

康方生物 (09926.HK)

引领全球 IO2.0，依沃西有望占据最大市场份额

投资要点：

➤ AK112 进度全球领先，有望占据全球二代 IO 市场的最大份额

看好 PD-1 和 VEGF 靶点的广谱泛癌作用，VEGF 单抗贝伐珠 2019 年全球峰值销售额约 71 亿美元，PD-1/PDL1 单抗 2024 年合计全球销售达 516 亿美金，全球合计近 600 亿美金的存量市场，依靠双靶协同机制做出增量市场，空间巨大。目前 PD1/VEGF 或 PDL1/VEGF 双抗对外授权交易首付款已达 39 亿美元，总金额已达 288 亿美元，代表性产品包括公司/Summit 的 AK112（13 项注册 3 期）、BMS/BioNTech 的 PM8002（3 项注册 3 期）和 Pfizer/三生制药的 SSGJ-707（1 项注册 3 期），我们认为产业趋势趋于清晰，看好 PD1/VEGF 双抗成为二代 IO 基石药物。

从进度来看，目前公司 AK112 国内已有 2 项适应症获批上市，1 项纳入国家医保目录，是目前全球唯一成药的 PD-1/VEGF 双抗。HARMONI 研究顶线数据展现了中国和全球研究数据的一致性，目前 3 项全球 3 期开展，全球进度领先，有望占据全球二代 IO 市场的最大份额。2025 年 7 月 28 日，依沃西联合化疗 1L 治疗 sq-NSCLC 的上市申请获 NMPA 受理。此外，多个 III 期临床研究正在国内高效推进，有望能够快速推进全球研究，包括 PD-1 经治 NSCLC、三阴性乳腺癌、胆道癌、结直肠癌、头颈鳞癌、胰腺癌、小细胞肺癌等。注册临床中有 6 项与 PD-1/L1 疗法的代表产品开展头对头研究，包括默沙东的 K 药、百济神州的替雷利珠、阿斯利康的度伐利尤，研究成功后有望替代其市场份额。7 月，公司首个双抗 ADC（Trop2/Nectin4 ADC）临床入组，“IO+ADC”2.0 迭代战略加速推进。

➤ 卡度尼利首个国际注册临床已启动，首个非肿瘤双抗获 IND 受理

PD-1/CTLA-4 双特异性抗体卡度尼利联合仑伐替尼对比仑伐替尼用于治疗既往接受过 A+T 方案治疗的晚期 HCC 的国际多中心注册性 II 期临床研究（AK104-225）于 2025 年 8 月已获 NMPA 和 FDA 批准开展，有望显著提升全球临床价值和商业价值。此外，AK117（CD47）联合方案治疗 MDS 国际多中心 II 期临床已有患者入组，2 项实体瘤国内 3 期（头颈鳞癌和胰腺癌）均在入组中，联合 AK112 有助于实现 AK117 的全球价值。在非肿瘤领域，全球首创 IL-4R α /ST2（AK139）IND 获受理，在呼吸系统及皮肤疾病领域有很大治疗潜力。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 35.18、57.65、93.72 亿元，归母净利润分别为-1.86、8.03、29.66 亿元。假设公司 AK112 国内已开展 3 期的适应症顺利开展国际 3 期后，经风险调整海外销售峰值约 197 亿美金。根据 DCF 估值，按 WACC 为 8.06%，永续增长率为 1%，测算合理市值为 2228 亿港元，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

临床试验失败的风险，产品销售不及预期的风险。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	4,526	2,124	3,518	5,765	9,372
增长率	440%	-53%	66%	64%	63%
归母净利润（百万元）	2,028	-515	-186	803	2,966
增长率	274%	-125%	64%	531%	270%
EPS（元/股）	2.26	-0.57	-0.21	0.89	3.30
市盈率（P/E）	64.5	-254.5	-703.3	163.1	44.1
市净率（P/B）	27.9	19.2	19.3	17.3	12.4

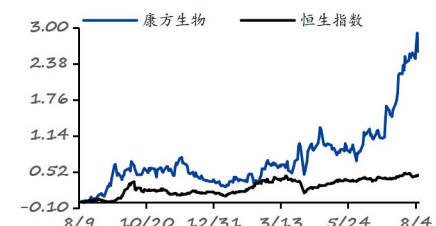
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-08-08
收盘价:	160.40 港元
总股本/流通股本(百万股)	897.59/897.59
流通市值(百万港元)	143,973.95
每股净资产(港元)	8.20
资产负债率(%)	47.05
一年内最高/最低价(港元)	173.20/42.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn
研究助理：杨风雨(S0210124070004)

