



康方生物 (09926.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

商业化高速放量，III 期临床 mOS 首战告捷

业绩简评

2025 年 8 月 26 日公司发布 2025H1 业绩公告，公司 25H1 实现收入 14.12 亿元，净亏损 5.88 亿元。

经营分析

核心产品处于商业化早期，销售迎来起量。公司 25H1 实现商业销售收入约 14.02 亿元，同比增长 49%。卡度尼利、依沃西两款核心双抗产品纳入国家医保目录，医保元年已实现超过 2000 家医院覆盖、在约 85% 医院实现双通道/准入。此外，公司后续管线 PCSK9 单抗、IL-12/23 单抗正式步入商业化，开始销售放量。

依沃西首个 III 期临床取得 OS (总生存期) 成功，再次跨过“重磅炸弹”下一个门槛。依沃西首个适应症为 EGFR-TKI 经治的非鳞状 EGFRm NSCLC (非小细胞肺癌)，已获批上市并纳入医保。公司宣布该临床的 OS 最终分析显示：依沃西达到 OS 临床终点，取得具有统计学显著和临床意义显著的 OS 获益，详细数据将在未来国际学术会议发表 (此前 2024 年披露数据：未成熟的 mOS HR=0.8，该数据基于 167 例 OS 事件，占患者总数的 52%)。

布局全面铺开，引领临床 IO 治疗迭代升级。(1) 依沃西 25H1 迎来多项催化：依沃西单药 vs K 药一线 PD-L1+ NSCLC 获批上市；依沃西+化疗 vs 替雷利珠单抗+化疗 PFS 达到主要终点，NDA 已获受理。目前依沃西 3 项全球肺癌多中心 III 期临床开展中，共 13 项 III 期临床启动/开展中，包括胆道癌、三阴乳腺癌、头颈鳞癌、结直肠癌、胰腺癌等。(2) 卡度尼利一线胃癌、一线宫颈癌大适应症陆续获批，后续已启动约 10 项 III 期注册临床，包括 IO 耐药胃癌、围手术期胃癌、PD-L1 阴性一线 NSCLC、局部晚期 NSCLC、肝癌、肺癌等领域

盈利预测、估值与评级

公司核心产品在国内商业化快速放量、且具备引领全球临床用药迭代的潜力。我们预计 2025/26/27 年公司实现营业收入 35/60/85 亿元 (原预测 36/54/75 亿元)，归母净利润-7/5/18 亿元 (原预测-1/4/13 亿元)。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发不达预期；海外进展不达预期；商业化放量不及预期。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：姜铸轩 (执业 S1130525070015)

jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：157.000 元

相关报告：

- 1.《康方生物港股公司点评：结直肠癌 3 期推进，依沃西肿瘤适应症全面...》，2025.7.17
- 2.《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	3,506	5,973	8,487
营业收入增长率	440.35%	-53.08%	65.05%	70.39%	42.09%
归母净利润(百万元)	2,028	-515	-670	544	1,833
归母净利润增长率	273.60%	-125.37%	-30.27%	181.18%	236.91%
摊薄每股收益(元)	2.26	-0.57	-0.75	0.61	2.04
每股经营性现金流净额	2.93	-0.59	0.29	1.11	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	43.23%	-7.55%	-10.95%	8.19%	21.68%
P/E	18.87	-97.30	-193.17	237.96	70.63
P/B	7.64	7.35	21.15	19.49	15.31

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	3,506	5,973	8,487
增长率	271.3%	440.3%	-53.1%	65.1%	70.4%	42.1%
主营业务成本	94	133	289	486	825	1,168
%销售收入	11.2%	2.9%	13.6%	13.9%	13.8%	13.8%
毛利	744	4,393	1,835	3,020	5,148	7,320
%销售收入	88.8%	97.1%	86.4%	86.1%	86.2%	86.2%
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	1,507	1,852	1,952
%销售收入	66.0%	19.7%	47.2%	43.0%	31.0%	23.0%
管理费用	199	200	204	280	418	475
%销售收入	23.8%	4.4%	9.6%	8.0%	7.0%	5.6%
研发费用	1,323	1,254	1,188	1,578	2,031	2,461
%销售收入	158.0%	27.7%	55.9%	45.0%	34.0%	29.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,401	1,910	-433	-528	778	2,473
%销售收入	-167.2%	42.2%	-20.4%	-15.1%	13.0%	29.1%
财务费用	21	-33	68	177	205	203
%销售收入	2.5%	-0.7%	3.2%	5.1%	3.4%	2.4%
投资收益	0	-192	-69	-300	-200	-100
%税前利润	0.0%	-9.9%	13.7%	42.5%	-34.9%	-4.4%
营业利润	-1,536	1,792	-730	-346	848	2,431
营业利润率	-183.3%	39.6%	-34.4%	-9.9%	14.2%	28.6%
营业外收支						
税前利润	-1,422	1,943	-501	-706	573	2,270
利润率	-169.8%	42.9%	-23.6%	-20.1%	9.6%	26.7%
所得税	0	0	0	0	0	341
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%
净利润	-1,422	1,942	-501	-706	573	1,930
少数股东损益	-254	-86	13	-35	29	96
归属于母公司的净利润	-1,168	2,028	-515	-670	544	1,833
净利率	n.a	44.8%	n.a	n.a	9.1%	21.6%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,168	2,028	-515	-670	544	1,833
少数股东损益	-254	-86	13	-35	29	96
非现金支出	-238	-121	-7	383	351	314
非经营收益						
营运资金变动	60	418	-200	264	-191	18
经营活动现金净流	-1,240	2,468	-528	258	996	2,456
资本开支	-802	-879	-594	-550	-320	-220
投资	-205	-3,247	-1,037	-70	-70	-70
其他	118	129	108	-286	-70	42
投资活动现金净流	-890	-3,997	-1,523	-906	-460	-248
股权募资	495	0	2,851	0	0	0
债权募资	996	1,087	948	350	210	60
其他	-5	-126	-410	-236	-252	-260
筹资活动现金净流	1,486	961	3,389	114	-42	-200
现金净流量	-549	-550	1,373	-556	473	1,987

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	2,360	2,832	4,819
应收款项	428	390	641	662	1,805	2,480
存货	342	392	707	1,080	1,375	1,622
其他流动资产	196	3,352	4,428	4,450	4,500	4,550
流动资产	3,058	5,677	8,692	8,552	10,512	13,471
%总资产	55.6%	61.8%	68.1%	65.8%	70.0%	75.2%
长期投资	0	293	398	418	438	458
固定资产	2,000	2,824	3,231	3,457	3,473	3,391
%总资产	36.4%	30.8%	25.3%	26.6%	23.1%	18.9%
无形资产	20	29	22	65	76	86
非流动资产	2,437	3,504	4,063	4,448	4,495	4,444
%总资产	44.4%	38.2%	31.9%	34.2%	30.0%	24.8%
资产总计	5,496	9,181	12,755	13,000	15,007	17,916
短期借款	446	391	535	585	595	605
应付款项	309	355	425	1,080	1,833	2,271
其他流动负债	606	459	726	701	1,195	1,697
流动负债	1,361	1,205	1,687	2,366	3,623	4,574
长期贷款	1,421	2,577	3,406	3,706	3,906	3,956
其他长期负债	166	880	909	901	901	901
负债	2,948	4,662	6,001	6,974	8,430	9,431
普通股股东权益	2,636	4,692	6,814	6,122	6,644	8,456
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	2,792	4,855	6,970	6,278	6,800	8,612
少数股东权益	-88	-174	-60	-96	-67	29
负债股东权益合计	5,496	9,181	12,755	13,000	15,007	17,916

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.42	2.42	-0.60	-0.75	0.61	2.04
每股净资产	3.13	5.58	7.59	6.82	7.40	9.42
每股经营现金净流	-1.47	2.93	-0.59	0.29	1.11	2.74
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%	-10.95%	8.19%	21.68%
总资产收益率	-21.26%	22.09%	-4.03%	-5.16%	3.63%	10.23%
投入资本收益率	-31.73%	25.51%	-4.05%	-5.12%	7.02%	16.11%
增长率						
主营业务收入增长率	271.26%	440.35%	-53.08%	65.05%	70.39%	42.09%
EBIT 增长率	-11.01%	236.33%	-122.66%	-22.01%	247.24%	218.11%
净利润增长率	-8.69%	273.60%	-125.37%	-30.27%	181.18%	236.91%
总资产增长率	14.36%	67.05%	38.93%	1.92%	15.44%	19.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.1	22.5	69.5	52.0	54.7	68.2
存货周转天数	1,029.8	991.1	684.0	661.8	535.6	461.9
应付账款周转天数	985.4	896.7	485.8	557.5	635.6	632.5
固定资产周转天数	720.4	191.8	513.1	343.4	208.8	145.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.03%	32.17%	22.34%	39.11%	31.09%	0.80%
EBIT 利息保障倍数	-32.4	22.0	-6.3	-2.2	3.1	9.5
资产负债率	53.64%	50.78%	47.05%	53.64%	56.17%	52.64%

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