - 依沃西头对头战胜 K 药，有望成为下一代免疫基石药物》——2024-09-11
- 《康方生物 (09926.HK) - 研发及商业化均实现快速发展》——2024-09-08
- 《康方生物 (09926.HK) - AK112 头对头 K 药达到高效，有望成为免疫治疗新基石》——2024-06-02
- 《康方生物 (09926.HK) - 卡度尼利销售增长强劲，多款产品研发快速推进》——2024-03-25
- 《康方生物 (09926.HK) - 全球临床顺利推进，商业化销售增长迅速》——2023-09-01

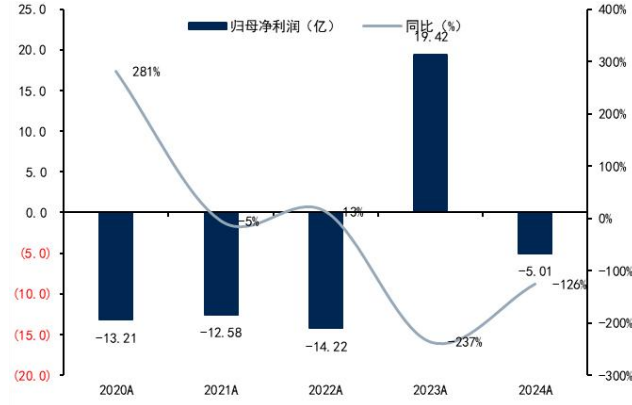
销售持续增长，两大双抗顺利纳入医保。康方生物 2024 年总营收为 21.2 亿元（-53%），下降主要由于授权费用的减少；扣除分销成本后销售收入为 20.0 亿元（+25%），增长主要由卡度尼利和依沃西的销售驱动。全年研发费用为 11.9 亿元（-5%），销售费用为 10.0 亿元（+13%），全年亏损约 5.0 亿元。截至 24 年底，公司在手现金约 73 亿元（上年同期约 49 亿元），足以为公司的研发投入及商业化拓展提供有力支持。2024 年底，卡度尼利和依沃西通过谈判纳入医保，预计将有持续的销售放量。

图1：康方生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



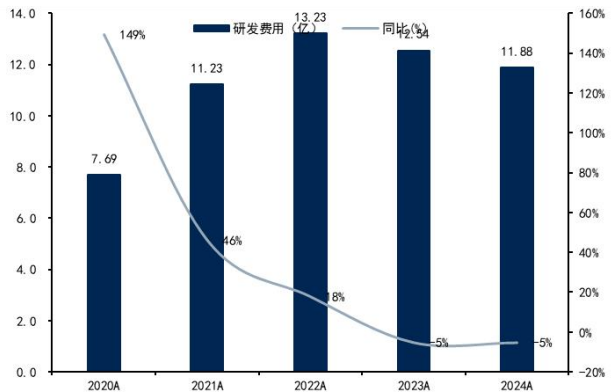
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康方生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



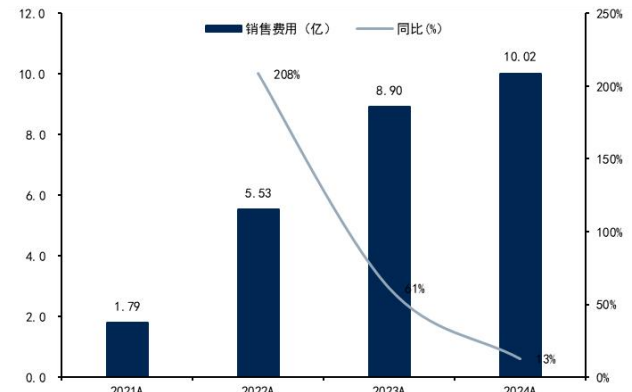
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：康方生物研发费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：康方生物销售费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

依沃西推进全球 3 期临床，即将迎来重要数据读出。依沃西于 24 年中在中国获批 EGFRm NSCLC 2L 适应症，并相继在 ASCO 和 ESMO 中读出了 HARMONi -A 和 HARMONi -2 的临床数据。依沃西单药治疗 PD-L1+ NSCLC 1L 患者的适应症有望于上半年获批上市，并且，全球 3 期临床 HARMONi 的数据预计将于 25 年中读出。另外，依沃西联合化疗治疗 NSCLC 1L 和依沃西单药治疗 PD-L1 ≥50% NSCLC 1L 的两大全球 3 期临床也在推进之中。在肺癌之外，依沃西在胆道癌、头颈鳞癌、结直肠癌等瘤种的 3 期临床也已启动；且合作伙伴 Summit 已与辉瑞达成了合作，共同推进依沃西与多款 ADC 药物联用的临床开发；依沃西有望成为下一代免疫治疗的基石药物。

后续管线顺利推进。莱法利单抗 (AK117) 已经开展了头颈鳞癌的注册性临床，也

是全球首个进入实体瘤 3 期临床的 CD47 单抗。普洛西 (AK109) 治疗 GC 2L 适应症的 3 期临床也在进行之中。公司以依沃西和卡度尼利为基石，内部管线的联用即将进入收获期。公司的首款 ADC AK138D1 (HER3 ADC) 已进入 1 期临床，双抗 ADC AK146D1 (TROP2xNectin4 ADC) 的 IND 申请已获受理。

图5: 康方生物肿瘤领域研发管线

腫瘤領域	靶點	機制	Ia 期	Ib/II 期	關鍵/III 期	NDA	獲批
開坦尼®(卡度尼利)	PD-1/CTLA-4	雙抗	晚期實體瘤	胰腺癌; 食管鱗癌; 2L NSCLC; 1L PD-L1(-) NSCLC; 肝癌; 2L 胃癌...		1L 胃癌; 1L 宮頸癌; 2/3L 宮頸癌	
依達方®(依沃西)	PD-1/VEGF	雙抗	晚期實體瘤	1L 胰腺癌; 1L 結直腸癌; 1L 三陰乳腺癌; 1L 頭頸癌; 1L 膽道癌; 1L 肺癌...		1L PD-L1(+) NSCLC; EGFR-TKI 進展 metq-NSCLC	
安尼可®(派安普利)	PD-1	單抗	晚期實體瘤		SCLC; 甲狀腺癌; 泌尿上皮癌...	1L 肝癌; 1L 鼻咽癌; 3L 鼻咽癌; 1L sq-NSCLC; 霍奇金淋巴瘤	
普佑恒™(普特利單抗)*	PD-1	單抗				晚期實體瘤; 黑色素瘤	
科泰萊®(塔戈利單抗)*	PD-L1	單抗				1L 鼻咽癌; 3L 鼻咽癌	
萊法利(AK117)	CD47	單抗	晚期惡性腫瘤	2L cHL; 1L AML; 1L MDS...	1L 髓鞘鱗癌		
普洛西(AK109)	VEGFR-2	單抗	晚期實體瘤	2L 肝癌; 2L 肺癌...	PD-(L)1 治療後復發的胃癌		
佐斯利(AK119)	CD73	單抗	晚期實體瘤	結直腸癌; 肺癌			
AK127	TIGIT	單抗	晚期實體瘤	肝癌			
AK129	PD-1/LAG-3	雙抗	晚期實體瘤	2L 霍奇金淋巴瘤; 胃癌			
AK130	TIGIT/TGF-β	雙抗	晚期實體瘤	膽道癌; 肝癌			
AK131	PD-1/CD73	雙抗	晚期實體瘤				
AK132	CLDN18.2/CD47	雙抗	晚期實體瘤				
AK135	IL-1RAP	單抗	CIPN				
AK137	CD73/LAG-3	雙抗	晚期惡性腫瘤				
AK138D1	HER3	ADC	晚期惡性腫瘤				
AK146D1	Trop2/Nectin4	ADC	晚期惡性腫瘤				

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整的说明: 2025-26 年的盈利预测较前值的下调, 主要原因是营收端的下调, 公司未来三年的营收主要来自于已获批的产品在国内的销售, 其中核心产品为卡度尼利 (AK104) 和依沃西 (AK112); 对于两大核心产品的测算, 根据其适应症的上市进度, 我们仅做小幅调整, 预计未来三年处于高速放量期。对于派安普利单抗, 由于产能原因和后续适应症的进度, 我们对其未来三年的增速进行了下调; 对于其他产品 (包括自免领域的产品), 由于竞争加剧以及竞品降价等因素, 我们对其未来三年的增速也进行了相应的下调。

表1: 康方生物盈利预测调整对比

(百万 RMB)	2025E	2026E	2027E
现测算			
营收	3303	5197	7902
yoy		57%	52%
卡度尼利	1966	2768	3496
yoy		41%	26%
依沃西	1001	1989	3632
yoy		99%	83%
派安普利	230	242	254
yoy		5%	5%
其他	106	198	520
原测算			
营收	4441	6749	
yoy		52%	
卡度尼利	2052	3023	
yoy		47%	
依沃西	1109	1972	
yoy		78%	
派安普利	795	1042	
yoy		31%	
其他	485	711	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理、测算

投资建议：维持“优于大市”评级。根据公司年报以及相关产品的监管进展，我们下调公司 2025-26 年的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 33.0/52.0/79.0 亿元（25-26 年前值 42.0/64.4 亿元），归母净利润 0.29/7.30/17.93 亿元（25-26 年前值 3.19/14.0 亿元）。公司的核心产品顺利进入医保，依沃西即将迎来重要数据读出，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1542	6918	6387	6567	7543	营业收入	4526	2124	3303	5197	7902
应收款项	390	641	905	1424	2165	营业成本	133	289	396	598	869
存货净额	392	707	143	298	510	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2500	0	33	52	79	销售费用	890	1002	1455	2148	3123
流动资产合计	5677	8692	7894	8851	10910	管理费用	1456	1391	1603	1744	1871
固定资产	2824	3231	3309	3273	3224	财务费用	(73)	(46)	157	156	154
无形资产及其他	29	331	248	166	83	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	346	87	87	87	87	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	305	415	415	415	415	其他收入	(302)	11	305	318	332
资产总计	9181	12755	11952	12791	14718	营业利润	1817	(501)	(3)	869	2217
短期借款及交易性金融负债	391	535	457	461	485	营业外净收支	126	0	50	0	(100)
应付款项	398	426	72	149	255	利润总额	1943	(501)	47	869	2117
其他流动负债	416	725	315	334	332	所得税费用	0	0	7	130	318
流动负债合计	1205	1687	844	944	1071	少数股东损益	(86)	13	11	9	7
长期借款及应付债券	2577	3406	3406	3406	3406	归属于母公司净利润	2028	(515)	29	730	1793
其他长期负债	880	909	909	909	909	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	3458	4315	4315	4315	4315	净利润	2028	(515)	29	730	1793
负债合计	4662	6001	5159	5258	5386	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(174)	(60)	(50)	(41)	(34)	折旧摊销	143	0	305	318	332
股东权益	4692	6814	6843	7573	9366	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	9181	12755	11952	12791	14718	财务费用	(73)	(46)	157	156	154
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1836)	2559	(498)	(596)	(876)
每股收益	2.26	(0.57)	0.03	0.81	2.00	其它	(86)	13	11	9	7
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	249	2058	(153)	461	1255
每股净资产	5.23	7.59	7.62	8.44	10.44	资本开支	0	(407)	(300)	(200)	(200)
ROIC	35%	-6%	-1%	15%	36%	其它投资现金流	(657)	427	0	(85)	(102)
ROE	43%	-8%	0%	10%	19%	投资活动现金流	(952)	(89)	(300)	(285)	(302)
毛利率	97%	86%	88%	88%	89%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	-26%	-5%	14%	26%	负债净变化	1156	829	0	0	0
EBITDA Margin	48%	-26%	5%	20%	30%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	440%	-53%	56%	57%	52%	其它融资现金流	(2159)	1750	(78)	4	24
净利润增长率	-274%	--	-106%	2408%	145%	融资活动现金流	153	3407	(78)	4	24
资产负债率	49%	47%	43%	41%	36%	现金净变动	(550)	5376	(531)	180	977
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2092	1542	6918	6387	6567
P/E	34.2	(135.0)	2384.8	95.1	38.7	货币资金的期末余额	1542	6918	6387	6567	7543
P/B	14.8	10.2	10.1	9.2	7.4	企业自由现金流	0	1594	(622)	123	989
EV/EBITDA	36	(143)	513	77	33	权益自由现金流	0	4219	(833)	(6)	882

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032