康方生物（09926.HK）

全球双抗龙头，依沃西引领二代 IO 新时代

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,551	2,124	3,672	5,342	7,240
同比(%)	442.19	(53.33)	72.88	45.47	35.53
归母净利润（百万元）	2,028.30	(514.52)	(1,028.86)	(1,059.61)	664.07
同比(%)	273.60	(125.37)	(99.97)	(2.99)	162.67
EPS-最新摊薄（元/股）	2.26	(0.57)	(1.15)	(1.18)	0.74
P/E（现价&最新摊薄）	37.50	(147.84)	(73.93)	(71.79)	114.55

投资要点

- **以双抗为基石，引领肿瘤免疫 2.0 时代：**康方生物是一家致力创新抗体新药的公司。其开发的 ACE 平台和 Tetrabody 技术助力开展了 20 多条管线。2022 年公司的 AK104，全球首个 PD-1/CTLA-4 双抗获批上市。后续的 AK112（PD-1/VEGF）同样是极具竞争力的产品，已与 Summit 达成海外。公司多款核心产品接近商业化阶段，产品销售收入保持稳定增长，2024 年达到 20.02 亿元，毛利率 86.4%。公司广义现金充足，2024 年为 73 亿元，足以支撑后续管线进入商业化放量。管理层行业经验丰富，公司整体研发能力强劲。

- **AK112 头对头击败 K 药，有望成为全球下一代 IO 基石产品：**AK112 头对头击败 K 药，有望成为全球下一代 IO 基石产品：针对 NSCLC，AK112 在国内已经获批 2 个适应症（2L EGFRm 和 1L PD-L1+），IO 经治及围术期也在临床开发中，未来将持续覆盖更多 NSCLC 更多人群。海外方面，NSCLC 的 3 项 III 期临床顺利进行中，HARMONi 研究完美复现国内数据，意义重大！HARMONi-3 研究将适用人群从非鳞癌扩大至全人群，针对 PD-L1 强阳性患者的 HARMONi-7 研究已经在 25 年初启动。此外，公司正大力推进依沃西在 1L 结直肠癌、1L 胆管癌、1L 头颈鳞癌、1L 三阴性乳腺癌、1L 胰腺癌等适应症的布局，全面挑战全球最优 SOC，重塑全球肿瘤免疫临床格局。我们预测 AK112 风险调整后峰值收入为 2035 年的 171 亿元。其中海外销售突破 100 亿美金、销售分成至少 70 亿元人民币。国内销售约 101 亿元人民币。

- **AK104 不断拓展适应症：**AK104 是目前唯一一款上市的 PD-1/CTLA-4 双抗，后续竞争对手中仅 AstraZeneca 的 Volrustomig 进展较快。而与之相比 AK104 独特的分子设计使其安全性更佳，NSCLC 适应症中 3 级以上 TRAE 发生率为 48.2%对 75.7%，具有明显优势。AK104 同时在扩展适应症，有 5 项注册临床在同步推进中。2025 年 5 月 1L 宫颈癌适应症在国内获批，mPFS 达到了 12.7 个月，大幅优于现行方案的 8.1 个月。24 年 9 月 1L 胃癌适应症也已获批，后续 AK104 预计将进入快速放量的阶段。5 项注册临床涉及肝癌、胃癌和肺癌，此前前的 II 期临床中也有数据支撑，预计均能顺利完成，于 2028-2030 年分别获批上市。我们预测 AK104 风险调整后销售峰值为 2033 年的 48.3 亿元。

- **盈利预测与投资评级：**公司正处于商业化快速放量的初期，未来 AK104 和 AK112 两款核心产品可支撑 1600 亿港元市值，两款产品国内收入给予 3 倍 PS，海外给予 15 倍 PE 估值。康方生物未来销售收入及利润将快速增长，采用 FCFF 模型对公司进行估值，以此将公司未来快速增长的收入纳入考虑。我们预计 25-27 年营收分别为 36.72/53.42/72.40 亿元。FCFF 模型目标价为 163.33 元人民币，高于公司 2025 年 7 月 7 日收盘价，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**研发进展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；商业化放量不及预期；上市时间不及预期的风险；核心研发人员流失的风险。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

2025 年 07 月 07 日

证券分析师　朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	113.00
一年最低/最高价	36.35/117.70
市净率(倍)	13.56
港股流通市值(百万港元)	92,390.79

基础数据

每股净资产(元)	7.59
资产负债率(%)	47.05
总股本(百万股)	897.59
流通股本(百万股)	897.59

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 康方生物：以双抗为基石，引领肿瘤免疫 2.0 时代 4
1.1. 快速成长的创新抗体研发企业 4
1.2. 股权结构稳定，管理层研发能力强 4
1.3. 依托抗体开发经验布局管线丰富 5
1.4. 公司收入稳步增长，管线商业化成果斐然 6
2. 核心管线 AK104 适应症不断扩展 8
2.1. AK104 研发进度全球领先，技术领先安全性优于对手 8
2.2. AK104 今年再批 1L 宫颈癌，与胃癌适应症同步放量 10
2.3. 肝癌+肺癌两大癌种 III 期临床推进中，海外临床即将开展 13
2.4. AK104 未来销售预期 15
3. 依沃西单抗：挑战药王的下一代 IO 基石，看好全球潜力 16
3.1. 单药 NSCLC 1L：头对头击败 K 药，PFS 大获全胜 18
3.2. 联用化疗 NSCLC 1L：战胜 PD-1 联合化疗，获显著阳性 20
3.3. 2L+ EGFRm NSCLC：海外临床完美复现国内数据，意义重大 22
3.4. IO 经治 NSCLC：市场潜力巨大，已经启动 III 期 23
3.5. NSCLC 围术期：依沃西单抗突破 pCR 率瓶颈 23
3.6. 多个后期临床试验开展中，泛癌种布局打开成长空间 24
4. 盈利预测与估值评级 24
5. 风险提示 26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 康方生物发展历程.....4
图 2: 康方生物股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....5
图 3: 康方生物收入结构（亿元）.....7
图 4: 康方生物毛利率情况（亿元）.....7
图 5: 康方生物费用情况.....7
图 6: 康方生物现金储备情况（亿元）.....7
图 7: AK104 分子设计.....9
图 8: 阿斯利康 Volrustomig 分子设计.....9
图 9: COMPASSION-16 研究 PFS 数据.....11
图 10: COMPASSION-16 研究 OS 数据.....11
图 11: K 药不同适应症销售额占比（2025 年销售预测，亿美元）.....17
图 12: 依沃西全面布局肺癌适应症全球市场.....18
图 13: 依沃西布局多项适应症，实现冷肿瘤突破.....18
图 14: HARMONi-2 研究设计.....18
图 15: HARMONi-7 研究设计.....19
图 16: 依沃西单抗组的 PFS 显著长于 K 药组.....19
图 17: 依沃西单抗组的 ORR 显著优于 K 药组.....19
图 18: HARMONi-2 单抗亚组分析.....20
图 19: AK112 安全性良好.....20
图 20: HARMONi-3 研究方案.....21
图 21: AK112 联用化疗治疗一线鳞状 NSCLC 数据优于 K 药（非头对头对比）.....21
图 22: HARMONi 研究方案设计.....22
图 23: 依沃西+化疗对比化疗取得 PFS 获益.....22
图 24: 依沃西+化疗对比化疗 OS 长期获益趋势明显.....22
图 25: IO 耐药后 NSCLS 市场潜力巨大，依沃西已经启动 III 期.....23
图 26: 依沃西在 NSCLC 围术期初见成效（AK112-205 研究）.....24

表 1: 康方生物核心管线情况（截至 2024 年 12 月 31 日）.....6
表 2: AK104 同靶点研发竞争格局（截至 2025 年 5 月 31 日）.....8
表 3: AK104 与 Volrustomig 的安全性比较（NSCLC）.....9
表 4: AK104 关键注册/III 临床开展情况.....10
表 5: AK104 宫颈癌 1L 治疗注册临床疗效数据.....12
表 6: AK104 宫颈癌 1L 治疗注册临床安全性数据.....13
表 7: AK104 联用仑伐替尼+TACE 治疗不可切除肝细胞癌的 II 期临床数据.....14
表 8: AK104 销售预测（单位均为亿人民币）.....15
表 9: K 药、AK112、AK104 适应症布局梳理（绿色为获批，蓝色为 III 期，黄色为 II 期）..16
表 10: 依沃西单抗 NSCLC 适应症销售预测.....17
表 11: AK112 开展的 III 期临床（截至 2025 年 6 月 30 日）.....24
表 12: 康方生物未来营业收入预测.....25
表 13: 贴现现金流估计.....26
表 14: 估值敏感性分析.....26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

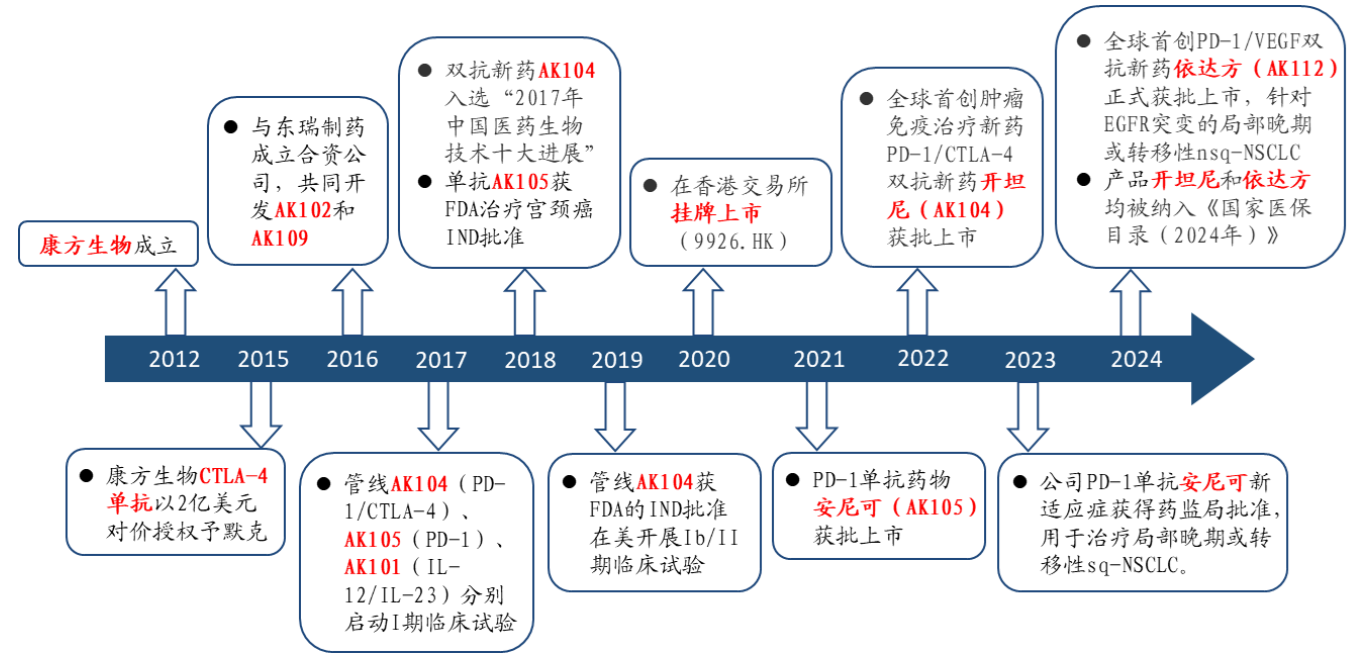
1. 康方生物：以双抗为基石，引领肿瘤免疫 2.0 时代

康方生物是一家致力于研究、开发、生产及商业化全球病人可负担的创新抗体新药的生物制药公司。公司建立了端对端全方位的药物开发平台（ACE 平台），并基于此建立了 20 个以上创新药物产品管线，其中肿瘤药物开发是康方生物核心发展领域之一。2022 年 6 月，康方生物全球首个肿瘤双免疫检查点抑制剂开坦尼®（PD-1/CTLA-4 双抗）用于治疗宫颈癌获批上市。康方生物通过高效及突破性的研发创新开发国际首创及同类药物最佳疗法的新药，未来有望成为全球领先的生物制药企业。

1.1. 快速成长的创新抗体研发企业

康方生物公司成立于 2012 年，专注于抗体创新药物的研发。通过自有的生物药物全程研发及产业化的一体化开发平台及 Tetrabody 技术，快速开发了多个潜在的同类首创(First-in-class)/同类最佳(Best-in-class)治疗性抗体新药，并在全球范围内广泛开展临床试验。成功与国内外的大型企业进行合作。另一方面，积极开展对外合作，2019 年与中国生物制药共同开发并实现派安普利单抗(AK105)的商业化，并于 2021 年获批上市。2022 年 6 月，公司自主研发的首个国产双抗药物卡度尼利单抗获批上市。2024 年，AK112 依达方获批上市，同年 11 月 AK112 依达方与 AK104 开坦尼均被纳入 2025 年国家医保目录。

图1：康方生物发展历程



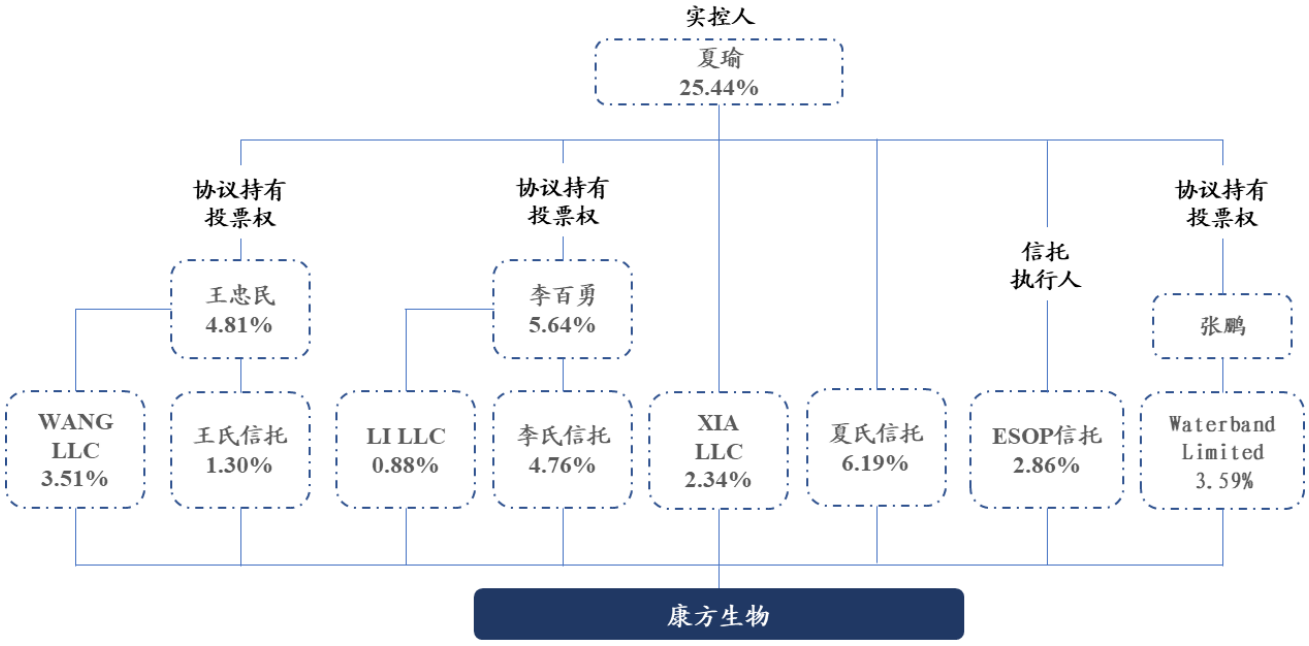
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，管理层研发能力强

公司股权结构稳定，截至 2024 年 12 月 31 日实控人通过多种方式控制约 25%的股份投票权。根据公司 2024 年年报所记述，康方生物的大股东主要为几位创始人，包括

公司实控人夏瑜博士、联合创始人李百勇博士、王忠民博士和张鹏博士等。截至 2024 年 12 月 31 日，核心创始人夏瑜博士通过自持、信托和协议持有等方式拥有公司 25.44%股份的投票权。康方生物港股上市之时，王忠民博士、李百勇博士和张鹏博士三人与夏瑜博士订立协议，将其所拥有的股份投票权赋予夏瑜博士。公司整体股权结构稳定。

图2：康方生物股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司管理层行业经验丰富，药物开发能力强。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共有员工 3035 人，其中临床前开发科学家 329 人，临床阶段科学家 700 人。公司的核心管理层均具有丰富药物开发经验和出色管理水平。截至 2024 年 12 月 31 日，核心创始人夏瑜博士通过名下信托等合计控制 25.44%的股权，同时担任董事长、总裁兼首席执行官。夏瑜博士是抗体药物研发专家，在创立康方生物之前曾任职美国 PDL BioPharma（现美国艾伯维，Abbvie）、德国 Bayer、CrownBio 等跨国制药公司、美国路易斯维尔大学医学院，拥有 20 余年的生物药物研究开发经历。联合创始人、执行副总裁兼首席科学官李百勇博士是免疫学和抗体新药研发专家；联合创始人兼高级副总裁王忠民博士是蛋白质表达、纯化及蛋白质结构生物学专家。资深的科学家团队为公司在创新抗体药物研发上保驾护航。

1.3. 依托抗体开发经验布局管线丰富

康方生物是中国在研管线最丰富的创新抗体药物研发企业之一，在研产品为全球 FIC 或 BIC 管线。包括 AK104 卡度尼利（PD-1/CTLA-4 双抗）、AK112 依沃西（PD-1/VEGF 双抗）等 5 款基于 PD-1 的全球首创双特异性抗体药物，也涵盖 AK117（CD47 单抗）、AK119（CD73 单抗）等热门靶点和派安普利单抗（PD-1）等市场容量巨大的药物。公司的核心管线为 AK104 卡度尼利和 AK112 依沃西，这两款产品于 2024 年 11 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

被纳入国家医保目录。截至 2024 年 12 月 31 日，11 个候选药物在中、美、澳、新等国开展临床试验，共有 11 项适应症的临床研究处于 III 期阶段。AK104 卡度尼利已被纳入 15 项临床治疗指南及共识,覆盖妇科肿瘤、胃癌、肝癌、食管癌、鼻咽癌等多个适应症，同时 8 项关键/III 期临床研究正在开展，涉及胃癌、肺癌、肝癌和宫颈癌。于 2024 年上市的 AK112 依沃西同步在扩展适应症，12 项 III 期临床持续推进中，涉及肺癌、消化道癌、乳腺癌等。

表1：康方生物核心管线情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

	管线名称	靶点	Ⅰa期	Ⅰb/Ⅱ期	关键/Ⅲ期	NDA/上市
肿瘤领域	开坦尼(卡度尼利)	PD-1/CTLA-4	1L胃癌，1L宫颈癌，2/3L宫颈癌			
			肝胰腺癌，食管鳞癌，2L NSCLC，1L PD-L1(-)NSCLC，2L胃癌等			
	依达方(依沃西)	PD-1/VEGF	1L PD-L1(+)NSCLC，EGFR-TKI进展nsq-NSCLC			
			1L胰腺癌，1L结直肠癌，1L三阴乳腺癌，1L胆道癌，1L肺鳞癌等			
	安尼可(派安普利)	PD-1	1L肝癌，1L鼻咽癌，3L鼻咽癌，1L sq-NSCLC，霍奇金淋巴瘤			
			SCLC，甲状腺癌，泌尿上皮癌等			
	莱法利(AK117)	CD47	2L cHL，1L AML, 1L MDS等			
			1L头颈鳞癌			
	普络西(AK109)	VEGFR-2	2L肝癌，2L肺癌			
			PD-(L)1治疗后进展的胃癌			
	佐斯利(AK119)	CD73	结直肠癌，肺癌			
	AK127	TIGIT	肝癌			
	AK129	PD-1/LAG-3	2L霍奇金淋巴瘤，胃癌			
	AK130	TIGIT/TGF-β	胆道癌，肝癌			
代谢/自免领域	伊喜宁(伊努西)	PCSK9	原发型高胆固醇血症混合型高脂血症/杂合子家族性高胆固醇血症			
	爱达罗(依若奇)	IL-12/IL-23	中重度斑块状银屑病			
			中重度溃疡性结膜炎			
	古莫奇(AK111)	IL-17	强直性脊柱炎			
			中重度斑块状银屑病			
	曼多奇(AK120)	IL-4Rα	青少年中重度特应性皮炎			
			成年中重度特应性皮炎			
	AK115	NGF	疼痛			

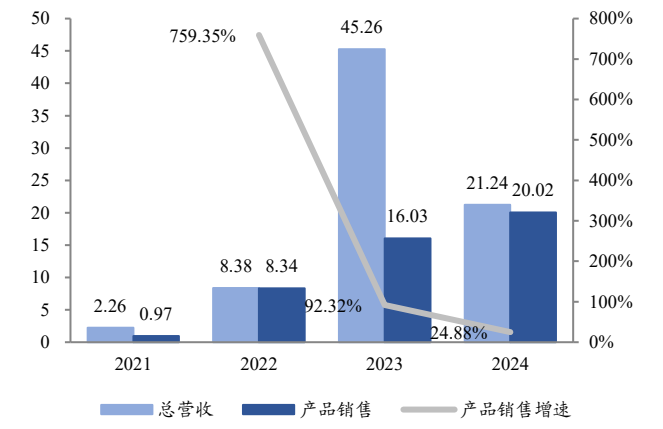
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.4. 公司收入稳步增长，管线商业化成果斐然

康方生物目前收入主要来自以商业化产品的销售收入和授权费收入。公司 2024 年总营业收入为 21.24 亿元。其中 2024 年商业化产品的销售收入约为 20.02 亿元，同比增

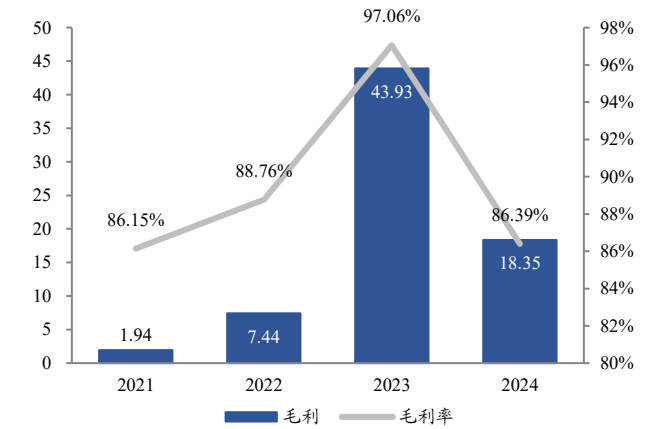
长 24.88%。产品销售收入在过去多年一直保持着较高增速，是公司收入结构中的基石。公司在 2023 年营收为 45.26 亿元，收入增加主要原因为与 Summit 签订合作及授权协议所获得的首付款。公司毛利率持续保持稳健水平，2024 年公司毛利润为 18.35 亿元，并持续保增长。毛利率为 86.39%，处于行业领先较高水平。剔除授权许可收入后，2024 年毛利为 17.13 亿元，同比增长 16.53%。

图3：康方生物收入结构（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

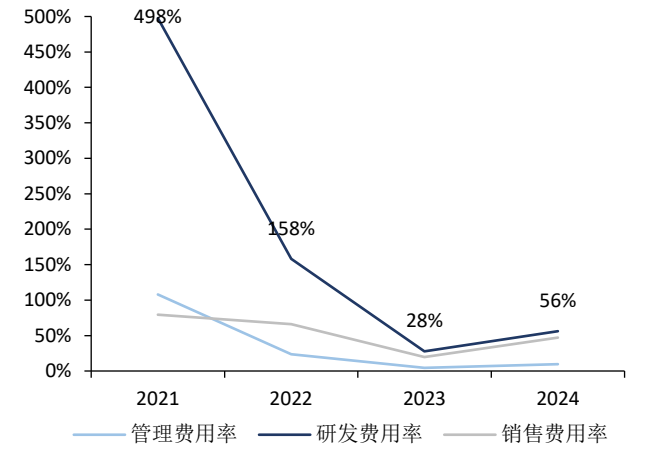
图4：康方生物毛利率情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

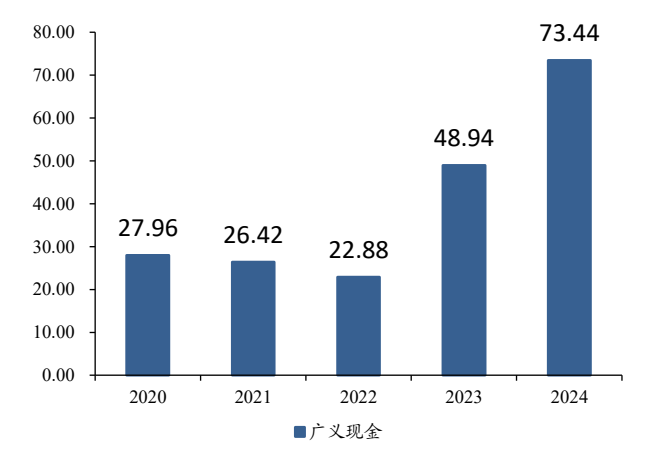
公司研发费用持续投入，现金流足以支撑管线研发转化。公司 2024 年研发费用为 11.88 亿元，同比减少 5.29%。通过公司内部临床团队建设，大量外包临床研发任务得以自营完成，研发费用使用效率提升，整体费用规模得到控制，起到降本增效的作用。2024 年研发费用率为 56%。公司 2024 年销售费用为 10.02 亿元，同比增长 12.51%，销售费用率为 19.6%，随着公司管线商业化进程加速，预计销售费用未来会有平稳增长，费用率水平能够保持稳定。公司现金储备足以支撑未来公司在研管线的稳步推进。2024 年公司现金及现金等价物为 29.16 亿元，综合交易性金融资产和其他短期投资，公司 2024 年广义现金储备为 73.44 亿元，2023 年为 48.94 亿元。公司积极拓展融资渠道，提高业务水平，进一步充实现金储备，为公司的研发投入及商业化扩张提供坚定有力的资金支持。

图5：康方生物费用情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：康方生物现金储备情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 核心管线 AK104 适应症不断扩展

卡度尼利AK104是康方生物开发的首个PD-1双抗。AK104可同时靶向PD-1/CTLA-4，截至2025年6月，其仍然是全球范围内唯一一款上市获批的该靶点双抗产品。PD-1/CTLA-4 双抗可同时阻断 PD-1 和 CTLA-4 与其配体的相互作用，解除对 T 细胞的双重抑制，促进肿瘤特异性 T 细胞的免疫活化，增强免疫系统对肿瘤细胞的识别和杀伤能力。AK104 于 2017 年 8 月首次进行临床试验申请，2022 年 6 月首次获批用于晚期宫颈癌的二线治疗，2024 年 9 月再次获批联合化疗用于晚期胃癌的一线治疗，2025 年 5 月联合化疗一线治疗持续、复发或转移性宫颈癌获批。同时还在进行 5 个关键性 III 期注册临床，涉及 2L 胃癌、非小细胞肺癌和肝癌等适应症。

2.1. AK104 研发进度全球领先，技术领先安全性优于对手

康方生物的 AK104 是目前唯一一款以上市的 PD-1/CTLA-4 双抗。目前全球有 7 款 PD-1/CTLA-4 双抗处于临床阶段，布局企业包括康方生物、康宁杰瑞、AstraZeneca、百利天恒等企业。其中 MacroGenics、Xencor 仅在海外开展临床试验，布局的适应症也较少。科伦博泰的双抗产品目前临床进展较慢，适应症尚未区分癌种的实体瘤，而百利天恒则仍然处于 II 期临床。康宁杰瑞则由于 III 期临床揭盲失败所以开发陷入停滞。AstraZeneca 的 Volrustomig 是仅次于 AK104 的 PD-1/CTLA-4 双抗，其在 2025 年 1 月对其代号为 eVOLVE-Cervical 的全球 III 期临床试验进行了登记，针对适应症为高风险局部晚期宫颈癌。相比之下，康方生物的 AK104 已经进入适应症的广泛拓展期，目前在国内已有 3 项适应症获批，同时正在进行中的临床试验还布局鼻咽癌、非小细胞肺癌、淋巴癌及肝癌等多个适应症，研发进程排在前列并表现出更为优秀的疗效。

表2：AK104 同靶点研发竞争格局（截至 2025 年 5 月 31 日）

管线名称	研发机构	适应症	中国临床研发阶段	美国最高研发阶段
卡度尼利（AK104）	康方生物	宫颈癌、胃癌、肝细胞癌等	批准上市	II期临床
KN046	康宁杰瑞	NSCLC、胰腺导管癌等	III期临床	II期临床
Volrustomig	AstraZeneca	NSCLC、宫颈癌等	III期临床	III期临床
Vudalimab	Xencor	前列腺癌、卵巢癌、宫颈癌等	临床前	II期临床
Lorigerlimab	MacroGenics	宫颈癌、卵巢癌、前列腺癌等	临床前	II期临床
Danvilostomig	Systimmune（百利天恒）	SCLC、NSCLC、鼻咽癌等	II期临床	临床前
SKB337	科伦博泰	实体瘤	I期临床	临床前

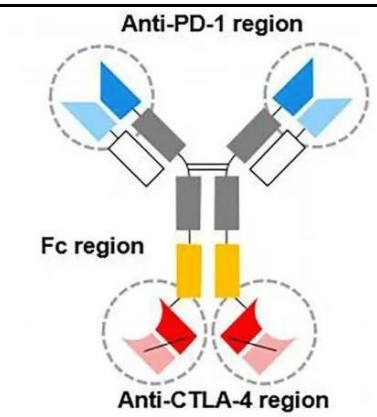
数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

AK104 分子设计与阿斯利康不同，具有安全性优势。在 PD-1/CTLA-4 双抗赛道中，康方生物的 AK104 凭借其创新技术平台、差异化临床布局及显著疗效优势，已建立起多维竞争壁垒。同时由于更早的注册上市和多项适应症的同步推进，AK104 已经领先其

请务必阅读正文之后的免责声明部分

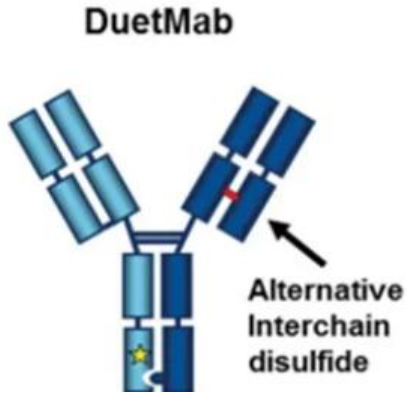
竞争对手 Volrustomig。二者虽然均为 PD-1/CTLA-4 双抗，但所采用的双抗构造技术路线不同，卡度尼利采用四价对称结构设计并对 Fc 段进行改构，消除了 Fc 介导的效应功能，包括抗体依赖性细胞介导的细胞毒作用（ADCC）、补体依赖的细胞毒作用（CDC）等，以降低不良反应。AK104 所采用的全长抗体 C 末端链接 ScFv 的平台 Tetrabody 现在仍然是康方生物所开发的多款双抗的核心技术。而 Volrustomig 则采用的是单价 PD-1 结合臂+单价 CTLA-4 结合臂的非对称结构设计（IgG-scFv 格式），其二价非对称结构使得与 AK104 相比天然少了两个结合位点，且不同技术路线也使得安全性数据上存在差异。

图7：AK104 分子设计



数据来源：康方生物官网，东吴证券研究所

图8：阿斯利康 Volrustomig 分子设计



数据来源：Wind，东吴证券研究所

差异化分子设计在安全性上有所体现。由于 Volrustomig 的研发公司阿斯利康在适应症上的规划与康方生物有所区别，因此我们选择了二者均有开展的非小细胞肺癌适应症的安全性数据进行对比。Volrustomig 的临床数据源于 2024 年 WCLC 会议上所披露的数据，其适应症为联用化疗治疗 NSCLC，安全性数据方面所有级别的 TRAE 发生率为 97.1%，其中 3 级以上 TRAE 发生率高达 75.7%，并出现了 7 例治疗相关死亡。AK104 所对比的临床数据源于 2025 年 AACR 会议上的披露，适应症同为联用化疗治疗 PD-L1 阴性 NSCLC，其所有级别 TRAE 发生率为 80.3%，而 3 级以上 TRAE 发生率为 48.2%，明显低于 Volrustomig，且不存在治疗相关死亡。总体来看 AK104 在安全性上具有优势。

表3：AK104 与 Volrustomig 的安全性比较（NSCLC）

	Volrustomig+化疗（一线治疗）	AK104+化疗（一线治疗）
样本量	PD-L1<1%：89例（非鳞78例，鳞10例）	PD-L1阴性：50例
所有级别TRAE发生率	97.10%	80.30%
≥3级TRAE发生率	75.70%	48.20%
严重TRAE发生率	-	21.40%
治疗相关死亡	7例（其中2例为免疫相关AE）	0例

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

2.2. AK104 今年再批 1L 宫颈癌，与胃癌适应症同步放量

2025 年 5 月，AK104 新适应症，联合化疗（±贝伐珠单抗）的 1L 宫颈癌在国内获药监局批准上市。该适应症是继 2022 年 6 月获批用于既往接受含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌治疗（2/3L 宫颈癌）和 2024 年 9 月获批用于局部晚期不可切除或转移性胃或胃食管结合部（G/GEJ）腺癌患者一线治疗之后的第三项适应症，同时也标志着公司的该款 PD-1/CTLA-4 双抗在宫颈癌治疗领域完成了整体布局。AK104 已被《中国临床肿瘤学会（CSCO）宫颈癌诊疗指南（2024）》、《妇科肿瘤免疫检查点抑制剂临床应用指南（2023 版）》、卫健委《新型抗肿瘤药物临床应用指导原则（2022 年版）》、《肝细胞癌免疫联合治疗多学科中国专家共识(2023 版)》、《中国食管癌放射治疗指南（2023 版）》、《美国国家综合癌症网络（NCCN）临床实践指南 2023.V1：中国版》等临床指南重磅推荐。2/3L 宫颈癌适应症已于 2024 年 11 月被纳入 2024 年国家医保目录。

在巩固已有适应症的前后线治疗方案后，公司也在同步拓展其他适应症。目前肺癌是全球范围内发病率最高的癌种，其次则是胃癌、肝癌和结直肠癌为主的消化道癌症。相比之下目前 AK104 获批的宫颈癌适应症的患者人群较少，若想扩展 AK104 的销售规模，需要拓展大癌种的适应症。因此公司已经开始加速推进相关适应症的注册临床。AK104 的早期临床研究显示其可以用于治疗胃癌、肺癌、肝癌、宫颈癌、胰腺癌、食管鳞癌等多种恶性肿瘤。目前，AK104 有 5 项注册临床正在快速推进中，其中包括了肝细胞癌和 NSCLC 两大癌种，这对于未来 AK104 的进一步放量有积极作用。该 5 项临床均在中国国内进行。根据公司在 2024 年年报中给到的临床里程碑预期，预计 AK104 单药治疗肝细胞癌术后辅助治疗的 III 期临床预计将在 2025 年迎来首次数据读出。

表4：AK104 关键注册/III 临床开展情况

所处阶段	治疗方案	适应症	临床阶段里程碑
已上市	单药	2L+宫颈癌	2022年6月上市
	联合化疗	1L胃/胃食管结合部癌	2024年9月上市
	联合化疗+贝伐珠单抗	1L宫颈癌	2025年5月上市
注册临床	单药	肝细胞癌术后辅助治疗	2025年预计III期数据读出
	联合普络西单抗	PD-1治疗后进展的胃/胃食管结合部癌	2025年完成入组
	联合仑伐替尼+TACE	中期肝细胞癌	2025年完成入组
	单药	不可手术切除的局晚期NSCLC放化疗后巩固治疗	2025年入组中
	联合化疗	1L PD-L1表达阴性NSCLC	2025年入组中

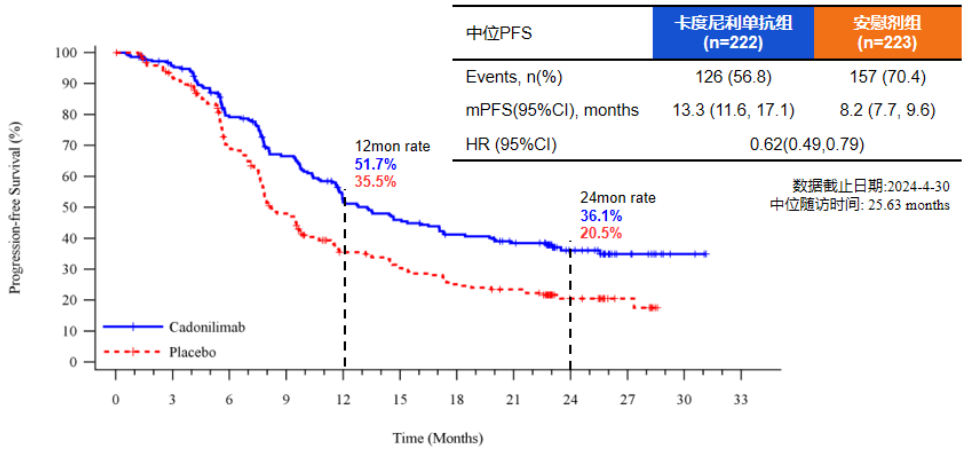
数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

AK104 获批 1L 宫颈癌适应症，临床数据显示疗效更优。根据 2025 年 CSCO 宫颈癌诊疗指南，目前宫颈癌的首选治疗方案仍然是手术治疗，化疗和靶向治疗方案通常用于术后辅助治疗或晚期宫颈癌治疗。现阶段的晚期宫颈癌的 1L 治疗方案为贝伐珠单抗

与含铂化疗药的联用方案。而本次 AK104 的获批为宫颈癌带来全新的治疗方案，或将有效改善宫颈癌患者的生活质量。

本次 AK104 的获批源于 COMPASSION-16 的临床数据。COMPASSION-16 是一项评估 PD-1/CTLA-4 双抗 AK104 或安慰剂+含铂化疗 ± 贝伐珠单抗一线治疗持续、复发或转移性宫颈癌的疗效和安全性的Ⅲ期临床，其结果显示 AK104 治疗组较安慰剂组的 PFS 和 OS 均显著延长，获得了主要终点的双阳性结果。并且无论 PD-L1 表达状态如何，以及是否使用贝伐珠单抗，卡度尼利单抗组的获益在所有预设亚组中均一致。COMPASSION-16 研究共入组 445 例患者。结果显示治疗组的 mPFS 为 12.7 个月，而安慰剂组，即现行 1L 治疗方案则为 8.1 个月，AK104 有效提高了患者的无进展生存期。

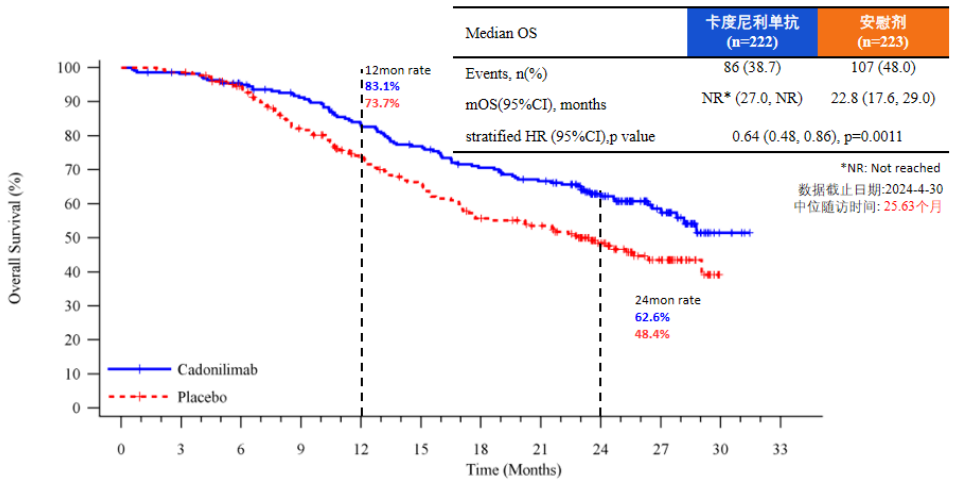
图9：COMPASSION-16 研究 PFS 数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

mOS 方面，截至数据公布前治疗组仍未达到，而安慰剂组则为 22.8 个月。比较 24 个月总生存率则能看到 AK104 有很明显的优势，达到了 62.6%，而安慰剂组仅为 48.4%，我们预计 mOS 成熟数据可能超过 24 个月。

图10：COMPASSION-16 研究 OS 数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

AK104 方案抗肿瘤治疗缓解高效且疗效持久，治疗组的客观缓解率（ORR）为 82.9%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对照组为 68.6%，其中完全缓解（CR）率分别为 35.6%和 22.9%。中位持续缓解时间（DOR）分别为 13.2 个月和 8.2 个月。

表5：AK104 宫颈癌 1L 治疗注册临床疗效数据

评价指标	试验组（卡度尼利单抗+化疗±贝伐珠单抗）	对照组（安慰剂+化疗±贝伐珠单抗）
主要终点		
中位无进展生存期 (mPFS)	12.7 个月 (95%CI: 11.6-16.0)	8.1 个月 (95%CI: 7.7-9.6)
中位总生存期 (mOS)	未达到 (95%CI: 27.0-NR)	22.8 个月 (95%CI: 17.6-29.0)
mPFS（更新）	13.3个月 (95%CI: 11.6-17.1)	8.2个月 (95%CI: 7.7-9.6)
次要终点		
客观缓解率 (ORR)	82.9% (95%CI: 77.3-87.6)	68.6% (95%CI: 62.1-74.6)
疾病控制率 (DCR)	93.7% (95%CI: 89.6-96.5)	91.9% (95%CI: 87.5-95.1)
中位缓解持续时间 (mDoR)	13.2 个月 (95%CI: 10.5-18.7)	8.2 个月 (95%CI: 6.6-11.7)
12个月总生存率 (OS-12)	83.10%	68.60%
24个月总生存率 (OS-24)	62.60%	48.40%
12个月无进展生存率 (PFS-12)	51.10%	35.00%

数据来源：Lancet，东吴证券研究所

AK104 治疗方案患者受益更显著，安全性数据与原方案接近。安全性数据方面，治疗组 3 级以上 TEAE 发生率为 85.4%，安慰剂组委 80.4%，二者水平接近。而出现治疗中断的概率治疗组委 27.9%，安慰剂组为 10.5%。同时二者的发生的各类不良事件类型相似。在安全性接近的基础上，无论是否联合贝伐珠单抗，AK104 方案均具有显著的 OS 获益。不联合贝伐珠单抗时，AK104 方案相较对照组降低死亡风险 50%（OS HR 0.5）。同时无论 PD-L1 表达，AK104 方案显著降低全人群患者死亡风险。在 CPS＜1 人群，卡度尼利方案降低死亡风险 23%（OS HR 0.77）；在 CPS≥1 人群，卡度尼利方案降低死亡风险 31%（OS HR 0.69）；在 CPS≥10 人群，AK104 方案降低死亡风险 32%（OS HR 0.68）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：AK104 宫颈癌 1L 治疗注册临床安全性数据

不良事件类型	试验组发生率	对照组发生率
≥3级治疗相关不良事件 (TEAE)	85.40%	80.40%
严重不良事件 (SAE)	55.80%	33.80%
治疗中断率 (Discontinuation)	27.90%	10.50%
≥3级免疫相关不良事件 (irAE)	9.70%	0.90%

数据来源：Lancet，东吴证券研究所

2025ASCO 大会上 AK104 再度更新亚组分析数据，验证其在宫颈癌 1L 治疗中的全人群获益潜力。亚组分析结果展现出与整体人群一致的生存获益。首先是无论患者的年龄，AK104 均显著延长患者 PFS 和 OS，其中≥65 岁老年人群获益尤为突出（PFS HR=0.39，OS HR=0.49），mOS 达 26.6 个月（vs 15.1 个月），安全性可控。在是否接受过同步放化疗（CCRT）方面，对于既往未接受 CCRT 治疗的患者，加用 AK104 后 mPFS 可达 12.0 个月，mOS 为 27.0 个月，而对照组 mPFS 仅 8.5 个月（HR：0.67,95% CI：0.49~0.93）及 mOS 为 24.5 个月（HR：0.76,95%CI：0.52~1.12），说明 AK104 的疗效不受既往 CCRT 治疗影响；其中既往接受 CCRT 的患者获益更显著，mPFS 翻倍至 16.1 个月（vs 7.9 个月），疾病进展或死亡风险降低 45%。目前临床中仍存在着约 40%的不适用于贝伐珠单抗治疗的患者，AK104 联合化疗同样能够让其受益，可大幅降低死亡风险达 50%（mOS 28.2 个月 vs 15.1 个月）。

AK104 的胃癌适应症同样具备放量潜力。AK104 联合化疗治疗 1L 胃癌（GC）的适应症已于 2024 年 9 月获得 NMPA 批准上市，该适应症也是 AK104 的第二个获批适应症。胃癌在国内时发病率较高的癌种，而目前所获批的 1L 胃癌适应症有望使得 AK104 持续放量。根据 2025 年《CSCO 胃癌诊疗指南》，AK104 是唯一推荐不限 PD-L1 表达的全人群一线免疫治疗药物。根据该适应症的获批临床 COMPASSION-15 的数据，AK104 治疗组的 mOS 达到了 15 个月，高于对照组的 10.8 个月。同时 mPFS 也有获益，达到了 7 个月，对照组仅为 5.3 个月。

2.3. 肝癌+肺癌两大癌种 III 期临床推进中，海外临床即将开展

扩展大癌种适应症，满足临床需求增强未来商业化能力。根据 GLOBOCAN 的全球癌症发病率统计情况，2022 年全球发病率最高的癌症为肺癌的 12.4%，肝癌则是 4.3%排名第 6 位。而在死亡率方面肺癌仍然以 18.7%位列首位，肝癌则是 7.8%排到了第三位。总体而言肝癌和肺癌是目前临床上急需解决的需求。

关于肝细胞癌术后辅助的临床研究 COMPASSION-22 是公司目前进度最快的 III

期临床。肝细胞癌（HCC）是最常见恶性肿瘤之一，占原发性肝癌 75%~85%，而且发病率呈上升趋势。约 30%的 HCC 诊断时为早期，而对于肝功能良好的早期 HCC，手术切除是首选治疗方案。但手术治疗后，2 年复发率高达 40%-50%，5 年复发率达 50%~70%。因此降低术后复发率是提高 HCC 整体疗效的关键。我们预计该适应症上市后将填补这部分的临床需求，商业化潜力将得到兑现。

另一项肝细胞癌临床则是联用仑伐替尼+TACE 治疗中期肝细胞癌的 COMPASSION-29。超过 80%的 HCC 患者首诊时已处于中晚期，根治性切除率低，总体预后较差。经肝动脉化疗栓塞（TACE）是中晚期 uHCC 的标准治疗方法，但由于肝癌的高度异质性，以及肝癌栓塞后带来的血管新生、肝功能损害等问题，实际肿瘤控制效果有限，肿瘤复发进展快，长期生存获益不佳。AK104 与仑伐替尼的联用方案有望在此基础上改善肝细胞癌患者预后。在此之前康方已经完成了同适应症的单臂 II 期临床，并在 2025 年 ASCO 大会上做了数据的披露。试验数据根据国际通行的 RECIST v1.1 标准和更适用于肝细胞癌的 mRECIST 诊疗标准进行了分析。其中 mRECIST 的客观缓解率达到了 85%，9 个月的 PFS 率为 69.4%，数据总体表现出 AK104 在肝细胞癌适应症上能够带来良好的肿瘤进展控制和生存率益处。我们预计公司在肝细胞癌相关适应症的注册临床将顺利推进。

表7：AK104 联用仑伐替尼+TACE 治疗不可切除肝细胞癌的 II 期临床数据

	RECIST v1.1	mRECIST
客观缓解率（%）	35.00%	85.00%
完全缓解率（%）	3.30%	15.00%
疾病控制率（%）	96.70%	95.00%
mDOR 月（95% CI）	5.68 [2.89, NE]	10.02 [5.59, NE]
mPFS 月（95% CI）	NR (8.64, NE)	NR (8.64, NE)
6个月PFS率（%）（95% CI）	77.1 (60.8, 87.3)	75.6 (59.5, 86.0)
9个月PFS率（%）（95% CI）	67.1 (46.9, 81.1)	60.4 (39.3, 76.1)

数据来源：ASCO，东吴证券研究所

AK104 同步布局了 NSCLC 的相关适应症。两个正在进行的注册临床分别是 AK104 用于同步/序贯放化疗后未出现疾病进展、不可手术切除的局部晚期 NSCLC 患者巩固治疗（COMPASSION-30）和 AK104 联合化疗用于 PD-L1 阴性的 NSCLC（COMPASSION-28）。根据公司 2024 年年报业绩材料所披露的信息，我们预计此两项注册临床将在 2025 年持续进行患者入组工作。

AK04 作为康方的首款重磅双抗产品，仍然留有出海 BD 潜力。作为一款全球首款

PD-1/CTLA-4，目前海外仅有阿斯利康的 Volrustomig 处于 III 期临床，但其安全性及疗效数据相比 AK104 仍有差距。因此我们认为作为一款相对成熟的双抗产品，AK104 仍然有 BD 出海的机会。且根据 ClinicalTrials 的信息，康方生物在 2025 年 5 月登记了一项 II 期、随机、开放标签、全球、多中心研究，旨在比较 AK104 联合仑伐替尼治疗阿替利珠单抗与贝伐珠单抗 1L 治疗后的晚期肝细胞癌患者的疗效和安全性。该临床预计已于 6 月开展进行，这意味着获得更多海外临床数据，对后期的 BD 和海外上市都将是极大的助力。

2.4. AK104 未来销售预期

AK104 多项注册临床同步推进，我们预测总体风险调整后销售峰值可达到 48.35 亿元。截至 2025 年 6 月，康方生物核心管线 AK104 总计开启了 5 项注册临床，其已获批适应症 3 项，总计未来预计将在宫颈癌、胃癌、肝癌和肺癌各拥有两项适应症。

我们的预测主要基于以下假设：1）根据不同适应症的终点及生存期不同，以及 2025 年 6 月的 5 项注册临床所披露的进展，给与不同的国内上市时间点。2）AK104 于 2022 年上市后经历多次降价，2024 年医保谈判其被纳入 2025 年医保目录，价格为 1860 元每瓶。根据药品说明书用药剂量对其花费进行计算，2025 年预计不同适应症单人月用药花费在 0.9-1.4 万元左右，预计后续每两年经历一次医保谈判降价，2 次降价预计总共降低 20%左右，远期单人月用药花费在 0.6-1 万元左右。3）根据不同适应症目前临床阶段所采取的治疗方案以及未来潜在的竞争对手上市节奏，给出 AK104 在不同的适应症中的渗透率。4）考虑到 AK104 有 5 项在进行中的注册临床，根据不同适应症的进展速度和成功难度，分别给予不同的风险调整系数。

表8：AK104 销售预测（单位均为亿人民币）

亿元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
1L宫颈癌销售额（亿元）	1.82	3.77	7.89	9.05	7.98	4.57	3.77	2.91	2.00	2.06	2.12
2/3L宫颈癌销售额（亿元）	14.79	17.76	21.07	21.75	23.04	23.74	20.17	17.63	14.27	13.36	13.76
1L胃癌销售额（亿元）	6.79	10.04	15.83	15.60	13.69	11.68	8.90	7.11	7.10	5.32	3.54
2L胃癌风险调整销售额（亿元）				0.33	0.38	0.49	0.60	0.71	0.82	0.82	0.78
肝癌辅助治疗风险调整销售额（亿元）					1.14	2.29	2.87	2.88	3.47	3.48	3.49
1L中晚期肝癌风险调整销售额（亿元）						1.72	3.45	5.19	6.94	8.70	8.73
1L化疗后晚期肺癌风险调整销售额（亿元）					0.70	2.17	3.32	4.52	5.38	5.10	5.20
1L PD-L1阴性肺癌风险调整销售额（亿元）					0.82	1.68	3.42	5.24	6.23	6.35	5.56
AK104风险调整销售总额（亿元）	**23.41**	**31.57**	**44.79**	**46.73**	**47.76**	**48.35**	**46.50**	**46.19**	**46.21**	**45.19**	**43.18**

数据来源：医药魔方，ASCO，医保局，公司年报，东吴证券研究所

3. 依沃西单抗：挑战药王的下一代 IO 基石，看好全球潜力

非小细胞肺癌贡献 K 药约 41%的销售额。PD-(L)1 药物中销售额最高的是 K 药（帕博利珠单抗），也是截至目前美国和中国获批适应症最多的 PD-1 抑制剂，美国 FDA 获批适应症 40 多个。从适应症布局看，K 药未来主要通过联用 ADC、围术期来持续扩大覆盖。2014 年上市之后，K 药的销售一路高歌猛进，2024 年全球销售额达 295 亿美元，同比增长 18%。拆分不同适应症看，非小细胞肺癌是 K 药最大的适应症，贡献约 130 亿美元的销售额，占比达 41%。

依沃西单抗有望抢占 K 药市场，并且有望突破 K 药开发失败的适应症。1）对于 K 药最核心的适应症非小细胞肺癌， AK112 国内已经获批 EGFRm 2L+治疗，而这是 K 药开发失败的适应症（KEYNOTE-789 研究，OS 的 HR 为 0.84）。单药治疗 PD-L1 阳性（TPS≥1%）的 NSCLC 国内已经获批上市。此外，中国和美国 IO 治疗失败的 NSCLC 患者占比分别为 26.5%和 30%，针对这类患者群体，AK112 正在开展 III 期临床（HARMONi-8）。2）对于结直肠癌，K 药只获批 MSI-H/dMMR 型结直肠癌一线治疗（约占结直肠癌患者的 5%，KEYNOTE-177 研究）。对于 MSS 结直肠癌（约占结直肠癌患者的 95%），PD1 单抗以失败告终。AK112 联合 FOLFOXIRI 针对 MSS 型结直肠癌的初步数据亮眼，ORR 达 81.8%，DCR 为 100%，9 个月 PFS 为 81.4%，获益达到历史最高水平。

表9：K 药、AK112、AK104 适应症布局梳理（绿色为获批，蓝色为 III 期，黄色为 II 期）

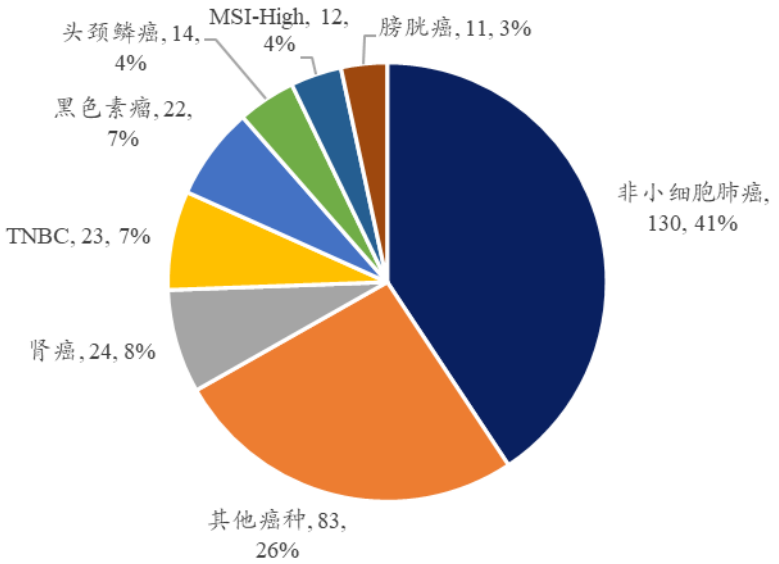
适应症	线数	非鳞NSCLC	鳞状NSCLC	结直肠癌	头颈鳞癌	胆道癌	TNBC	胰腺癌	胃癌	尿路上皮癌	食管癌	宫颈癌	肝癌	卵巢癌	子宫内膜癌	肾癌	黑色素瘤	默克细胞癌	TMB-H实体瘤	皮肤鳞状细胞癌	MSI-H/dMMR实体瘤	经典霍奇金淋巴瘤
2025年Bloomberg一致预期K药销售额(亿美元)		130					23.3			10.8						24.3	21.7				12	
CPS＜1人群占比（%）		48%			15%		＜10占62%		38%		＜10占77.5%	12%										
各区域新发人数（2024年）																						
中国（万人）		68.0	29.2	58.0	14.2	2.9	6.6	12.6	35.6	8.8	20.6	16.4	33.4	6.8	6.69	10.2	3.5					0.78
美国（万人）		13.9	6.0	15.0	7.1	1.29	2.6	6.7	2.7	8.0	2.0	1.4	3.1	2.0	5.63	8.16	10.0			180		0.86
全球（万人）		159.2	68.2	194.6	74.5	18.4	34.6	51.5	90.1	55.0	44.0	72.5	78.7	32.5	47	41.3	35.5					7.78
K药单药	1线	PD-L1≥1		MSI-H/dMMR	PD-L1 ≥1			MSI-H/dMMR														
	后线	PD-L1≥1		MSI-H/dMMR							PD-L1≥10	PD-L1 ≥1			MSI-H/dMMR				TMB≥10			
	围术期																					
K药+化疗	1线								PD-L1 ≥1													
	后线						PD-L1≥10					PD-L1≥1			非MSI-H/dMMR							
	围术期																					
K药+ADC	1线	PD-L1≥50					PD-L1＜10		PD-L1＜1	HER2+					pMMR							
	后线																					
	围术期	联用SKB264																				
AK112	1线	PD-L1≥1		非MSI-H/dMMR	PD-L1≥1															图例		
	后线	EGFRm																			已上市	
		IO经治																			III期临床	
	围术期																				II期临床	
AK104	1线								HER2阴													
	后线								HER2阴													
	围术期																					

数据来源：医药魔方，Bloomberg，东吴证券研究所

根据 Bloomberg 一致预期中 K 药的未来销售模型数据，其中非小细胞肺癌销售额占比最大。K 药目前是全球范围内销量较高的几款药品，2024 年全球销售额已经达到 295 亿美元。K 药较高的全球收入源自于其广泛的适应症分布，然而根据其一致预期销售模型可以看到，非小细胞肺癌仍然是其主要收入来源，占比达到 41%。肺癌较高的患

病人数意味着对于 AK112 来说未来即便仅有 NSCLC 一项适应症获批，其海外巅峰销售额或将接近 100 亿美元。

图11：K 药不同适应症销售额占比（2025 年销售预测，亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

AK112 国内销售额有望在 2035 年达峰，达到 101 亿元。海外在仅考虑 NSCLC 适应症的情况下，销售峰值有望在 2035 年达到 98 亿美元。我们的预测主要基于以下假设：1）价格参考 K 药，假设年治疗费用 20 万美元。2）当前 K 药 NSCLC 适应症的全球销售额约 130 亿美元，参考 K 药在 NSCLC 的渗透率，对 AK112 未来的渗透率进行预测。3）根据中国医药企业 BD 出海分成平均水平对依沃西的海外销售进行分成计算，预计海外收入将在 2035 年达到 70 亿元。

表10：依沃西单抗 NSCLC 适应症销售预测

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
风险调整后国内销售（亿元）	**9.9**	**18.1**	**22.5**	**35.6**	**44.6**	**57.9**	**63.1**	**69.9**	**79.0**	**95.4**	**101.4**
1L NSCLC	2.6	8.0	9.6	13.9	14.8	15.3	19.3	19.9	22.1	25.9	28.4
2L EGFRm NSCLC	7.4	10.2	12.9	15.3	14.2	16.4	14.5	13.7	14.1	14.6	15.1
IO 经治疗NSCLC				2.5	3.5	5.1	5.9	7.3	9.4	11.1	12.1
1L结直肠癌				2.2	5.4	9.1	10.2	11.8	13.6	16.9	16.5
1L TNBC				0.4	1.6	2.3	2.6	3.1	4.0	6.8	7.5
1L 头颈鳞癌				0.3	0.7	1.2	1.8	3.0	3.4	5.8	7.8
1L 胆道癌				0.5	2.4	6.0	6.4	8.2	9.0	10.5	10.4
1L 胰腺癌				0.5	2.0	2.4	2.6	3.0	3.4	3.8	3.5
风险调整后海外NSCLC销售（亿美元）			1.4	5.0	17.4	34.9	49.6	78.7	94.4	96.2	98.2
1L NSCLC				2.6	13.5	27.5	42.1	71.5	87.5	89.3	91.1
2L EGFRm NSCLC			1.4	2.4	3.9	7.4	7.6	7.2	6.8	7.0	7.1
海外销售分成（亿元）			**1.0**	**3.6**	**12.4**	**25.0**	**35.5**	**56.4**	**67.6**	**68.9**	**70.3**
风险调整后销售总计（亿元）	**9.9**	**18.1**	**23.5**	**39.2**	**57.0**	**82.9**	**98.7**	**126.3**	**146.6**	**164.3**	**171.7**

数据来源：医药魔方，ASCO，医保局，公司年报，东吴证券研究所

依沃西实现肺癌适应症全布局。对于肺癌适应症，2024 年肺癌治疗领域 IO 药物市场规模超过 250 亿美元，依沃西在全球共开展了 8 项 III 期临床，实现肺癌领域的全布

请务必阅读正文之后的免责声明部分

局，核心适应症包括一线 NSCLC、二线 EGFRm NSCLC、二线 IO 耐药 NSCLC、SCLC 等适应症。

依沃西有望攻克 PD-(L)1 无效的冷肿瘤。对于肺癌以外适应症，依沃西布局了结直肠癌、胰腺癌、TNBC、头颈鳞癌、胆道癌，有望实现突破 PD-1 单抗在冷肿瘤适应症的局限，全面拓宽全球市场。

图12：依沃西全面布局肺癌适应症全球市场

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

图13：依沃西布局多项适应症，实现冷肿瘤突破

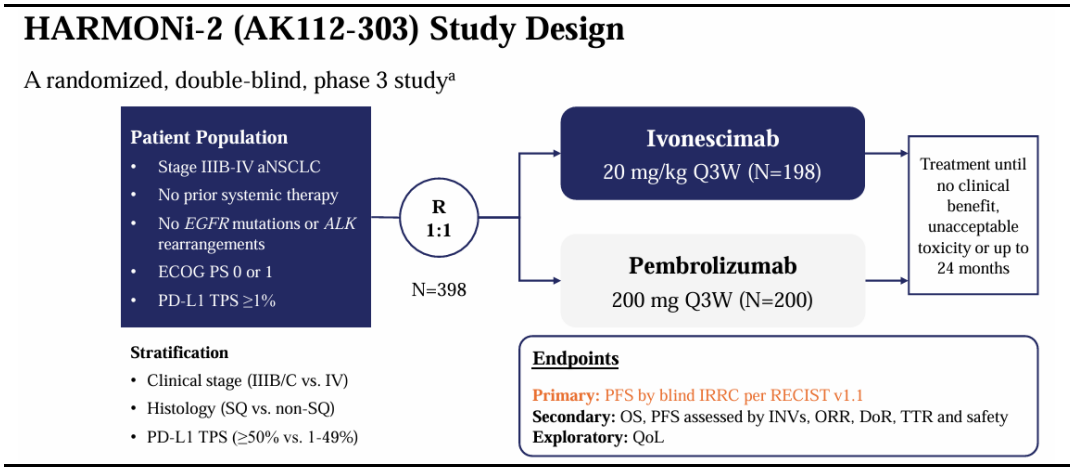
数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

3.1. 单药 NSCLC 1L：头对头击败 K 药，PFS 大获全胜

HARMONi-2 是一项在中国 55 家医院开展的随机、双盲、III 期试验，共入组 398 名患者，1:1 随机分配至依沃西单抗治疗组和帕博利珠单抗治疗组，比较依沃西单抗与帕博利珠单抗在 PD-L1 阳性晚期非小细胞肺癌患者中一线治疗的疗效和安全性。

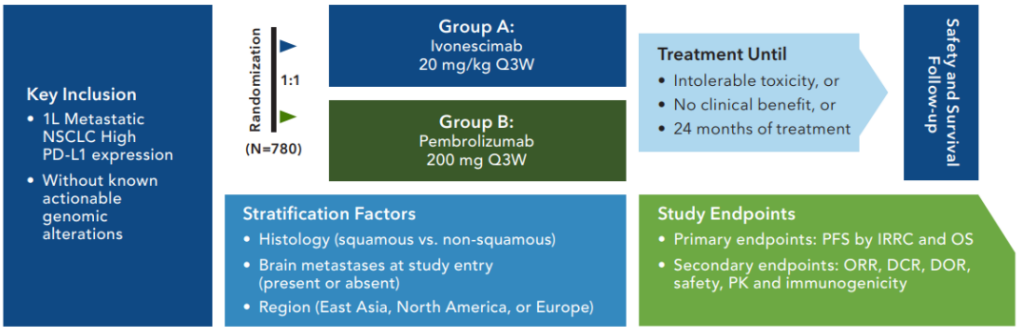
HARMONi-2 对应的 MRCT 是 HARMONi-7，研究人群从 TPS≥1 转变为 TPS≥50，是对照组帕博利珠单抗获益更为显著的人群，样本量也扩大为 780 例。我们认为，假设全球与中国临床获益相同（HARMONi 研究已经完美复现国内数据，说明中国数据向全球数据的可转化性），从临床设计来说，更大的样本量，HARMONi-2 的 OS 终点获得阳性的确定性大幅增加。

图14：HARMONi-2 研究设计



数据来源：2024WCLC，东吴证券研究所

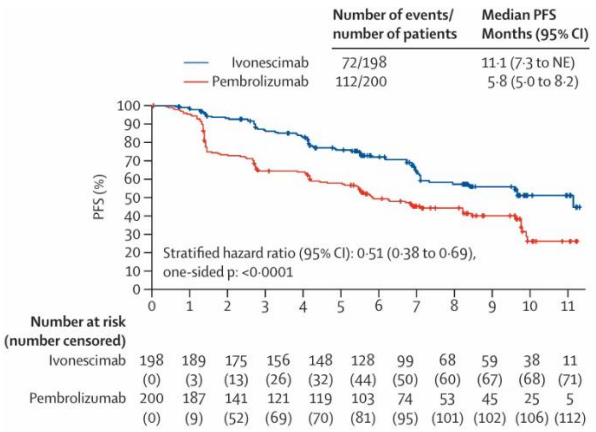
图15：HARMONi-7 研究设计



数据来源：Summit 官网，东吴证券研究所

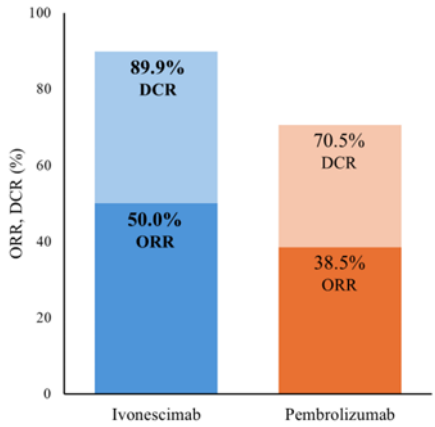
相比 K 药，依沃西的 PFS 接近翻倍（5.8m vs 11.1m），OS HR 0.777 已经是重大胜利！HARMONi-2 研究中，依沃西单抗组的 PFS 达到了 11.1 个月，对比帕博利珠单抗的 5.8 个月，有显著的提高（HR 0.51）。此外，依沃西单抗组的 ORR 有着显著的提升，同样显著优于 K 药（50% vs. 38.5%）。今年 4 月，依沃西单药在国内获批用于 1L PD-L1+ NSCLC，并且 IIT 人群中，在 39%成熟度进行时的 OS 期中分析（本次分析 α 分配值仅为 0.0001）结果显示依沃西对比帕博利珠单抗 OS HR=0.777，降低死亡风险 22.3%。

图16：依沃西单抗组的 PFS 显著长于 K 药组



数据来源：2024WCLC，东吴证券研究所

图17：依沃西单抗组的 ORR 显著优于 K 药组

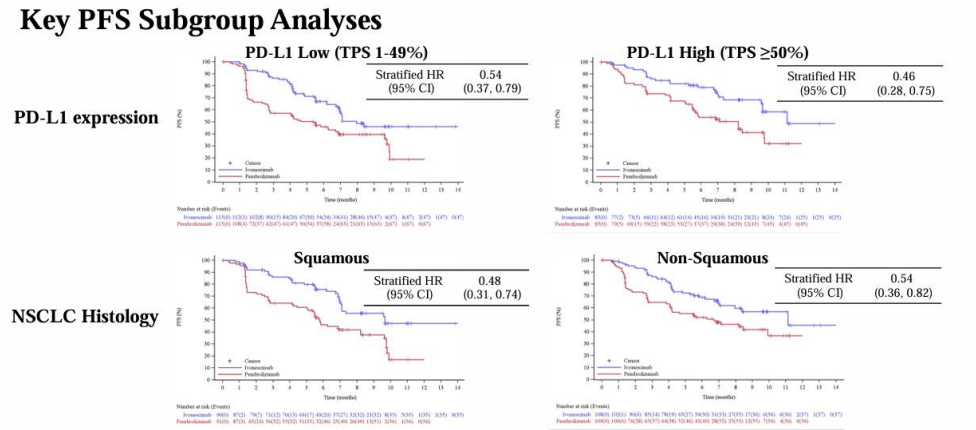


数据来源：2024WCLC，东吴证券研究所

不同患者亚组看，均有显著获益。无论 PD-L1 的表达水平是高是低，无论是鳞癌还是腺癌，都显示出了依沃西单抗作为双特异性抗体药物，对比 K 药单药，具有明确的临床意义上的优势。对于 PD-L1 高表达（TPS≥50%）的 K 药优势人群，依沃西单抗依旧显示出获益，HR 为 0.46。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图18：HARMONi-2 单抗亚组分析



数据来源：2024WCLC，东吴证券研究所

AK112 安全性良好，并且鳞癌患者使用安全。既往对于中央型鳞癌的患者，抗 VEGF 药物的使用一直是一个禁忌，许多探索性研究在入组时也对人群进行了有针对性的筛选。但在 HARMONi-2 研究中，入组的鳞癌患者有 90 例，其中有 72.2%是中央型鳞癌，占有较高的比例；尤其值得注意的是，鳞癌患者中有十分之一的肿瘤存在空洞、坏死，6.7%的肿瘤包绕重要血管，基线有咯血病史的患者占比 19.2%，可以说是比较有代表性的。在这样的基线情况下，依沃西单抗与帕博利珠单抗在鳞癌中的 TRAE 发生比例仍是相似的（22.2% vs 18.7%），并且依沃西单抗组未发生过 3 级以上出血事件。

图19：AK112 安全性良好

Immune-Related and Possible VEGF-Related AEs

irAEs

Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 197[a])	Pembrolizumab (n = 199[a])
irAEs (all grades)	59 (29.9)	56 (28.1)
Grade≥3	14 (7.1)	16 (8.0)
Serious irAEs	11 (5.6)	22 (11.1)
Leading to discontinuation	0	5 (2.5)
Leading to death	0	0

Ivonescimab exhibited similar irAEs to that of pembrolizumab.

Possible VEGF-Related AEs

Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 197[a])	Pembrolizumab (n = 199[a])
Possible VEGF-Related AEs (all grades)	94 (47.7)	42 (21.1)
Grade≥3	20 (10.2)	2 (1.0)

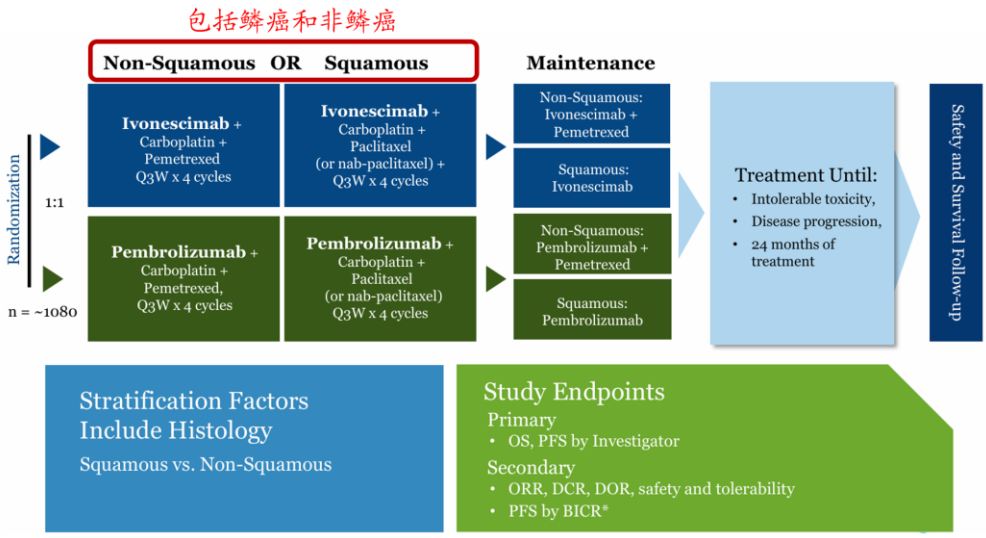
Safety Summary by Classification, n (%)	Ivonescimab (n = 197[a])		Pembrolizumab (n = 199[a])	
	All Grade	Grade≥3	All Grade	Grade≥3
Proteinuria	62 (31.5)	6 (3.1)	20 (10.1)	0
Hypertension	31 (15.7)	10 (5.1)	5 (2.5)	1 (0.5)
Haemorrhage	29 (14.7)	2 (1.0)	22 (11.1)	1 (0.5)
Arterial thromboembolism	2 (1.0)	2 (1.0)	1 (0.5)	0
Venous thromboembolism	0	0	1 (0.5)	0

数据来源：2024WCLC，东吴证券研究所

3.2. 联用化疗 NSCLC 1L：战胜 PD-1 联合化疗，获显著阳性

联合化疗一线治疗 NSCLC，依沃西单抗共开展了中国和海外的两项 III 期研究，分别是 HARMONi-6 和 HARMONi-3。中国 HARMONi-6 研究对照组为替雷利珠单抗联合化疗，海外 HARMONi-3 研究对照组为 K 药联合化疗。此外，海外 III 期对适应症覆盖人群进行了拓展，纳入了鳞癌和非鳞癌。

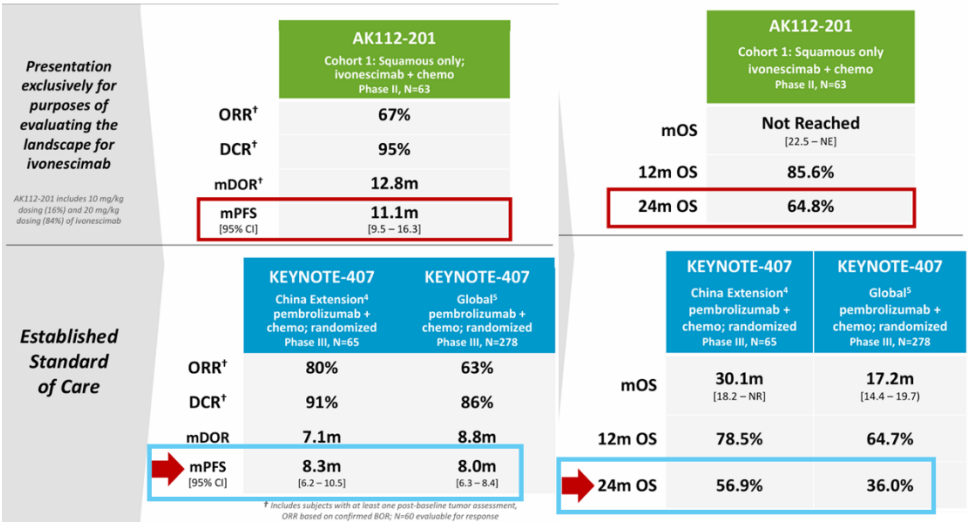
图20：HARMONi-3 研究方案



数据来源：Summit 官网，东吴证券研究所

根据 II 期研究结果（AK112-201 研究），依沃西单抗联合化疗 PFS 11.1 个月，24 个月的 OS 比率为 64.8%。而目前的标准疗法，K 药联合化疗 mPFS 仅 8 个月，24 个月 OS 比率仅 36%。

图21：AK112 联用化疗治疗一线鳞状 NSCLC 数据优于 K 药（非头对头对比）



数据来源：JPM2024，东吴证券研究所

战胜 PD-1 联合化疗，获显著阳性。HARMONi-6 研究为 AK112 联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗治疗一线鳞状非小细胞肺癌。2025 年 4 月，公司宣布经独立数据监察委员会（IDMC）评估的预先设定的期中分析显示强阳性结果，相较替雷利珠联合化疗，依沃西联合化疗可以显著延长全人群患者的 PFS，在纳入高达 63%的中央型鳞癌患者的情况下，依沃西疗法的安全性与对照组相似。这表明，依沃西疗法突破了贝伐珠单抗无法应用鳞状非小细胞肺癌的瓶颈，再次提升了 NSCLC 免疫治疗的临床获益，为晚期鳞

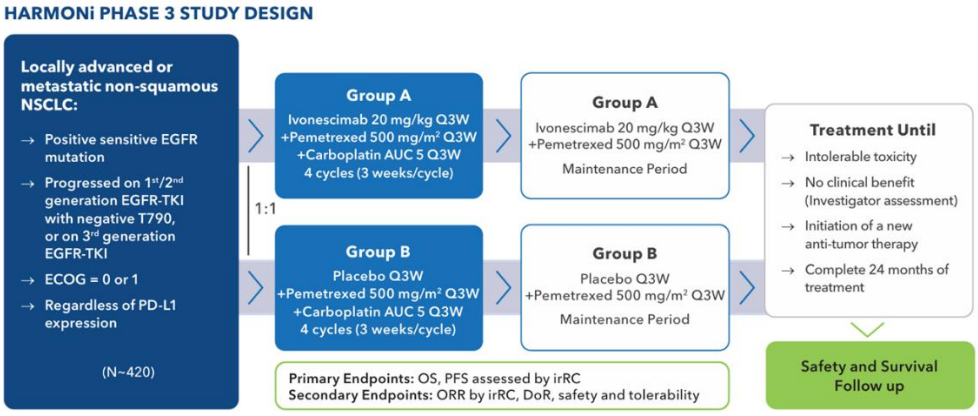
请务必阅读正文之后的免责声明部分

癌患者带来了免疫联合抗血管协同抗肿瘤的全新更优选择。我们认为，HARMONi-6 研究的显著阳性为未来 HARMONi-3 的成功提供有力支持。

3.3. 2L+ EGFRm NSCLC：海外临床完美复现国内数据，意义重大

针对 EGFR TKI 经治的 NSCLC，公司分别在中国和海外开展了 HARMONi-A 和 HARMONi 研究，其中全球 HARMONi 研究纳入了中国 HARMONi-A 研究中第三代 EGFR TKI 经治受试者。

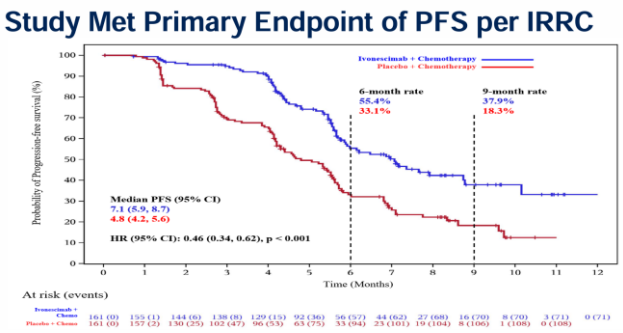
图22：HARMONi 研究方案设计



数据来源：Summit 业绩材料，东吴证券研究所

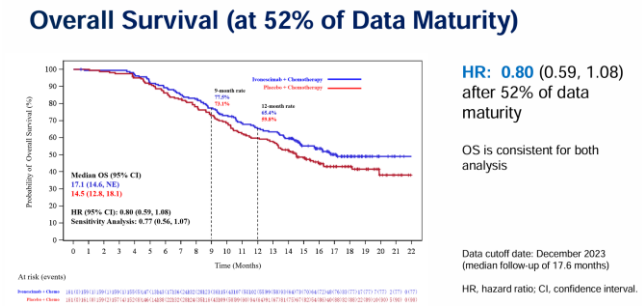
HARMONi-A 研究：显著延长 PFS，OS 长期获益趋势明显。根据 2024 ASCO 披露的数据，依沃西联合化疗组对比化疗组取得了 PFS 优势，分别为 7.1 个月和 4.8 个月，HR 值为 0.46。OS 获益方面，当前 OS 数据尚未达到最终结果，但两条曲线在早期已呈现分离趋势，预示着 HARMONi-A 方案延长患者总生存期的潜力。截止 2023 年 12 月，在中位随访时间 17.6 个月时，依沃西联合化疗对比化疗组的 mOS 分别为 17.1 个月和 14.5 个月，HR 值为 0.8，死亡风险降低了 20%。

图23：依沃西+化疗对比化疗取得 PFS 获益



数据来源：2024 ASCO，东吴证券研究所

图24：依沃西+化疗对比化疗 OS 长期获益趋势明显



数据来源：2024 ASCO，东吴证券研究所

HARMONi-A 研究：海外完美复现国内数据，意义重大！5 月 30 日，Summit 公布了 HARMONi 的研究结果，与单纯化疗相比，依沃西与化疗联合的 PFS 的 HR 为 0.52，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

OS 的 HR 为 0.79。根据与 FDA 的交流，Summit 将通过综合评估确定递交在美递交上市的时间点。此外，针对 2L+ EGFRm NSCLC，迄今为止，FDA 批准上市的药物均没有获得 OS 的统计学显著性。2024 年 9 月，FDA 基于 MARIPOSA-2 研究批准了 EGFR/c-Met 双抗治疗 EGFR-TKI 治疗进展的 EGFR-19del 或 L858R 突变的 nsq-NSCLC，OS 风险比约为 0.77（95%CI 0.49−1.21）。我们认为，国际多中心 HARMONi 研究与在中国 HARMONi-A 研究的结果具有一致性，验证了依沃西在跨区域研究中具有一致性的临床疗效，意义重大，也增强了我们对更加重要的适应症 1L NSCLC 的海外临床取得胜利的信心。

3.4. IO 经治 NSCLC：市场潜力巨大，已经启动 III 期

AK112 联合多西他赛在 PD-1/L1 疗法治疗进展或失败的非小细胞肺癌患者中，已经启动一项三期临床试验 AK112-305\HARMONi-8A(NCT06928389), 入组人数为 536 例。目前 PD-(L)1 耐药后 NSCLC 标准治疗仍为化疗，存在尚未被满足临床需求，且市场潜力巨大！从 II 期数据看，ORR 为 40%，PFS 为 7.1m，我们看好 AK112 在 IO 耐药 NSCLC 领域的成药潜力。

图25：IO 耐药后 NSCLS 市场潜力巨大，依沃西已经启动 III 期

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

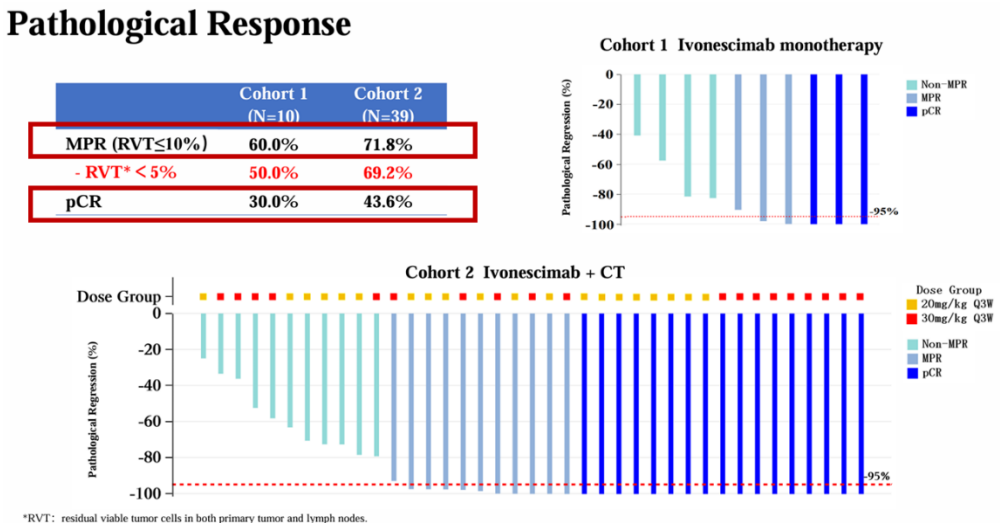
3.5. NSCLC 围术期：依沃西单抗突破 pCR 率瓶颈

当前，国际上有 4 种主流的 PD-(L)1 单抗药物，俗称“ITOK”系列，均已发布了涉及新辅助、术后辅助及围手术期全程治疗的Ⅲ期临床数据。目前经典的 PD-(L)1 单抗，在短期疗效数据（如 pCR 或 MPR 率）及中期疗效指标（如 EFS）上，基本已经步入瓶颈期，pCR 率普遍维持在 20%左右的水平。

AK112-205 研究旨在探索依沃西单药或联用化疗在 NSCLC 新辅助的有效性和安全性。研究共有 60 例患者成功入组，其中单药治疗组 11 例，联合用药组 49 例。初步研究结果显示，在单药治疗组中，MPR 率达到了 60%，pCR 率为 30%; 联合用药组的 MPR 率超过了 71%，pCR 率也超过了 43%。非头对头对比看，这些结果已超越同期类似的Ⅲ

期临床研究水平，数据表现相当优异。

图26：依沃西在 NSCLC 围术期初见成效（AK112-205 研究）



数据来源：2024 WCLC，东吴证券研究所

3.6. 多个后期临床试验开展中，泛癌种布局打开成长空间

广泛适应症布局，有望突破冷肿瘤突破，拓宽市场空间。公司正大力推进依沃西在一线结直肠癌、一线胆管癌、一线头颈鳞癌、一线三阴性乳腺癌、一线胰腺癌等适应症的卡位布局，全面挑战全球最优 SOC，重塑全球肿瘤免疫临床格局。依沃西合作伙伴 SUMMIT 亦整合优势资源，推动依沃西国际市场的开拓，加速挖掘依沃西全球价值。目前，依沃西在全球范围内已启动了超过 12 项 III 期临床（其中 6 项为与 PD-(L)1 疗法的头对头对照研究）和 20 多项 II 期临床，在全球市场开发和临床布局实现了显著领先。

