

康方生物(9926.HK): 商业化进展顺利, 依沃西首个三期试验达到 OS 终点

1H25 产品收入符合预期。公司首次公布依沃西 HARMONi-A 试验达到 OS 终点, 或有助于提升市场对于其他三期试验 OS 获益的信心。维持“买入”评级, 上调目标价至 175.1 港元。

- **1H25 产品收入符合预期, 归母净亏损略高于预期:** 上半年公司实现总收入人民币 14.1 亿元 (+37.7% YoY, +28.4% HoH), 其中产品收入为 14 亿元 (+49.2% YoY, +31.9% HoH), 授权收入为 992 万元, 产品收入符合我们预期和 Visible Alpha (VA) 一致预期; 归母净亏损为 5.7 亿元 (vs.1H24: 2.5 亿元), 高于我们预期和 VA 一致预期, 主要由于毛利率低于预期、研发费用高于预期以及 SUMMIT 投资损失导致。产品毛利率为 79.2% (-12.1 ppts YoY, -1.2 ppts HoH), 主要由于受到两款核心产品自 2025 年起纳入医保降价影响。研发费用达到 7.3 亿元 (+23.0% YoY, +23.2% HoH), 上升较为明显, 主要由于增加多项临床项目, 尤其是国际 2 期及 3 期的注册性临床。在产品收入快速同比增长的情况下, 销售费用仅增长+29.8% YoY, 达到 6.7 亿元, 显示出不错的经营效率。
- **两款核心双抗首次纳入医保后商业化较预期进展更快, 证明了公司强大的执行力和效率:** 上半年公司产品收入增长强劲 (+49.2% YoY/+31.9% HoH), 主要得益于两款核心双抗产品开坦尼及依沃西在 2025 年初被纳入医保目录后快速增长。管理层表示, 目前公司商业化团队已从 3 月底 1000+人迅速扩充至现在 1200+人 (覆盖肿瘤和特药领域), 两款双抗均实现已完成 2000+家医院覆盖, ~85%医院实现双通道/准入, 提前半年完成此前年报业绩会所说的全年准入医院数, 我们认为医保首年如此高的准入效率与速度证明了公司强大的执行力与商业化能力。下半年公司将积极准备开坦尼 1LCC 及 1LGC、依沃西 1L PD-L1+ NSCLC、伊努西 (PCSK9) 高胆固醇血症、依若奇 (IL-12/IL-23) 银屑病医保准入谈判。目前该四款药品均已通过医保的初步形式审查。展望未来, 随着两款核心双抗准入持续推进、更多适应症获得专家指南推荐以及获纳入医保, 我们相信两款核心产品均有望在中长期持续快速增长。
- **首次宣布 HARMONi-A 试验达到 OS 显著统计学终点, 或有助于提升市场对于依沃西其他三期试验实现 OS 获益的信心。** 伴随此次半年报, 公司宣布在 HARMONi-A 试验 (2LEGRm NSCLC) 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。首先, 这是公司在多项依沃西三期试验中, 首个宣布达到 OS 终点的试验, 我们认为该积极事件或许将有助于提升市场对于其他三期试验 OS 获益的信心, 包括海外 HARMONi 试验 (2LEGRm NSCLC, 中国/海外人群分别占 62%/38%, 此前宣布整体

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2025 年 8 月 28 日

评级

买入

目标价 (港元)	175.1
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (港元)	152.2
52 周内股价区间 (港元)	44.3-179.0
总市值 (百万港元)	136,614
近 3 月日均成交额 (百万)	1,575

市场预期区间

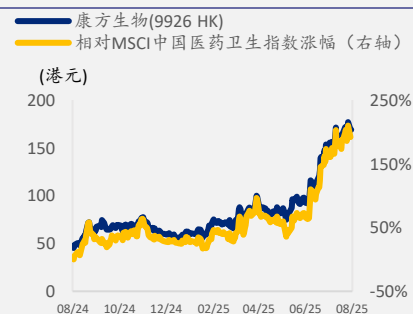


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2025 年 8 月 28 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



OS HR=0.79, 随访时间较短)、中国 HARMONi-2 试验(1L PD-L1+ NSCLC, 此前披露的 OS HR=0.777 为 39%数据成熟度)、中国 HARMONi-6 试验(1L sq-NSCLC, 尚未宣布 OS 获益数据)。其次, 尽管目前 HARMONi-A 试验 OS 获益具体数据尚未披露 (有待在后续医学大会上宣布), 考虑到此前披露的 OS 数据, 即在 52% OS 数据成熟度中 HR 值为 0.8 (截至 2023 年 12 月), 因此我们推测 HARMONi-A 试验最终 OS HR 值或许在 0.75-0.8 区间。

- **近期重点关注依沃西 WCLC 和 ESMO 数据读出及美国 BLA 递交策略更新。** 后续主要催化剂包括: 依沃西海外 HARMONi 试验额外数据读出 (2025 WCLC 大会)、中国 HARMONi-6 试验数据读出 (预计 2025 ESMO 大会)、SUMMIT 美国 BLA 递交策略更新 (预计 2H25)。此外, 我们认为下半年公司商业化进展以及 4 款药品/5 个适应症医保谈判结果亦值得关注。
- **维持“买入”评级, 上调目标价至 175.1 港元:** 我们将 2025E 归母净亏损调整至 5.6 亿元, 2026E/2027E 归母净利润微调至 3.6 亿元/17.2 亿元, 主要由于轻微下调毛利率预测及轻微上调研发费用预测。在我们的 DCF 模型中, 基于首个三期试验 OS 的成功, 我们同时上调了依沃西海外三期成功概率。此外, 公司研发实力强劲, 我们亦将赋予其早研管线部分估值。综上, 根据我们 DCF 估值模型 (WACC: 9.4%, 永续增长率: 3%), 得到公司新的目标价为 175.1 港元, 维持“买入”评级。
- **投资风险:** 商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期、国际化进度不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,526	2,124	3,421	5,325	8,037
同比变动 (%)	440.3%	-53.1%	61.1%	55.6%	50.9%
归母净利润/(亏损)	2,028	-515	-560	357	1,721
PS (x)	23.7	51.1	31.7	20.4	13.5

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康方生物

利润表

(人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	4,526	2,124	3,421	5,325	8,037
销售成本	-133	-289	-631	-1,012	-1,352
毛利	4,393	1,835	2,791	4,314	6,685
其他收入及收益净额	454	366	300	300	300
行政开支	-200	-204	-300	-479	-643
研发开支	-1,254	-1,188	-1,485	-1,598	-1,827
销售费用	-890	-1,002	-1,482	-1,864	-2,192
其他开支净额	-281	-172	-150	-150	-150
长期股权投资亏损&优先股公允价值变动	-192	-69	-160	0	0
财务成本	-87	-68	-90	-91	-93
除税前利润/亏损	1,943	-501	-575	431	2,081
所得税开支	0	0	0	-65	-312
净利润/净亏损	1,942	-501	-575	367	1,769
非控股权益	-86	13	-15	10	47
母公司拥有人	2,028	-515	-560	357	1,721

资产负债表

(人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	2,824.0	3,230.7	4,028.2	4,575.7	5,089.0
使用权资产	338.0	319.5	326.3	332.6	338.5
无形资产	6.4	11.8	11.8	11.8	11.8
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	335.9	501.4	501.4	501.4	501.4
非流动资产总值	3,504.3	4,063.4	4,867.7	5,421.5	5,940.6
存货	391.9	706.5	1,021.1	364.9	1,116.4
预付款、其他应收款及其他资产	94.9	116.3	127.9	140.7	154.8
按公允价值计入损益的金融资产	852.4	425.8	425.8	425.8	425.8
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金及银行结余	4,042.0	6,918.1	5,718.0	6,004.5	6,872.9
流动资产总值	5,676.8	8,691.6	7,855.3	7,686.6	9,580.8
资产总计	9,181.1	12,755.0	12,723.0	13,108.2	15,521.4
贸易应付款项	354.8	425.2	784.2	601.9	1,027.6
其他应付款项及应计费用	443.6	715.1	750.9	788.4	827.9
计息银行及其他借款	390.5	535.5	589.0	647.9	712.7
租赁负债	14.5	9.7	10.6	11.7	12.9
应付税项	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
流动负债总额	1,204.6	1,686.6	2,135.9	2,051.1	2,582.2
可转换可赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	2,577.3	3,406.1	3,406.1	3,406.1	3,406.1
租赁负债	8.6	0.7	0.7	0.8	0.9
递延收入&合约负债	871.9	908.1	998.9	1,098.8	1,208.6
非流动负债总额	3,457.7	4,314.9	4,405.7	4,505.7	4,615.7
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	4,692.3	6,813.9	6,257.2	6,617.4	8,342.1
非控股权益	-173.6	-60.5	-75.9	-66.1	-18.7
权益总额	4,518.8	6,753.5	6,181.4	6,551.4	8,323.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前利润/(亏损)	1,943	-501	-575	431	2,081
物业、厂房及设备折旧	125	172	202	252	287
使用权资产折旧	15	19	23	24	24
存货(增加)/减少	-54	-327	-315	656	-752
预付款项、其他应收款项及其他资产增加	163	8	-12	-13	-14
贸易应付款项增加/(减少)	46	70	359	-182	426
其他	230	30	184	-20	-326
经营活动所用现金流量净额	2,468	-528	-133	1,149	1,726
购买物业、厂房及设备项目	-719	-586	-1,000	-800	-800
购买按公允价值计入损益的金融资产	-8,955	-1,299	0	0	0
出售按公允价值计入损益的金融资产所得款项	8,304	1,729	0	0	0
其他	-2,627	-1,367	-30	-30	-30
投资活动所用现金流量净额	-3,997	-1,523	-1,030	-830	-830
新增/(偿还)银行及其他借款	1,474	1,319	54	59	65
股份发行开支	-375	-357	0	0	0
其他	-138	2,427	-90	-91	-93
融资活动所得现金流量净额	961	3,389	-37	-33	-28
现金及现金等价物增加净额	-569	1,339	-1,200	287	868
年初现金及现金等价物	2,092	1,542	2,916	1,716	2,002
外币汇率变动影响净值	19	35	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,542	2,916	1,716	2,002	2,871

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据(人民币)					
每股收益	2.4	-0.6	-0.7	0.4	2.0
每股净资产	5.0	7.5	6.9	7.3	9.3
每股销售额	5.4	2.5	4.0	6.3	9.4
同比变动(%)					
收入	440.3%	-53.1%	61.1%	55.6%	50.9%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用率(%)					
销售费用/收入	-20%	-47%	-43%	-35%	-27%
管理费用/收入	-4%	-10%	-9%	-9%	-8%
研发费用/收入	-28%	-56%	-43%	-30%	-23%
利润率(%)					
毛利率	97%	86%	82%	81%	83%
归母净利率	45%	-24%	-16%	7%	21%
回报率(%)					
平均股本回报率	57%	-9%	-9%	6%	23%
平均资产回报率	26%	-5%	-5%	3%	12%
财务杠杆					
流动比率(x)	4.7	5.2	3.7	3.7	3.7
速动比率(x)	4.4	4.7	3.2	3.6	3.3
现金比率(x)	3.4	4.1	2.7	2.9	2.7
估值					
市盈率(x)	52.7	NM	NM	304.3	63.1
市净率(x)	25.3	17.0	18.5	17.5	13.8
市销率(x)	23.7	51.1	31.7	20.4	13.5

图表 2：浦银国际目标价：康方生物（9926.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

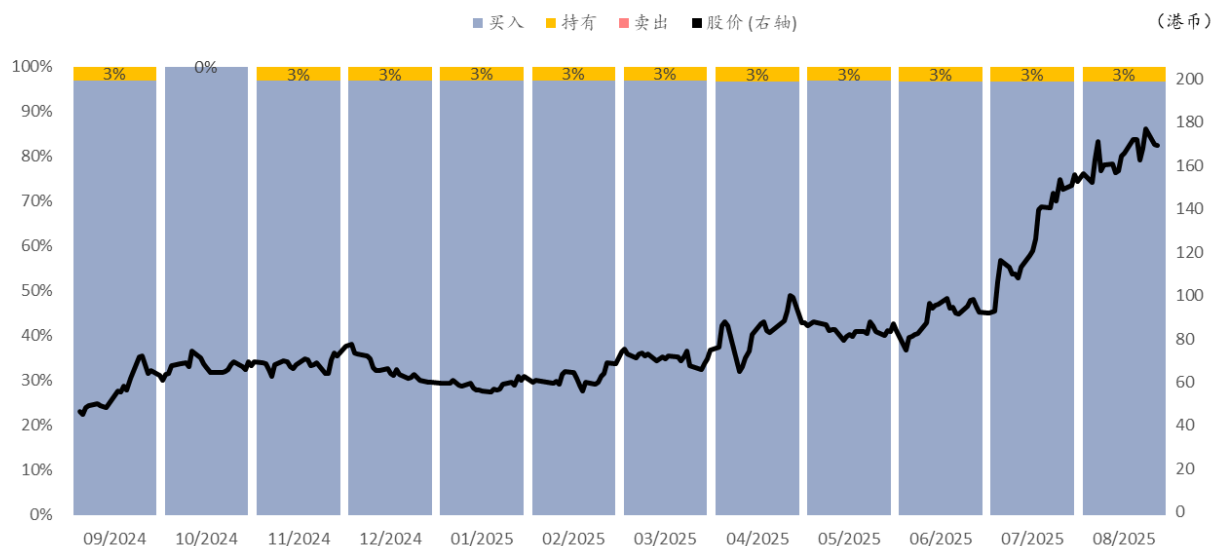
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	454.0	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.4	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.0	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	25.1	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	32.6	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	300.1	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	177.2	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	247.0	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.5	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	67.3	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	88.0	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	83.9	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	16.9	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	27.9	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	90.7	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.8	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	10.3	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	152.2	买入	175.1	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.1	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	66.5	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.5	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	74.0	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	80.8	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	41.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	15.9	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.7	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	63.0	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	72.7	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	7.7	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	101.3	买入	128.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	95.7	买入	113.5	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	20.5	买入	27.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.4	买入	39.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	31.0	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	53.6	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	247.1	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	19.5	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.9	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.2	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.4	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.9	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.1	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	22.3	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	284.9	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	21.8	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	14.9	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.6	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	2.4	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.4	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.6	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	5.5	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 8 月 28 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

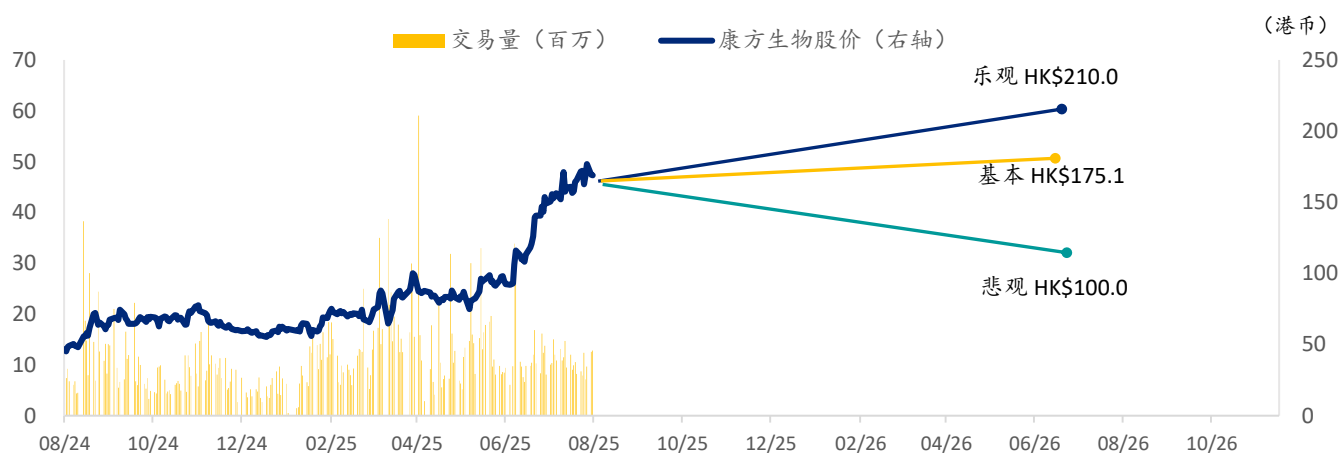
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：康方生物（9926.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：康方生物（9926.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：210.0 港元

概率：20%

- 卡度尼单抗销售峰值超人民币 70 亿元；
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 新产品获批后以较高价格进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润率高于 40%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：100.0 港元

概率：20%

- 卡度尼单抗销售峰值低于人民币 30 亿元；
- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 新产品获批后未能进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润率低于 30%。

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

