

康方生物 (09926.HK)

优于大市

核心产品销售快速放量，依沃西 3 期临床取得 OS 优效

核心观点

两大双抗进入医保后销售快速放量。康方生物 2025 年上半年营收 14.1 亿元（37.8%），其中商业销售收入为 14.0 亿元（+49.2%），依沃西和卡度尼利纳入医保目录后销售快速增长。亏损为 5.88 亿元（上年同期亏损 2.49 亿元），亏损扩大主要由于 Summit 股权投资损失计提、研发费用以及股权激励费用的增加。上半年研发费用为 7.31 亿元（+23.0%），销售费用 6.70 亿元（+29.8%），销售费用率 47.8%（-7.1pct）；管理费用 1.34 亿元（+34.4%）。截至 25 年中，公司在手现金约 71.4 亿元，现金储备充沛。

依沃西：HARMONi-A 取得显著的 OS 获益。依沃西已经开启 13 项 3 期临床，包括 6 项与 PD-(L)1 头对头的临床研究，并有 4 项 3 期临床已达到阳性结果，两项适应症已在中国获批。依沃西治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm NSCLC 患者的适应症（HARMONi-A）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。依沃西联合化疗头对头替雷利珠联合化疗治疗 sqNSCLC 1L 的 3 期临床（AK112-306）也已达到 PFS 主要终点，详细数据将在今年相关学术会议上公布。依沃西联合多西他赛治疗 PD-(L)1 经治的 NSCLC 的 3 期临床（AK112-305）正在入组中。另外，依沃西在结直肠癌、胰腺癌、胆道癌等”冷肿瘤”中也开启了 3 期临床。

后续管线：I02.0+ADC 战略升级。公司的创新管线储备丰富，AK137（CD73/LAG3 双抗）的 1 期临床正在入组，有望通过内部管线联用，为突破现有标准治疗提供新的可能。AK138D1（HER3 ADC）是公司首个进入临床阶段的 ADC，AK138D1 联合卡度尼利或依沃西的多项临床在筹备中。AK146D1（Trop2/Nectin4 ADC）是公司首个进入临床阶段的双抗 ADC，已获得 FDA、TGA 和 NMPA 批准开展临床试验。

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们维持公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 33.0/52.0/79.0 亿元，归母净利润 0.29/7.30/17.93 亿元。公司的核心产品顺利进入医保，依沃西全球 3 期临床顺利推进，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,526	2,124	3,303	5,197	7,902
(+/-%)	440.3%	-53.1%	55.5%	57.3%	52.1%
净利润(百万元)	2028	-515	29	730	1793
(+/-%)	-273.6%	—	-105.7%	2407.8%	145.5%
每股收益(元)	2.26	-0.57	0.03	0.81	2.00
EBIT Margin	45.2%	-26.3%	-4.6%	13.6%	25.8%
净资产收益率 (ROE)	43.2%	-7.6%	0.4%	9.6%	19.1%
市盈率 (PE)	29.6	-116.8	2064.2	82.3	33.5
EV/EBITDA	31.3	-125.2	448.8	67.4	29.2
市净率 (PB)	12.81	8.82	8.78	7.94	6.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

医药生物 · 生物制品

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

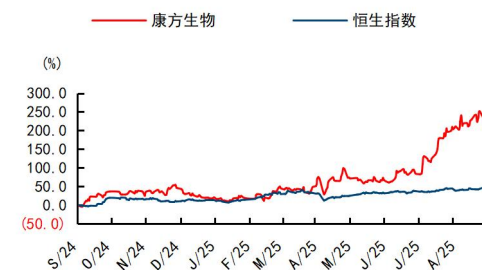
证券分析师：陈益凌

021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 152.20 港元
总市值/流通市值 136614/136614 百万港元
52 周最高价/最低价 179.00/44.30 港元
近 3 个月日均成交额 1621.30 百万港元

市场走势



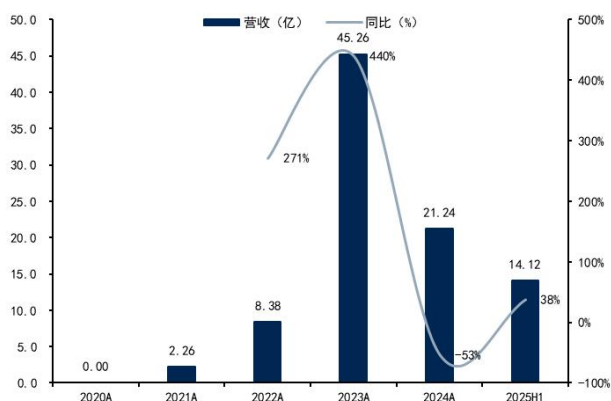
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《康方生物 (09926.HK) -HARMONi 临床达到 PFS 主要终点，国内外患者展现出一致的获益》——2025-06-03
《康方生物 (09926.HK) -依沃西再次头对头战胜 PD1 单抗，有望成为下一代免疫治疗的基石药物》——2025-04-23
《康方生物 (09926.HK) -核心产品顺利进入医保，依沃西即将迎来重要数据读出》——2025-04-14
《康方生物 (09926.HK) -依沃西头对头战胜 K 药，有望成为下一代免疫基石药物》——2024-09-11
《康方生物 (09926.HK) -研发及商业化均实现快速发展》——2024-09-08

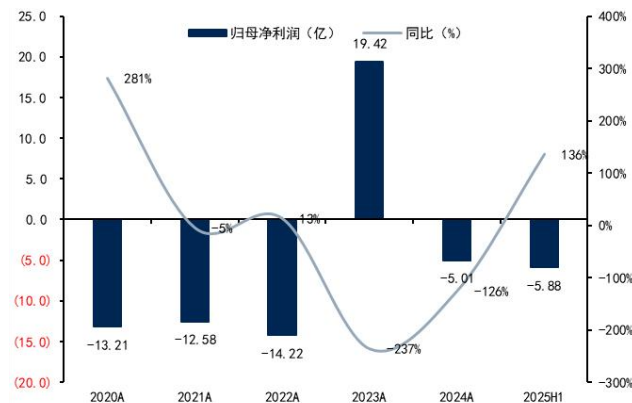
两大双抗进入医保后销售快速放量。康方生物 2025 年上半年营收 14.1 亿元（37.8%），其中商业销售收入为 14.0 亿元（+49.2%），依沃西和卡度尼利纳入医保目录后销售快速增长。亏损为 5.88 亿元（上年同期亏损 2.49 亿元），亏损扩大主要由于 Summit 股权投资损失计提、研发费用以及股权激励费用的增加。上半年研发费用为 7.31 亿元（+23.0%），销售费用 6.70 亿元（+29.8%），销售费用率 47.8%（-7.1pct）；管理费用 1.34 亿元（+34.4%）。截至 25 年中，公司在手现金约 71.4 亿元，现金储备充沛。

图1：康方生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



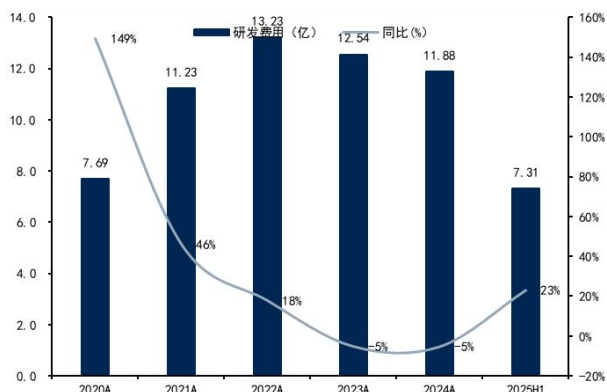
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康方生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



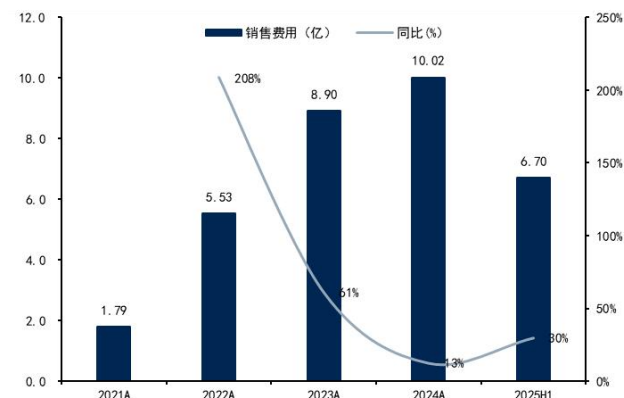
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：康方生物研发费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：康方生物销售费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

依沃西：HARMONi-A 取得显著的 OS 获益。依沃西已经开启 13 项 3 期临床，包括 6 项与 PD-(L)1 头对头的临床研究，并有 4 项 3 期临床已达到阳性结果，两项适应症已在中国获批。依沃西治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm NSCLC 患者的适应症（HARMONi-A）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。依沃西联合化疗头对头替雷利珠联合化疗治疗 sqNSCLC 1L 的 3 期临床（AK112-306）也已达到 PFS 主要终点，详细数据将在今年相关学术会议上公布。依沃西联合多西他赛治疗 PD-(L)1 经治的 NSCLC 的 3 期临床（AK112-305）正在入组中。另外，依沃西在结直肠癌、胰腺癌、胆道癌等”冷肿瘤“中也开启了 3 期

临床。

后续管线：102.0+ADC 战略升级。公司的创新管线储备丰富，AK137（CD73/LAG3 双抗）的 1 期临床正在入组，有望通过内部管线联用，为突破现有标准治疗提供新的可能。AK138D1（HER3 ADC）是公司首个进入临床阶段的 ADC，AK138D1 联合卡度尼利或依沃西的多项临床在筹备中。AK146D1（Trop2/Nectin4 ADC）是公司首个进入临床阶段的双抗 ADC，已获得 FDA、TGA 和 NMPA 批准开展临床试验。

投资建议：我们维持公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 33.0/52.0/79.0 亿元，归母净利润 0.29/7.30/17.93 亿元。公司的核心产品顺利进入医保，依沃西全球 3 期临床顺利推进，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1542	6918	6387	6567	7543	营业收入	4526	2124	3303	5197	7902
应收款项	390	641	905	1424	2165	营业成本	133	289	396	598	869
存货净额	392	707	143	298	510	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2500	0	33	52	79	销售费用	890	1002	1455	2148	3123
流动资产合计	5677	8692	7894	8851	10910	管理费用	1456	1391	1603	1744	1871
固定资产	2824	3231	3309	3273	3224	财务费用	(73)	(46)	157	156	154
无形资产及其他	29	331	248	166	83	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	346	87	87	87	87	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	305	415	415	415	415	其他收入	(302)	11	305	318	332
资产总计	9181	12755	11952	12791	14718	营业利润	1817	(501)	(3)	869	2217
短期借款及交易性金融负债	391	535	457	461	485	营业外净收支	126	0	50	0	(100)
应付款项	398	426	72	149	255	利润总额	1943	(501)	47	869	2117
其他流动负债	416	725	315	334	332	所得税费用	0	0	7	130	318
流动负债合计	1205	1687	844	944	1071	少数股东损益	(86)	13	11	9	7
长期借款及应付债券	2577	3406	3406	3406	3406	归属于母公司净利润	2028	(515)	29	730	1793
其他长期负债	880	909	909	909	909	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	3458	4315	4315	4315	4315	净利润	2028	(515)	29	730	1793
负债合计	4662	6001	5159	5258	5386	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(174)	(60)	(50)	(41)	(34)	折旧摊销	143	0	305	318	332
股东权益	4692	6814	6843	7573	9366	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	9181	12755	11952	12791	14718	财务费用	(73)	(46)	157	156	154
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1836)	2559	(498)	(596)	(876)
每股收益	2.26	(0.57)	0.03	0.81	2.00	其它	(86)	13	11	9	7
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	249	2058	(153)	461	1255
每股净资产	5.23	7.59	7.62	8.44	10.44	资本开支	0	(407)	(300)	(200)	(200)
ROIC	35%	-6%	-1%	15%	36%	其它投资现金流	(657)	427	0	(85)	(102)
ROE	43%	-8%	0%	10%	19%	投资活动现金流	(952)	(89)	(300)	(285)	(302)
毛利率	97%	86%	88%	88%	89%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	-26%	-5%	14%	26%	负债净变化	1156	829	0	0	0
EBITDA Margin	48%	-26%	5%	20%	30%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	440%	-53%	56%	57%	52%	其它融资现金流	(2159)	1750	(78)	4	24
净利润增长率	-274%	—	-106%	2408%	145%	融资活动现金流	153	3407	(78)	4	24
资产负债率	49%	47%	43%	41%	36%	现金净变动	(550)	5376	(531)	180	977
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2092	1542	6918	6387	6567
P/E	29.6	(116.8)	2064.2	82.3	33.5	货币资金的期末余额	1542	6918	6387	6567	7543
P/B	12.8	8.8	8.8	7.9	6.4	企业自由现金流	0	1594	(622)	123	989
EV/EBITDA	31	(125)	449	67	29	权益自由现金流	0	4219	(833)	(6)	882

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032