表11：AK112 开展的 III 期临床（截至 2025 年 6 月 30 日）

适应症	细分适应症/临床方案	登记号/实验简称	目标入组人数	状态
非小细胞肺癌	2L+ EGFRm NSCLC (+化疗 vs 化疗)	NCT06396065（HARMONi）、NCT05184712（HARMONi-A	420	中国已获批
	1L PD-L1(+) NSCLC PD-L1 CPS≥50(vs K药)	NCT06767514（HARMONi-7）	780	25Q1已启动
	1L PD-L1(+) NSCLC PD-L1 CPS≥1(vs K药)	NCT05499390（HARMONi-2）	388	中国已获批
	1L 局晚期sqNSCLC（+化疗 vs 替雷利珠+化疗）	NCT05840016（HARMONi-6）	396	已完成
	1L 转移性sqNSCLC+nsqNSCLC（+化疗 vs K药+化疗)	NCT05899608（HARMONi-3）	1080	招募中
	PD-(L)1耐药的NSCLC	NCT06928389（HARMONi-8A）	536	尚未招募
胆道癌	1L 胆道癌 (+化疗 vs 度伐利尤+化疗)	NCT06591520	682	招募中
头颈鳞癌	1L PD-L1(+)头颈鳞癌 (+AK117 vs 帕博利珠)	NCT06601335	510	招募中
三阴乳腺癌	1L PD-L1(-)三阴乳腺癌 (+化疗 vs 化疗)	NCT06767527	416	招募中
胰腺癌	1L 胰腺癌(+化疗)	NCT06953999	999	尚未招募
结直肠癌	1L 结直肠癌（+化疗 vs 贝伐+化疗）	NCT06951503	560	尚未招募

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值评级

目前康方生物正处于商业化放量的初期，随着 AK104 和 AK112 两款核心产品的更多适应症逐步上市，未来销售收入及利润将快速增长。为了更好的衡量公司未来收入对于股价的影响，我们采用企业自由现金流贴现法对公司进行估值，以此将公司未来快速增长的收入纳入考虑。

AK104 和 AK112 是公司的两款核心产品，在上文中我们根据不同适应症的上市时间和临床进展对两款产品未来 10 年为公司带来的收入情况进行了预测，25-27 年公司总营收预计为 36.72/53.42/72.40 亿元。我们对于公司的盈利预测基于以下核心假设：1）公司主营业务为药品销售，参照行业销售费用水平，且公司目前仍然处于销售扩张期，故各年份销售费用率预计处于 30-40%的水平。2）公司未来的稳定发展有赖于研发端的持续投入，参照行业研发费用水平，未来各年份研发费用率预计处于 20-50%的水平。3）公司除 AK104 与 AK112 以外仍有其他上市商业化产品，我们根据过往销售占比及未来潜力推算未来 10 年其他产品销售规模处于微增趋势。4）公司所处的生物制药行业普遍毛利率较高，且公司即将进入销售放量期，根据过往公司毛利率水平，我们预计未来公司毛利率在 70%-90%的水平，并最终维持在接近 90%的水平。我们预计公司 25-27 年归母净利润为-10.29/-10.60/6.64 亿元，公司将在 2027 年扭亏为盈。

表12：康方生物未来营业收入预测

亿元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
AK104风险调整收入总额（亿元）	23.4	31.6	44.8	46.7	47.8	48.3	46.5	46.2	46.2	45.2	43.2
AK112风险调整收入总额（亿元）	9.9	18.1	23.5	39.2	57.0	82.9	98.7	126.3	146.6	164.3	171.7
其他产品销售收入（亿元）	3.4	3.7	4.1	4.5	4.9	5.4	6.0	6.6	7.2	7.9	8.7
总计（亿元）	**36.7**	**53.4**	**72.4**	**90.4**	**109.7**	**136.7**	**151.1**	**179.1**	**200.0**	**217.5**	**223.6**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

FCFF 估值主要依托以下假设。以中国 10 年期国债收益率 1.65%作为无风险利率；Wind 数据库中显示康方生物贝塔值为 0.73；康方生物为生物医药科技企业，故所得税率为 15%；参考 Wind 数据库得到港股市场预期收益率约为 9.20%；计算可得股权资本成本为 7.16%；加权平均资本成本为 5.58%。公司营收主要源于 AK104 与 AK112 两款产品，根据公司所披露的更多扩展适应症的临床试验进展，我们推测两款产品的多个适应症有望在 2027-2029 年在中国与美国获批，届时将出现销售收入的快速增长。最终模型目标价为 163.33 元，178.93 港元，高于 2025 年 7 月 7 日收盘价 113.00 港元。基于上述产品收入假设及 FCFF 模型得到的目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：贴现现金流估计

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	-432.83	-930.64	-913.66	982.31	1,531.61	2,261.44	3,557.06	3,765.00	5,562.76	6,399.75	6,798.24
所得税税率	*0.00%*	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息前税后利润(NOPAT)	-432.83	-930.64	-913.66	834.97	1,301.87	1,922.23	3,023.50	3,200.25	4,728.35	5,439.79	5,778.50
加：折旧与摊销	193.97	103.96	90.41	73.37	66.03	59.43	53.49	48.14	43.32	38.99	35.09
减：营运资金的增加	1,730.94	401.56	875.91	-205.68	502.46	555.95	284.26	364.04	382.21	337.61	331.22
减：资本性投资	-593.73	-352.20	-435.20	-322.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流量FCFF	**-2,563.53**	**-1,580.44**	**-2,134.36**	**791.92**	**865.44**	**1,425.71**	**2,792.73**	**2,884.35**	**4,389.47**	**5,141.17**	**5,482.37**

贝塔值（β）	0.73
无风险利率Rf（%）	1.65%
市场的预期收益率Rm（%）	9.20%
有效税率T（%）	15.00%
股权资本成本Ke（%）	7.16%
加权平均资本成本WACC（%）	5.58%
股权价值（百万元）	**146,607.05**
总股本（百万股）	897.59
每股价值(CNY)	**163.33**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表14：估值敏感性分析

		折现率						
	163.33	4.80%	5.05%	5.30%	5.55%	5.80%	6.05%	6.30%
永续增长率	2.25%	173.39	155.83	141.18	128.77	118.13	108.92	100.86
	2.50%	190.94	169.96	152.76	138.40	126.24	115.82	106.79
	2.75%	212.78	187.17	166.61	149.75	135.69	123.77	113.56
	3.00%	240.69	208.57	183.48	163.33	146.82	133.03	121.36
	3.25%	277.59	235.92	204.46	179.87	160.13	143.94	130.43
	3.50%	328.70	272.10	231.26	200.43	176.33	156.99	141.13
	3.75%	404.16	322.19	266.72	226.71	196.49	172.88	153.92

数据来源：Wind，东吴证券研究所

康方生物两款核心产品 AK104 和 AK112 未来销售峰值可支持 1600 亿港元市值。在绝对估值法的基础上，结合我们对两款产品的销售峰值的预测，对不同产品的销售峰值对估值的贡献进行拆分。AK104 未来国内销售峰值预计在 2030 年达到 48 亿元，我们给予 3 倍 PS。AK112 未来国内销售峰值预计 2035 年达到 101 亿元，我们给予 3 倍 PS。AK112 未来海外分成收入峰值预计 2035 年达到为 70 亿元，该部分可近似为净利润收入，故给予 15 倍 PE。两款产品总体对估值的贡献可达 1600 亿港元。

5. 风险提示

（1）核心管线研发进展不及预期的风险：公司为创新药研发企业，多款创新药及新适应症研发处于临床 III 期阶段，随着入组人数增加，临床试验结果受多种因素影响可能出现不及预期的情况。

（2）管线市场竞争加剧的风险：公司目前现有管线存在竞品正在研发，如果未来

同适应症产品增加，可能会导致商业化竞争加剧，导致公司收入不及预期等风险。

（3）商业化产品放量不及预期的风险：公司目前有多款已上市商业化产品，由于产品销售受到多种因素影响，如竞争格局、销售团队能力等，故可能存在销售竞争激烈导致销售收入不及预期的风险。

（4）上市时间不及预期的风险：在审批过程中，CDE 有可能在原申报资料基础上补充新的技术资料，甚至有可能要求申请人补充临床试验，CDE 评的不确定性将可能会延后公司相关药品上市时间。

（5）核心研发人员流失的风险：维持核心技术人员队伍和高管团队的稳定是公司管理和研发的关键，核心技术人员的粘性体现出了公司治理和管理的核心竞争力，考虑到未来创新药企的竞争加剧，基于核心技术人员的抢夺将成为公司未来发展的挑战之一，核心技术人员的流失也将成为公司面临的核心风险之一。

康方生物三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**8,691.59**	**9,300.96**	**9,199.03**	**11,633.17**
现金及现金等价物	2,915.74	1,493.08	7.73	1,447.80
应收账款及票据	524.91	778.48	933.79	1,529.89
存货	706.53	1,472.82	1,957.91	2,474.15
其他流动资产	4,544.40	5,556.59	6,299.60	6,181.32
非流动资产	**4,063.38**	**4,311.62**	**4,656.41**	**4,905.13**
固定资产	3,230.69	3,485.10	3,835.58	4,082.21
商誉及无形资产	22.27	16.09	10.40	12.50
长期投资	398.50	398.50	398.50	398.50
其他长期投资	16.31	16.31	16.31	16.31
其他非流动资产	395.61	395.62	395.62	395.62
资产总计	**12,754.97**	**13,612.58**	**13,855.44**	**16,538.30**
流动负债	**1,686.63**	**3,338.47**	**3,806.30**	**5,190.46**
短期借款	535.46	698.75	783.00	913.83
应付账款及票据	425.19	1,211.37	1,541.43	1,843.58
其他	725.98	1,428.35	1,481.86	2,433.04
非流动负债	**4,314.86**	**4,514.86**	**5,314.86**	**5,914.86**
长期借款	3,406.13	3,606.13	4,406.13	5,006.13
其他	908.73	908.73	908.73	908.73
负债合计	**6,001.49**	**7,853.33**	**9,121.16**	**11,105.32**
股本	0.06	0.06	0.06	0.06
少数股东权益	(60.48)	(60.48)	(60.48)	(60.48)
归属母公司股东权益	6,813.95	5,819.73	4,794.76	5,493.46
负债和股东权益	**12,754.97**	**13,612.58**	**13,855.44**	**16,538.30**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**2,123.94**	**3,671.96**	**5,341.60**	**7,239.67**
营业成本	289.04	490.00	700.00	900.00
销售费用	1,001.79	1,615.66	2,350.31	3,040.66
管理费用	203.64	367.20	480.74	361.98
研发费用	1,187.69	1,835.98	2,403.72	1,809.92
其他费用	172.09	293.76	320.50	144.79
经营利润	**(730.31)**	**(930.64)**	**(913.66)**	**982.31**
利息收入	0.00	51.03	26.13	0.14
利息支出	68.26	149.25	172.07	201.20
其他收益	297.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	**(501.09)**	**(1,028.86)**	**(1,059.61)**	**781.25**
所得税	0.00	0.00	0.00	117.19
净利润	**(501.09)**	**(1,028.86)**	**(1,059.61)**	**664.07**
少数股东损益	13.42	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**(514.52)**	**(1,028.86)**	**(1,059.61)**	**664.07**
EBIT	(432.83)	(930.64)	(913.66)	982.31
EBITDA	(238.87)	(826.67)	(823.25)	1,055.69
Non-GAAP	(432.83)	(930.64)	(913.66)	982.31

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(527.62)	(1,177.21)	(1,673.03)	1,144.31
投资活动现金流	(1,522.86)	(494.13)	(559.13)	(268.51)
筹资活动现金流	3,389.27	214.04	712.18	529.63
现金净增加额	1,373.43	(1,422.67)	(1,485.35)	1,440.07
折旧和摊销	193.97	103.96	90.41	73.37
资本开支	(593.73)	(352.20)	(435.20)	(322.10)
营运资本变动	(200.25)	(401.56)	(875.91)	205.68

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	(0.57)	(1.15)	(1.18)	0.74
每股净资产(元)	7.59	6.48	5.34	6.12
发行在外股份(百万股)	897.59	897.59	897.59	897.59
ROIC(%)	(4.76)	(8.97)	(9.14)	7.85
ROE(%)	(7.55)	(17.68)	(22.10)	12.09
毛利率(%)	86.39	86.66	86.90	87.57
销售净利率(%)	(24.22)	(28.02)	(19.84)	9.17
资产负债率(%)	47.05	57.69	65.83	67.15
收入增长率(%)	(53.33)	72.88	45.47	35.53
净利润增长率(%)	(125.37)	(99.97)	(2.99)	162.67
P/E	(147.84)	(73.93)	(71.79)	114.55
P/B	11.16	13.07	15.86	13.85
EV/EBITDA	(212.59)	(95.42)	(98.69)	76.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为***人民币，港元汇率为2025年7月7日的0.9128***，预测均为东吴证券研究所预测。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn