

## 康方生物 (9926.HK): 1L NSCLC 中国获批, HARMONi-2 初次 OS 数据读出

近期公司公布依沃西 HARMONi-2 OS 数据、宣布依沃西 1L PD-L1+ NSCLC 适应症中国获批、宣布 HARMONi-6 试验达到 PFS 主要终点, 为依沃西未来在国际 3 期试验的成功提升了信心及可预见性。重申“买入”评级, 上调目标价至 105 港元。

- 1L PD-L1+ NSCLC 适应症中国获批上市, 公司首次公布 HARMONi-2 试验 39%成熟度 OS 数据:** 4 月 27 日公司宣布依沃西 (PD-1/VEGF 双抗) 单药用于 1L PD-L1+ NSCLC 获得 NMPA 批准中国上市, 成为继 2L EGFRm NSCLC 适应症之后中国上市的第二个适应症。该获批是基于中国 3 期临床 HARMONi-2 试验。除了 2024 年 9 月已宣布的 PFS 明显获益 (依沃西组 mPFS 11.14 个月 vs. 帕博利珠单抗组 mPFS 5.82 个月, PFS HR=0.51, 更多细节请见我们[此前报告](#)), 伴随此次获批公司亦首次公布了其 OS 数据。在 IIT 人群中, 在 39%成熟度进行时的 OS 期中分析 (本次分析  $\alpha$  分配值仅为 0.0001) 结果显示依沃西对比帕博利珠单抗 OS HR=0.777, 降低死亡风险 22.3%。
- 我们认为此次披露的对比 K 药单药的 HR 值尽管与此前市场预期略有差异, 但仍是非常不错的数据:** 尽管此次披露的 OS 初步数据略跟此前市场预期的 HR $\leq$ 0.75 略有差距, 因此引发了投资者对于海外合作伙伴 SUMMIT 及公司股票短期的获利了结, 然而考虑到 (1) 本次分析  $\alpha$  分配值 0.0001 非常严格, 且目前数据仅有 39%成熟度; (2) K 药单药已经是一个非常好的 1L NSCLC 治疗药物, 而在此前 K 药单药对比化疗的 KEYNOTE-042 试验中, HR 值为 0.81 (PD-L1 TPS  $\geq$ 1%), 依旧获得了 FDA 的批准; (3) HARMONi-2 是以 PFS 为主要终点所设计的临床试验, 故录取病人数 (N=398) 远小于以 PFS OS 为双终点的国际大三期录取病人数 (HARMONi-3 N=1080, HARMONi-7 N=780), 我们认为: (1) 基于此次初步披露的 OS HR 值, NMPA 批准了依沃西用于 1L PD-L1+ NSCLC, 说明了监管机构对于该 OS 获益趋势的认可; (2) 在后续的两次 OS 数据读出中 (即第二次中期数据读出、最终数据读出), HR 值或有进一步降低的可能 (即, 更高的降低死亡风险, 更多的 OS 获益); (3) 即便 HR 值在后续 OS 数据读出中维持 0.777 甚至进一步升高至 0.8 左右, 我们依然认为该 HR 值并不影响依沃西在 1L NSCLC 适应症上的潜在最佳疗效及巨大市场潜力 (PFS 获益相对 K 药单药非常明显, OS 获益不逊于 K 药单药)。
- 近期宣布成功的 HARMONi-6 试验亦为依沃西未来在国际 3 期 HARMONi-3 试验中的成功奠定了坚实的基础。**公司亦于上周宣布了 HARMONi-6 试验 (依沃西+化疗 vs. 替雷利珠+化疗用于 1L sq-NSCLC) 期中分析显示阳性结果, 达到 PFS 主要终点, 且 PD-L1 阳性及阴性人群均显示出 PFS 获益, 且依沃西组总体安全性良好, 未发现新的

阳景

首席医药分析师

Jing\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2025 年 4 月 30 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	105.0
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价 (港元)	86.3
52 周内股价区间 (港元)	26.4-105.5
总市值 (百万港元)	77,416
近 3 月日均成交额 (百万)	1,093

### 市场预期区间

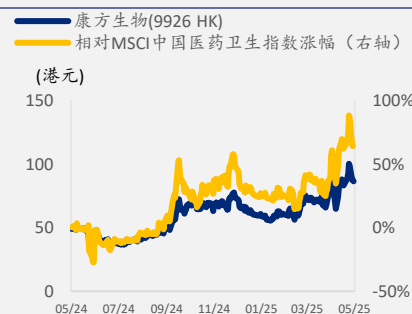


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2025 年 4 月 30 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

安全性信号，与治疗相关的严重不良事件发生率以及三级及以上出血事件发生率与对照组相似。我们认为该试验的成功亦侧面显示出依沃西+化疗的优异疗效及安全性，为其后续在国际大三期 HARMONi-3 试验（依沃西+化疗 vs. 帕博利珠+化疗，N=~1080）的成功奠定了坚实的基础。

- **2025 年后续依沃西催化剂包括：**（1）合作伙伴 SUMMIT 主导的依沃西 2L EGFRm NSCLC 国际三期 HARMONi 中期分析顶线数据读出（预计 2025 年中）；（2）依沃西化疗联用 1L sq-NSCLC（vs. 与替雷利珠+化疗）中国 HARMONi-6 试验具体数据读出（预计 2H25）；（3）依沃西纳入医保后商业化放量好于预期。
- **重申“买入”评级，上调目标价至 105 港元：**根据更新的研发进展，我们将 2025E-2027E 净盈利分别轻微调整，主要由于上调依沃西 1L PD-L1+ NSCLC 成功率。同时，考虑到公司逐渐迈入更成熟的阶段，我们将 WACC 从先前的 9.5% 下调至 9.0%。基于 DCF 估值模型（WACC: 9%，永续增长率：3%），我们得到公司目标价为 105 港元，维持“买入”评级。
- **投资风险：**商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期、国际化进度不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,526	2,124	3,974	5,876	7,740
同比变动 (%)	440.3%	-53.1%	87.1%	47.9%	31.7%
归母净利润/(亏损)	2,028	-515	35	977	1,596
PS (X)	13.4	28.8	15.4	10.4	7.9

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 康方生物

### 利润表

(人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	4,526	2,124	3,974	5,876	7,740
销售成本	-133	-289	-530	-817	-1,101
毛利	4,393	1,835	3,444	5,059	6,639
其他收入及收益净额	454	366	350	350	350
行政开支	-200	-204	-353	-490	-623
研发开支	-1,254	-1,188	-1,366	-1,599	-1,870
销售费用	-890	-1,002	-1,801	-1,960	-2,424
其他开支净额	-281	-172	-150	-150	-150
长期股权投资亏损&优先股公允价值!	-192	-69	0	0	0
财务成本	-87	-68	-90	-91	-93
除税前利润/亏损	1,943	-501	34	1,119	1,828
所得税开支	0	0	0	-168	-274
净利润/净亏损	1,942	-501	34	951	1,554
非控股权益	-86	13	-1	-25	-42
母公司拥有人	2,028	-515	35	977	1,596

### 资产负债表

(人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	2,824.0	3,230.7	3,528.2	3,807.1	4,068.5
使用权资产	338.0	319.5	326.3	332.6	338.5
无形资产	6.4	11.8	11.8	11.8	11.8
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	335.9	501.4	501.4	501.4	501.4
非流动资产总值	3,504.3	4,063.4	4,367.7	4,652.9	4,920.1
存货	391.9	706.5	165.0	372.0	412.2
预付款、其他应收款及其他资产	94.9	116.3	127.9	140.7	154.8
按公允价值计入损益的金融资产	852.4	425.8	425.8	425.8	425.8
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金及银行结余	4,042.0	6,918.1	7,590.8	7,834.4	9,223.1
流动资产总值	5,676.8	8,691.6	8,655.6	9,553.7	11,216.4
资产总计	9,181.1	12,755.0	13,023.3	14,206.6	16,136.5
贸易应付款项	354.8	425.2	446.3	448.7	576.9
其他应付款项及应计费用	443.6	715.1	750.9	788.4	827.9
计息银行及其他借款	390.5	535.5	589.0	647.9	712.7
租赁负债	14.5	9.7	10.6	11.7	12.9
应付税项	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
流动负债总额	1,204.6	1,686.6	1,798.1	1,897.9	2,131.5
可转换可赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	2,577.3	3,406.1	3,406.1	3,406.1	3,406.1
租赁负债	8.6	0.7	0.7	0.8	0.9
递延收入&合约负债	871.9	908.1	998.9	1,098.8	1,208.6
非流动负债总额	3,457.7	4,314.9	4,405.7	4,505.7	4,615.7
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	4,692.3	6,813.9	6,880.8	7,889.8	9,517.8
非控股权益	-173.6	-60.5	-61.4	-86.9	-128.5
权益总额	4,518.8	6,753.5	6,819.5	7,803.0	9,389.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前亏损:	1,943	-501	34	1,119	1,828
物业、厂房及设备折旧	125	177	202	221	239
使用权资产折旧	15	25	23	24	24
存货(增加)/减少	-54	-315	542	-207	-40
预付款项、其他应收款项及其他资产增加	163	-21	-12	-13	-14
贸易应付款项增加/(减少)	46	70	21	2	128
其他	230	38	429	-340	-218
经营活动所用现金流量净额	2,468	-528	1,239	806	1,947
购买物业、厂房及设备项目	-719	-600	-500	-500	-500
购买按公允价值计入损益的金融资产	-8,955	427	0	0	0
出售按公允价值计入损益的金融资产所得	8,304	0	0	0	0
其他	-2,627	-1,350	-30	-30	-30
投资活动所用现金流量净额	-3,997	-1,523	-530	-530	-530
新增/(偿还)银行及其他借款	1,474	974	54	59	65
股份发行开支	-375	0	0	0	0
其他	-138	2,415	-90	-91	-93
融资活动所得现金流量净额	961	3,389	-37	-33	-28
现金及现金等价物增加净额	-569	1,339	673	244	1,389
年初现金及现金等价物	2,092	1,542	2,916	3,588	3,832
外币汇率变动影响净值	19	35	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,542	2,916	3,588	3,832	5,221

### 财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
每股收益	2.4	-0.6	0.0	1.1	1.9
每股净资产	5.0	7.5	7.6	8.7	10.5
每股销售额	5.4	2.5	4.7	6.9	9.1
<b>同比变动 (%)</b>					
收入	440.3%	-53.1%	87.1%	47.9%	31.7%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用率 (%)</b>					
销售费用 / 收入	-20%	-47%	-45%	-33%	-31%
管理费用 / 收入	-4%	-10%	-9%	-8%	-8%
研发费用 / 收入	-28%	-56%	-34%	-27%	-24%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	97%	86%	87%	86%	86%
归母净利率	45%	-24%	1%	17%	21%
<b>回报率 (%)</b>					
平均股本回报率	57%	-9%	1%	13%	19%
平均资产回报率	26%	-5%	0%	7%	10%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	4.7	5.2	4.8	5.0	5.3
速动比率 (x)	4.4	4.7	4.7	4.8	5.1
现金比率 (x)	3.4	4.1	4.2	4.1	4.3
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	29.7	NM	1,765.4	62.7	38.4
市净率 (x)	14.3	9.6	9.5	8.3	6.9
市销率 (x)	13.4	28.8	15.4	10.4	7.9

图表 2：浦银国际目标价：康方生物



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

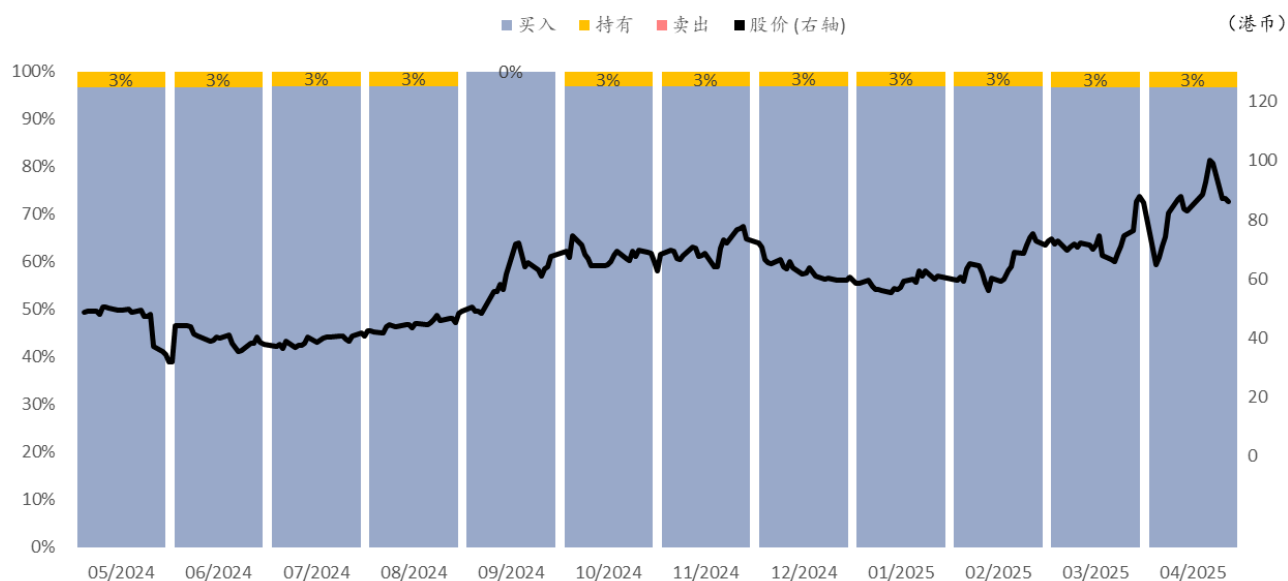
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	332.8	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.2	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.2	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.5	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.8	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	249.8	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	158.0	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	261.2	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.3	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	38.1	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	50.7	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	10.2	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	21.8	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	53.8	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	86.3	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.5	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.7	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	39.0	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	49.1	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	24.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.7	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.6	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	51.1	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	60.2	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	59.2	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.5	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.2	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	22.8	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	36.6	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	219.7	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	19.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.3	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.5	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	18.1	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	416.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	15.2	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.3	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.1	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.0	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 4 月 30 日港股收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际



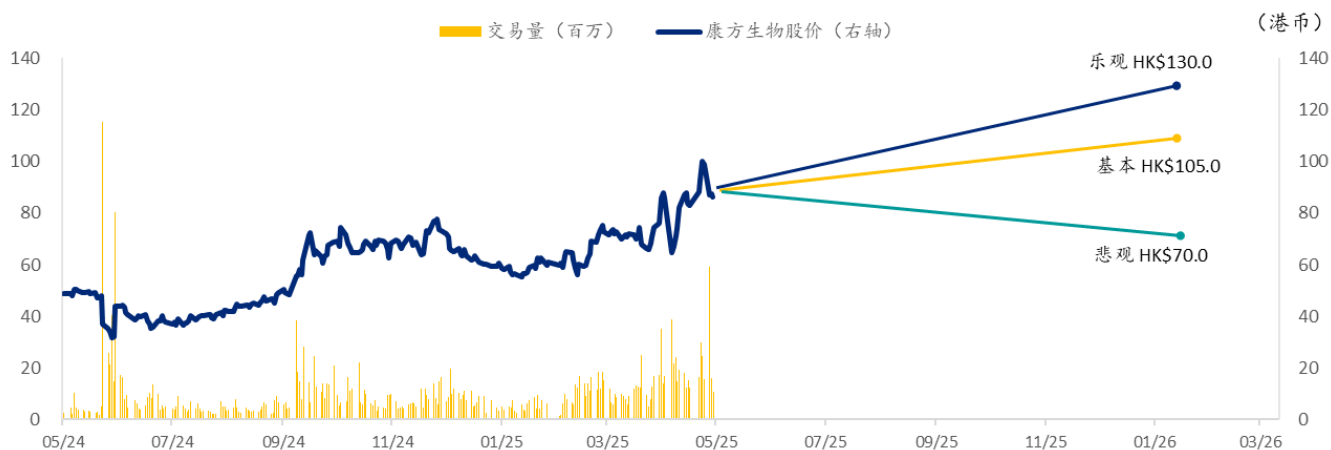
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：康方生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：康方生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：130.0 港元

概率：20%

- 卡度尼单抗销售峰值超人民币 80 亿元；
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 新产品获批后以较高价格进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润率高于 40%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：70.0 港元

概率：20%

- 卡度尼单抗销售峰值低于人民币 30 亿元；
- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 新产品获批后未能进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润率低于 30%。

资料来源：浦银国际

## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