相关报告

- 1、依沃西 1L 肺癌获批在即，多癌种 3 期快速推进——2025.04.02
- 2、依沃西头对头 K 药超预期，海外价值应被重估——2024.09.15
- 3、依沃西头对头 K 药成功，一线肺癌 NDA 获受理——2024.08.31

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,916	5,123	5,191	5,762	营业总收入	2,124	3,527	5,801	9,408
应收款项合计	641	982	1,262	1,585	主营业务收入	2,124	3,518	5,765	9,372
存货	707	1,504	1,752	1,421	营业总支出	2,854	3,991	5,316	6,642
其他流动资产	4,428	1,833	2,386	2,904	营业成本	289	528	922	1,496
流动资产合计	8,692	9,442	10,591	11,672	营业开支	2,565	3,464	4,394	5,146
固定资产净额	3,231	3,669	3,986	4,286	营业利润	-730	-464	484	2,767
权益性投资	398	231	308	312	净利息支出	68	81	79	55
其他长期投资	16	13	14	14	权益性投资损益	-69	-87	-116	-90
商誉及无形资产	22	70	113	152	其他非经营性损益	366	185	245	265
土地使用权	309	451	589	673	非经常项目前利润	-501	-447	535	2,887
其他非流动资产	87	124	79	98	非经常项目损益	0	85	70	52
非流动资产合计	4,063	4,558	5,089	5,535	除税前利润	-501	-362	605	2,938
资产总计	12,755	14,000	15,680	17,207	所得税	0	0	91	441
应付账款及票据	425	776	1,357	1,760	少数股东损益	13	-176	-288	-469
循环贷款	535	500	800	300	持续经营净利润	-514	-186	802	2,966
其他流动负债	726	1,619	1,441	1,590	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	1,686	2,895	3,598	3,650	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	3,406	3,906	4,206	3,206	归属普通股股东净利润	-515	-186	803	2,966
其他非流动负债	909	652	814	791	EPS (最新股本摊薄)	-0.57	-0.21	0.89	3.30
非流动负债合计	4,315	4,558	5,020	3,997					
负债总计	6,001	7,453	8,618	7,647	主要财务比率				
归属母公司所有者权益	6,814	6,784	7,587	10,553		2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-60	-236	-525	-993	成长能力				
股东权益总计	6,753	6,548	7,062	9,560	营业收入增长率	-53.3%	66.1%	64.4%	62.2%
负债及股东权益总计	12,755	14,000	15,680	17,207	归母公司净利润增长率	-125.4%	63.8%	531.2%	269.5%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	86.4%	85.0%	84.0%	84.0%
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	-24.2%	-5.3%	13.9%	31.6%
经营活动现金流	-528	-91	530	3,147	ROE	-8.9%	-2.7%	11.2%	32.7%
净利润	-515	-186	803	2,966	ROA	-4.7%	-1.4%	5.4%	18.0%
折旧和摊销	194	172	203	227	偿债能力				
营运资本变动	-21	72	-153	558	资产负债率	47.0%	53.2%	55.0%	44.4%
其他非现金调整	-187	-149	-323	-603	流动比率	5.2	3.3	2.9	3.2
投资活动现金流	-1,523	2,016	-1,145	-998	速动比率	4.7	2.7	2.5	2.8
资本支出	-594	-850	-750	-650	每股指标 (元)				
长期投资	-109	171	-78	-5	每股收益	-0.6	-0.2	0.9	3.3
其他长期资产	-820	2,695	-317	-343	每股经营现金流	-0.6	-0.1	0.6	3.5
融资活动现金流	3,389	282	683	-1,578	每股净资产	7.6	7.6	8.5	11.8
借款增加	974	465	600	-1,500	估值比率				
股利分配	0	0	0	0	P/E	-254	-703	163	44
普通股增加	0	0	0	0	P/B	19	19	17	12
其他融资活动现金流	2,415	-183	83	-78	EV/EBITDA	-864	-1,899	233	64

数据来源：公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司

具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格

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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

华福证券有限责任公司 本公司对本报告保留一切权利 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn