

医药

收盘价

港元 157.00

目标价

港元 183.00个

潜在涨幅

+16.6%

2025 年 8 月 27 日

康方生物 (9926 HK)

依沃西达到首个 OS 终点，医保覆盖推动商业化版图扩张；上调目标价

④ **HARMONI-A 研究读出 OS 阳性结果：**公司宣布，依沃西单抗治疗 EGFR-TKI 耐药的 EGFRm nsq-NSCLC 的中国 III 期 HARMONI-A 研究，最终分析显示达到 OS 临床终点，详细数据将在未来的国际学术会议上发表。此前中期分析时，OS HR 为 0.8（数据成熟度 52%），我们预计最终分析时的 OS 曲线将有进一步分开趋势。海外同适应症的 III 期 HARMONI 研究已公布与 HARMONI-A 类似的生存获益改善（PFS HR 0.52 vs. 0.46、未成熟 OS HR 0.79 vs. 0.80），该研究结果将在今年 9 月初的 WCLC 大会上公布。考虑到 HARMONI 研究的样本量更大，我们预计最终分析 OS 达到统计学显著的可能性较大，本次中国研究数据有望进一步打消市场对产品海外临床数据和上市预期的疑虑。我们上调产品海外经 PoS 调整峰值预测至 165 亿美元。

④ **核心品种医保覆盖后商业化成果优异：**1H25 公司商业销售收入同比增长 49%至 14.0 亿元，主要得益于卡度尼利和依沃西两款核心双抗产品于年初正式纳入医保目录，截至目前已实现 2,000 家以上医院覆盖，其中约 85% 实现双通道/准入，同时 PCSK9 和 IL12/IL23 启动商业化。团队建设方面，公司销售团队人数超 1,200，并继续完善肿瘤和特药事业部分线，提升精细化、专业化管理。受医保降价影响，毛利率有所波动，但仍处于 80%左右的较高水平，我们预计随着生产效率提升仍有逐步上行空间。

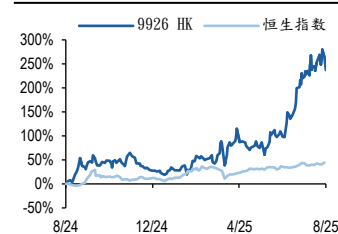
④ **核心双抗适应症拓展稳步推进，长期前景可期：**公司持续推进卡度尼利和依沃西的适应症拓展，包括卡度尼利全球关键性 II 期研究（I/O 耐药的 HCC）及依沃西针对 I/O 耐药 NSCLC 和多个冷肿瘤的 III 期研究。同时，我们建议重点关注卡度尼利和普络西单抗（VEGFR2）的联用机会：**1）**卡度尼利+普络西+化疗治疗 I/O 耐药胃癌的 II 期数据优于 Opdivo+化疗在 1L 胃癌中的数据（非头对头），III 期将于年内完成入组；**2）**卡度尼利+普络西治疗 I/O 耐药 sq-NSCLC 的 II 期中位 PFS/OS 分别达到 7.1 个月/16.7 个月。

④ **上调目标价：**我们调整 2025-27 年财务预测，并基于依沃西海外长期更高的收入预测及 WACC 调整（反映最新五年彭博 beta 1.1），目标价上调至 183 港元（原 140 港元），维持**买入**及行业重点推荐。近期重要催化剂事件包括：**1）**2H25 医保谈判，PCSK9、IL12/IL23 及两款双抗新适应症将参与；**2）**早期管线进展，包括 I/O+ADC 2.0 及基因治疗、特异性递送等新型技术平台。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	176.90
52周低位 (港元)	45.25
市值 (百万港元)	140,737.94
日均成交量 (百万)	27.76
年初至今变化 (%)	158.65
200天平均价 (港元)	99.53

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结 12月 31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	4,526	2,124	3,287	5,147	7,909
同比增长 (%)	440.3	-53.1	54.8	56.6	53.6
净利润 (百万人民币)	2,028	(515)	(519)	639	2,314
每股盈利 (人民币)	2.41	(0.60)	(0.61)	0.75	2.72
同比增长 (%)	NA	NA	NA	NA	261.9
前EPS预测值 (人民币)			0.47	1.98	3.89
调整幅度 (%)			NA	-62.0	-30.1
市盈率 (倍)	59.8	ns	ns	192.0	53.1
每股账面净值 (人民币)	5.58	7.87	7.02	7.74	10.32
市账率 (倍)	25.86	18.33	20.55	18.64	13.97

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 康方生物：财务预测变动

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,287	3,506	-6%	5,147	5,404	-5%	7,909	8,053	-2%
毛利润	2,644	3,140	-16%	4,257	4,860	-12%	6,693	7,284	-8%
毛利率	80.4%	89.6%	-9.1ppts	82.7%	89.9%	-7.2ppts	84.6%	90.5%	-5.8ppts
归母净利润	(519)	402	NA	639	1,682	-62%	2,314	3,312	-30%
净利率	-15.8%	11.5%	NA	12.4%	31.1%	-18.7ppts	29.3%	41.1%	-11.9ppts

资料来源: 交银国际预测

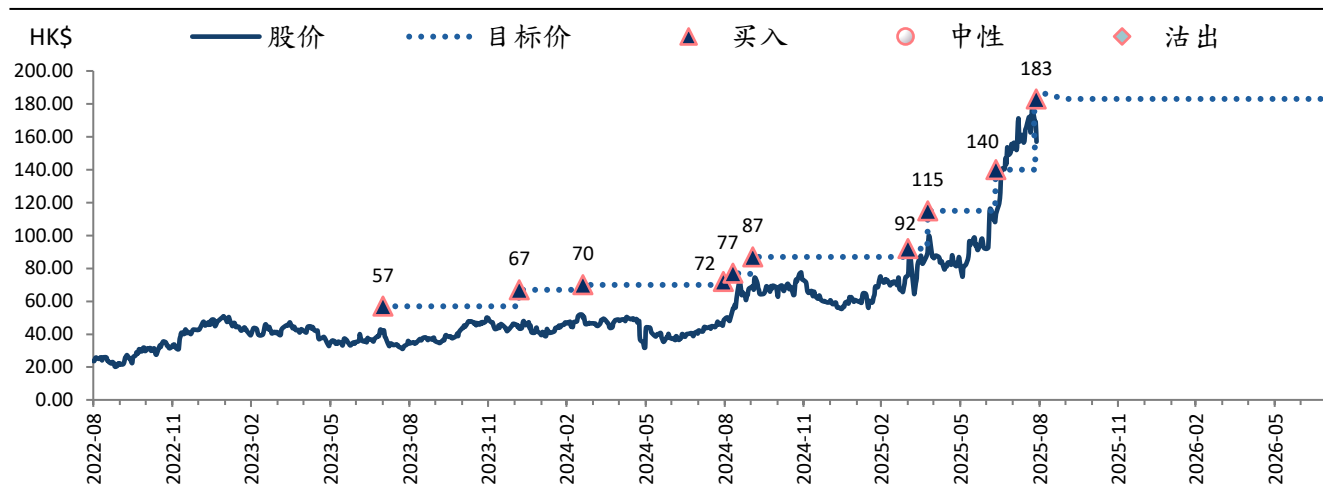
图表 2: 康方生物：DCF 估值模型

(人民币百万)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	5,147	7,909	10,672	13,873	17,030	19,589	21,341	23,387	25,228	27,087
EBIT	769	2,739	4,769	7,283	9,867	11,890	13,307	15,140	16,933	18,649
EBIT * (1-t)	653	2,328	4,054	6,190	8,387	10,106	11,311	12,869	14,393	15,852
加：折旧摊销	285	293	304	315	326	339	352	366	378	391
减：营运资金增加/（减少）	(190)	(188)	(173)	(143)	(115)	(125)	(99)	(87)	(92)	(81)
减：资本开支	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)	(531)	(541)	(551)
自由现金流	359	2,008	3,739	5,895	8,110	9,808	11,043	12,617	14,138	15,611
永续增长率	2%									
自由现金流现值	48,729									
终值现值	95,653									
企业价值	144,382									
净现金	(1,180)									
少数股东权益	50									
SMMT 股权投资价值	6,076									
股权价值（百万人民币）	149,328									
股权价值（百万港元）	164,260									
股份数量（百万）	898									
每股价值（港元）	183.00									

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源: 彭博，交银国际预测

图表 3: 康方生物 (9926 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	157.00	183.00	16.6%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.89	8.80	49.4%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	87.85	103.00	17.3%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	463.40	507.00	9.4%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.08	74.00	110.9%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.84	37.60	57.7%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	178.70	225.00	25.9%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	28.24	33.00	16.9%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	69.90	72.50	3.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	91.00	84.00	-7.7%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	66.50	57.00	-14.3%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.56	5.00	-47.7%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	54.55	70.00	28.3%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.34	28.75	65.8%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.76	34.00	7.1%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.90	18.00	20.8%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	80.05	93.30	16.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	47.21	33.10	-29.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	13.46	16.40	21.9%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	35.52	48.00	35.1%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.91	9.10	15.1%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.49	14.00	64.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.72	9.30	-4.4%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	72.50	70.40	-2.9%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.90	40.20	8.9%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	31.90	42.00	31.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	3.05	3.30	8.2%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 8 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,526	2,124	3,287	5,147	7,909
主营业务成本	(133)	(289)	(643)	(891)	(1,215)
毛利	4,393	1,835	2,644	4,257	6,693
销售及管理费用	(200)	(204)	(273)	(322)	(343)
研发费用	(1,254)	(1,188)	(1,448)	(1,484)	(1,573)
其他经营净收入/费用	(718)	(808)	(1,101)	(1,306)	(1,477)
经营利润	2,221	(364)	(178)	1,145	3,300
财务成本净额	(87)	(68)	(183)	(185)	(188)
其他非经营净收入/费用	(192)	(69)	(203)	(142)	(153)
税前利润	1,943	(501)	(564)	818	2,959
税费	(0)	0	0	(123)	(444)
非控股权益	86	(13)	45	(56)	(201)
净利润	2,028	(515)	(519)	639	2,314
作每股收益计算的净利润	2,028	(515)	(519)	639	2,314

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,542	2,916	2,246	2,886	5,342
应收账款及票据	296	525	735	882	1,014
存货	392	707	848	1,017	1,221
其他流动资产	3,447	4,544	4,556	4,569	4,583
总流动资产	5,677	8,692	8,384	9,354	12,160
物业、厂房及设备	2,824	3,231	3,377	3,472	3,596
无形资产	344	331	342	351	361
其他长期资产	336	501	299	157	3
总长期资产	3,504	4,063	4,017	3,980	3,960
总资产	9,181	12,755	12,402	13,335	16,119
短期贷款	391	535	589	648	713
应付账款	798	1,140	1,261	1,401	1,563
其他短期负债	16	11	12	13	14
总流动负债	1,205	1,687	1,862	2,061	2,289
长期贷款	2,577	3,406	3,406	3,406	3,406
其他长期负债	880	909	938	970	1,005
总长期负债	3,458	4,315	4,344	4,376	4,411
总负债	4,662	6,001	6,206	6,437	6,700
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,692	6,814	6,302	6,947	9,268
股东权益	4,692	6,814	6,302	6,947	9,268
非控股权益	(174)	(60)	(106)	(50)	151
总权益	4,519	6,753	6,196	6,897	9,419

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,943	(501)	(564)	818	2,959
折旧及摊销	143	194	273	285	293
营运资本变动	10	(225)	(242)	(190)	(188)
利息调整	(95)	(19)	(87)	(67)	(87)
税费	(0)	0	0	(123)	(444)
其他经营活动现金流	468	24	422	367	384
经营活动现金流	2,468	(528)	(198)	1,090	2,918
资本开支	(879)	(594)	(430)	(390)	(426)
投资活动	(603)	459	0	0	0
其他投资活动现金流	(2,515)	(1,388)	0	0	0
投资活动现金流	(3,997)	(1,523)	(430)	(390)	(426)
负债净变动	1,099	962	54	59	65
权益净变动	0	2,851	0	0	0
其他融资活动现金流	(138)	(423)	(95)	(118)	(102)
融资活动现金流	961	3,389	(42)	(59)	(37)
汇率收益/损失	19	35	0	0	0
年初现金	2,092	1,542	2,916	2,246	2,886
年末现金	1,542	2,916	2,246	2,886	5,342

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.412	(0.605)	(0.610)	0.751	2.719
全面摊薄每股收益	2.412	(0.605)	(0.610)	0.751	2.719
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	5.579	7.870	7.021	7.740	10.325
利润率分析(%)					
毛利率	97.1	86.4	80.4	82.7	84.6
EBITDA利润率	48.4	(17.1)	(2.8)	20.5	38.3
EBIT利润率	45.3	(26.3)	(11.1)	14.9	34.6
净利率	44.8	(24.2)	(15.8)	12.4	29.3
盈利能力(%)					
ROA	22.1	(4.0)	(4.2)	4.8	14.4
ROE	44.9	(7.6)	(8.4)	9.3	24.6
ROIC	27.1	(4.8)	(5.1)	5.8	17.1
其他					
净负债权益比(%)	31.5	15.2	28.2	16.9	净现金
流动比率	4.7	5.2	4.5	4.5	5.3
存货周转天数	1,073.4	892.2	481.0	417.0	366.6
应收账款周转天数	23.8	90.2	81.6	62.5	46.8
应付账款周转天数	2,187.0	1,440.0	715.5	574.1	469.3

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。