



康方生物 (09926.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

结直肠癌 3 期推进，依沃西肿瘤适应症全面展开事件

2025 年 7 月 16 日，公司官网宣布，其全球同靶点首创双抗依沃西单抗，用于一线治疗晚期 pMMR/MSS 型（错配修复功能完整/微卫星稳定）mCRC（转移性结直肠癌）的注册性 3 期临床研究

(AK112-312/HARMONi-G16) 已完成首例患者入组。

点评

全球领先优势，快速全方位筑建中：潜在全球重磅依沃西，肺癌、胆道癌、乳腺癌、结直肠癌等关键临床全面展开。（1）结直肠（CRC）是全球第三大高发恶性肿瘤和第二大癌症死因。2022 年全球新发病例超过 192.6 万（中国新发病例约 51.7 万），约 95% 的 mCRC 患者为 pMMR 或 MSS 型，此类冷肿瘤，免疫治疗反应不佳，迄今全球尚无此类患者的一线免疫疗法获批。依沃西联合化疗的初步疗效较好，且不论 KRAS/BRAF 突变，均可获益。此项临床的展开，将进一步验证依沃西联合化疗在该患者群体中的优越性，有望成为前述类型 mCRC 患者全新且高效的一线免疫治疗选择。（2）此前，在肺癌 3 期临床中已单药头对头击败 K 药的依沃西，在其联用化疗已在 PD-(L)1（程序性细胞死亡因子受体/配体 1）耐药非小细胞肺癌、一线胆道癌、一线三阴乳腺癌等展开 3 期临床，在肿瘤领域的全面立体布局正快速构建中。

商业化，步入加速收获期：卡度尼利与依沃西医保放量可期，新适应症拓展和国际步伐或提速。（1）卡度尼利与依沃西于 2024 年被纳入国家医保，预计 2025 年起将带来销售收入的加速放量。（2）依沃西，已通过联用布局 18 个适应症，展开超过 27 项临床，其中包括 12 项 3 期临床和 7 项头对头研究；卡度尼利，已布局 20 个适应症冰开支 28 项临床试验。

管线丰富，自有产品组合空间大，成长确定：全球首创双靶点的差异化 ADC（抗体偶联药物）等 50 多项在研管线，肿瘤、代谢、自免全面布局。除了已获批的 2 款双抗及其他生物药外，公司还有普络西、莱法利、古莫奇、曼多奇、双抗 ADC 等诸多管线。

盈利预测、估值与评级

根据国内和海外最新临床进展，我们调整盈利预测，将公司 2025/26 年营收下调 15%/16%至 36/54 亿元，将 2025/26 年归母净利润下调 127%/56%至-0.96/4.26 亿元；预计公司 2027 年营收与归母净利润分别为 75 和 13 亿元。我们看好公司产品力与海外突破，维持“买入”评级。

风险提示

新药研发及销售不达预期、市场竞争加剧、医保降价等风险。

医药组

分析师：赵海春（执业 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：甘坛焕（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价（港币）：139.500 元

相关报告：

1.《康方生物港股公司点评：依沃西近单月过亿收入，重磅数据发布在即》，2024.8.31



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,526	2,124	3,582	5,350	7,460
营业收入增长率	440%	-53.08%	68.65%	49.36%	39.44%
归母净利润(百万元)	2,028	-515	-96	426	1,266
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	na.	197%
摊薄每股收益(元)	2.26	-0.57	-0.11	0.47	1.41
每股经营性现金流净额	2.93	-0.59	-0.17	0.31	1.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	43.23%	-7.55%	-1.42%	5.90%	14.87%
P/E	20.53	n.a.	n.a.	293.99	98.89
P/B	8.32	8.00	18.54	17.36	14.71

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	838	4,526	2,124	3,582	5,350	7,460
增长率	271.3%	440.3%	-53.1%	68.6%	49.4%	39.4%
主营业务成本	94	133	289	466	696	970
%销售收入	11.2%	2.9%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利	744	4,393	1,835	3,116	4,655	6,490
%销售收入	88.8%	97.1%	86.4%	87.0%	87.0%	87.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	553	890	1,002	1,397	1,873	2,238
%销售收入	66.0%	19.7%	47.2%	39.0%	35.0%	30.0%
管理费用	199	200	204	287	375	448
%销售收入	23.8%	4.4%	9.6%	8.0%	7.0%	6.0%
研发费用	1,323	1,254	1,188	1,218	1,605	2,089
%销售收入	158.0%	27.7%	55.9%	34.0%	30.0%	28.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,401	1,910	-433	54	562	1,380
%销售收入	-167.2%	42.2%	-20.4%	1.5%	10.5%	18.5%
财务费用	21	-33	68	147	147	147
%销售收入	2.5%	-0.7%	3.2%	4.1%	2.7%	2.0%
投资收益	0	-192	-69	0	0	0
%税前利润	0.0%	-9.9%	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,536	1,792	-730	-18	455	1,231
营业利润率	-183.3%	39.6%	-34.4%	-0.5%	8.5%	16.5%
营业外收支						
税前利润	-1,422	1,943	-501	-93	415	1,233
利润率	-169.8%	42.9%	-23.6%	-2.6%	7.8%	16.5%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-1,422	1,942	-501	-93	415	1,233
少数股东损益	-254	-86	13	2	-11	-33
归属于母公司的净利润	-1,168	2,028	-515	-96	426	1,266
净利率	n.a	44.8%	n.a	n.a	8.0%	17.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,168	2,028	-515	-96	426	1,266
少数股东损益	-254	-86	13	2	-11	-33
非现金支出	-238	-121	-7	78	29	-35
非经营收益						
营运资金变动	60	418	-200	-133	-177	-211
经营活动现金净流	-1,240	2,468	-528	-151	278	1,020
资本开支	-802	-879	-594	-300	-300	-300
投资	-205	-3,247	-1,037	0	0	0
其他	118	129	108	72	107	149
投资活动现金净流	-890	-3,997	-1,523	-228	-193	-151
股权募资	495	0	2,851	0	0	0
债权募资	996	1,087	948	0	0	0
其他	-5	-126	-410	-147	-147	-147
筹资活动现金净流	1,486	961	3,389	-147	-147	-147
现金净流量	-549	-550	1,373	-492	-27	757

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,092	1,542	2,916	2,424	2,397	3,154
应收款项	428	390	641	1,081	1,615	2,252
存货	342	392	707	1,138	1,700	2,371
其他流动资产	196	3,352	4,428	4,447	4,471	4,499
流动资产	3,058	5,677	8,692	9,091	10,183	12,276
%总资产	55.6%	61.8%	68.1%	67.6%	68.6%	71.2%
长期投资	0	293	398	398	398	398
固定资产	2,000	2,824	3,231	3,531	3,831	4,131
%总资产	36.4%	30.8%	25.3%	26.2%	25.8%	24.0%
无形资产	20	29	22	22	22	22
非流动资产	2,437	3,504	4,063	4,363	4,663	4,963
%总资产	44.4%	38.2%	31.9%	32.4%	31.4%	28.8%
资产总计	5,496	9,181	12,755	13,455	14,846	17,239
短期借款	446	391	535	535	535	535
应付款项	309	355	425	685	1,023	1,427
其他流动负债	606	459	726	1,224	1,829	2,550
流动负债	1,361	1,205	1,687	2,445	3,387	4,512
长期贷款	1,421	2,577	3,406	3,406	3,406	3,406
其他长期负债	166	880	909	909	909	909
负债	2,948	4,662	6,001	6,760	7,702	8,827
普通股股东权益	2,636	4,692	6,814	6,753	7,213	8,514
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	2,792	4,855	6,970	6,909	7,370	8,670
少数股东权益	-88	-174	-60	-58	-69	-102
负债股东权益合计	5,496	9,181	12,755	13,455	14,846	17,239

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.42	2.42	-0.60	-0.11	0.47	1.41
每股净资产	3.13	5.58	7.59	7.52	8.04	9.49
每股经营现金净流	-1.47	2.93	-0.59	-0.17	0.31	1.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-44.33%	43.23%	-7.55%	-1.42%	5.90%	14.87%
总资产收益率	-21.26%	22.09%	-4.03%	-0.71%	2.87%	7.34%
投入资本收益率	-31.73%	25.51%	-4.05%	0.51%	5.07%	11.17%
增长率						
主营业务收入增长率	271.26%	440.35%	-53.08%	68.65%	49.36%	39.44%
EBIT 增长率	-11.01%	236.33%	-122.66%	112.41%	945.51%	145.68%
净利润增长率	-8.69%	273.60%	-125.37%	81.40%	544.94%	197.29%
总资产增长率	14.36%	67.05%	38.93%	5.48%	10.34%	16.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.1	22.5	69.5	70.9	74.3	76.4
存货周转天数	1,029.8	991.1	684.0	713.1	734.6	755.5
应付账款周转天数	985.4	896.7	485.8	429.1	442.1	454.7
固定资产周转天数	720.4	191.8	513.1	339.8	247.7	192.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.03%	32.17%	22.34%	29.88%	28.38%	15.10%
EBIT 利息保障倍数	-32.4	22.0	-6.3	0.4	3.8	9.4
资产负债率	53.64%	50.78%	47.05%	50.24%	51.88%	51.20%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究