

医药	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 88.40	港元 115.00个	+30.1%

2025 年 4 月 23 日

康方生物 (9926 HK)

依沃西第二项头对头 III 期研究成功，首款自免产品获批，上调目标价

④ **第二项头对头 PD-1 III 期试验成功，第四项中国内地肺癌 III 期研究即将启动：**公司宣布，依沃西单抗联合化疗对比替雷利珠单抗+化疗一线治疗鳞状非小细胞肺癌（1L NSCLC）的中国内地临床试验（AK112-306/HAMONI-6 研究）已取得强阳性结果，**时间早于市场此前预期**。试验达到 PFS 的主要终点，统计学（HR 值）和临床（PFS 延长绝对值）角度均有显著获益；依沃西组在 PD-L1 阳性及 PD-L1 亚组中均展现出具有临床意义的 PFS 显著获益。值得注意的是，本试验中入组的中央型鳞癌占比约 63%，与真实世界患者分布一致（约 60%）。中央型鳞癌易于出血，因此指南禁用贝伐珠单抗等抗血管生成药物；但依沃西凭借更低的 Fc 介导效应功能和更高的 VEGF 亲和力，在该类患者群中展现出良好的安全性和疗效。公司预计将于今年的国际学术大会上公布试验的详细数据。此外，公司近期登记了一项依沃西+多西他赛治疗 PD-(L)1 经治 NSCLC 的中国内地 III 期研究（AK112-305/HARMONI-8A）。在 K 药治疗 NSCLC 的 III 期研究中，有约 40-50% 的患者对 K 药疗法无响应，mPFS 也不到一年，若依沃西的该项 III 期研究成功，有望将其治疗场景进一步拓展至庞大的 PD-(L)1 治疗失败人群。

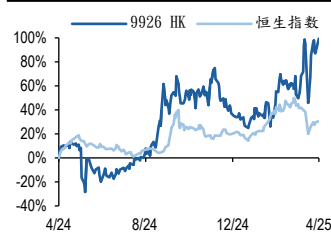
④ **首款自免产品获批：**公司的第二款非肿瘤产品/首款自免产品依若奇单抗（IL-12/IL-23）于 2025 年 4 月 18 日获批，用于中重度斑块状银屑病。相较同类竞品，依若奇在临床研究中展现出短期迅速见效、长期疗效持久、用药便捷、患者生活质量显著改善等重要优势。考虑到中国内地庞大的银屑病患者群体，我们预计上市后峰值销售有望达到 10 亿元人民币左右。

④ **上调目标价：**我们认为，依沃西第二项头对头 III 期成功，进一步验证了其在肺癌领域相较 PD-(L)1 单靶药物的竞争优势，同时该适应症后续报产、获批也将增厚短期业绩。公司合作伙伴 Summit 正在进行一项依沃西头对头 K 药治疗鳞状和非鳞状 NSCLC 的 III 期研究。我们上调公司 2025-27 年收入 0-6%，上调依沃西中国内地和海外经 PoS 调整销售峰值分别至 61 亿元人民币/57 亿美元，上调目标价至 115 港元，继续列为行业重点推荐。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	88.40
52周低位 (港元)	31.80
市值 (百万港元)	79,171.92
日均成交量 (百万)	16.43
年初至今变化 (%)	45.63
200天平均价 (港元)	67.42

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	4,526	2,124	4,095	6,091	8,680
同比增长 (%)	440.3	-53.1	92.8	48.8	42.5
净利润 (百万人民币)	2,220	(446)	629	1,982	3,557
每股盈利 (人民币)	2.41	(0.60)	0.74	2.33	4.18
同比增长 (%)	-265.5	-125.1	-222.2	215.1	79.5
前EPS预测值 (人民币)			0.73	2.20	3.87
调整幅度 (%)			0.8	6.0	7.9
市盈率 (倍)	34.6	NA	112.8	35.8	19.9
每股账面净值 (人民币)	5.58	7.87	8.33	10.58	14.58
市账率 (倍)	14.94	10.59	10.00	7.88	5.72

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 康方生物：财务预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	4,095	4,083	0%	6,091	5,846	4%	8,680	8,202	6%
毛利润	3,688	3,678	0%	5,488	5,264	4%	7,847	7,404	6%
毛利率	90.1%	90.1%	0.0ppt	90.1%	90.0%	0.1ppt	90.4%	90.3%	0.1ppt
归母净利润	629	624	1%	1,982	1,870	6%	3,557	3,295	8%
净利率	15.4%	15.3%	0.1ppt	32.5%	32.0%	0.6ppt	41.0%	40.2%	0.8ppt

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 康方生物：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	4,095	6,091	8,680	11,246	13,795	16,420	18,551	20,000	21,085
EBIT	715	1,947	3,467	5,326	7,226	9,276	10,823	11,920	12,864
EBIT * (1-t)	608	1,655	2,947	4,527	6,142	7,884	9,200	10,132	10,934
加：折旧摊销	273	285	293	304	315	326	339	352	366
减：营运资金增加/（减少）	(242)	(190)	(188)	(173)	(143)	(115)	(125)	(99)	(88)
减：资本开支	(430)	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)	(531)
自由现金流	209	1,361	2,626	4,212	5,847	7,607	8,902	9,864	10,681
永续增长率	2%								
自由现金流现值	30,611								
终值现值	63,909								
企业价值	94,520								
净现金	(605)								
少数股东权益	-78								
股权价值（百万人民币）	93,838								
股权价值（百万港元）	103,221								
股份数量（百万）	898								
每股价值（港元）	115.00								

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.2
股权成本	11.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	10.0%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 康方生物 (9926 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	88.40	115.00	30.1%	2025 年 04 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	35.95	35.20	-2.1%	2025 年 03 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	48.80	65.00	33.2%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	44.65	57.00	27.7%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	2.82	6.60	134.1%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	32.24	72.00	123.3%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	149.50	208.80	39.7%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.70	44.00	78.1%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	52.45	60.00	14.4%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.84	28.75	165.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.96	5.00	-28.1%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	34.80	51.00	46.5%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	21.55	25.00	16.0%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.52	18.00	24.0%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	67.87	93.30	37.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	49.82	33.10	-33.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	8.56	11.20	30.8%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	23.70	24.60	3.8%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	35.71	42.50	19.0%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.83	4.80	25.4%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.39	14.00	89.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	50.97	51.00	0.1%	2025 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	6.05	5.80	-4.2%	2024 年 11 月 18 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.04	3.75	23.4%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	31.35	42.00	34.0%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,526	2,124	4,095	6,091	8,680
主营业务成本	(133)	(289)	(407)	(603)	(834)
毛利	4,393	1,835	3,688	5,488	7,847
销售及管理费用	(200)	(204)	(222)	(248)	(306)
研发费用	(1,254)	(1,188)	(1,338)	(1,560)	(1,774)
其他经营净收入/费用	(718)	(808)	(1,179)	(1,393)	(1,806)
经营利润	2,221	(364)	950	2,287	3,960
财务成本净额	(87)	(68)	(183)	(185)	(188)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	2,134	(433)	767	2,102	3,772
税费	(0)	0	0	315	566
非控股权益	86	(13)	(138)	(435)	(781)
净利润	2,220	(446)	629	1,982	3,557
作每股收益计算的净利润	2,028	(515)	629	1,982	3,557

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,542	2,916	3,402	5,650	9,803
应收账款及票据	296	525	735	882	1,014
存货	392	707	848	1,017	1,221
其他流动资产	3,447	4,544	4,556	4,569	4,583
总流动资产	5,677	8,692	9,540	12,118	16,620
物业、厂房及设备	2,824	3,231	3,377	3,472	3,596
无形资产	344	331	342	351	361
其他长期资产	336	501	501	501	501
总长期资产	3,504	4,063	4,220	4,325	4,458
总资产	9,181	12,755	13,761	16,443	21,078
短期贷款	391	535	589	648	713
应付账款	798	1,140	1,261	1,401	1,563
其他短期负债	16	11	12	13	14
总流动负债	1,205	1,687	1,862	2,061	2,289
长期贷款	2,577	3,406	3,406	3,406	3,406
其他长期负债	880	909	938	970	1,005
总长期负债	3,458	4,315	4,344	4,376	4,411
总负债	4,662	6,001	6,206	6,437	6,700
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,692	6,814	7,477	9,493	13,084
股东权益	4,692	6,814	7,477	9,493	13,084
非控股权益	(174)	(60)	78	513	1,293
总权益	4,519	6,753	7,555	10,006	14,378

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,943	(501)	767	2,102	3,772
折旧及摊销	143	242	273	285	293
营运资本变动	10	(223)	(242)	(190)	(188)
利息调整	(95)	(234)	(30)	(35)	(59)
税费	(0)	0	0	315	566
其他经营活动现金流	468	189	247	253	259
经营活动现金流	2,468	(528)	1,015	2,730	4,643
资本开支	(879)	(636)	(430)	(390)	(426)
投资活动	(603)	427	0	0	0
其他投资活动现金流	(2,515)	(1,314)	0	0	0
投资活动现金流	(3,997)	(1,523)	(430)	(390)	(426)
负债净变动	1,099	974	54	59	65
权益净变动	0	1,749	0	0	0
其他融资活动现金流	(138)	666	(153)	(150)	(129)
融资活动现金流	961	3,389	(99)	(91)	(65)
汇率收益/损失	19	35	0	0	0
年初现金	2,092	1,542	2,916	3,402	5,650
年末现金	1,542	2,916	3,402	5,650	9,803

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	2.412	(0.605)	0.739	2.329	4.179
全面摊薄每股收益	2.412	(0.605)	0.739	2.329	4.179
每股账面值	5.579	7.870	8.330	10.577	14.577
利润率分析 (%)					
毛利率	97.1	86.4	90.1	90.1	90.4
EBITDA利润率	48.4	(14.9)	24.1	36.6	43.3
EBIT利润率	45.3	(26.3)	17.5	32.0	39.9
净利率	49.0	(21.0)	15.4	32.5	41.0
盈利能力 (%)					
ROA	24.2	(3.5)	4.6	12.1	16.9
ROE	49.1	(6.6)	8.3	19.8	24.7
ROIC	29.7	(4.2)	5.4	14.1	19.2
其他					
净负债权益比 (%)	31.5	15.2	7.9	净现金	净现金
流动比率	4.7	5.2	5.1	5.9	7.3
存货周转天数	1,073.4	892.2	761.2	615.9	534.4
应收账款周转天数	23.8	90.2	65.5	52.8	42.6
应付账款周转天数	2,187.0	1,440.0	1,132.2	847.9	684.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。