

康方生物 (09926.HK)

2025 年中期业绩公告点评: 商业化营收增长显著, HARMONI-A 获 OS 显著结果

买入 (维持)

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,551	2,124	3,672	5,342	7,240
同比(%)	442.19	(53.33)	72.88	45.47	35.53
归母净利润 (百万元)	2,028.30	(514.52)	(157.75)	694.79	1,617.46
同比(%)	273.60	(125.37)	69.34	540.45	132.80
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.26	(0.57)	(0.18)	0.77	1.80
P/E (现价&最新摊薄)	62.92	(248.05)	(809.04)	183.69	78.90

股价走势



投资要点

- **事件:** 8月26日康方生物发布2025年中期业绩公告, 25H1 营收14.12亿元, 同比增长37.75%, 其中商业销售收入为14.02亿元, 同比增长49.2%。上半年公司毛利11.21亿元, 同比增长18.82%。同时在管线推进方面, 公司宣布依沃西在EGFR突变的NSCLC的临床最终OS分析显示达到终点, 未来将在国际会议上发表公布。
- **核心产品销售快速增长, 多个管线商业化兑现:** 公司25H1收入增长明显, 同比增长37.75%, 其中商业销售收入贡献显著, 同比增长49.2%。AK104和AK112两款产品在纳入医保后带来销售快速增长, 新获批一线适应症带来销售贡献。公司多款新获批产品如伊努西PCSK9单抗和依若奇IL-12/IL-23单抗也已顺利启动商业化, 未来将贡献新增量。康方商业化团队持续加强建设, 已扩张至1,200余人。
- **依沃西 HARMONI-A 临床研究给出积极 OS 结果:** 公司在25年中报中公布AK112此前备受关注的nsq-NSCLC适应症中国注册临床研究已达到OS的临床终点(HARMONI-A), 且具有显著统计学和临床意义的OS获益, 更详细的数据将在未来国际学术会议上披露。此前的康方海外合作伙伴Summit曾披露同适应症的海外多中心HARMONI的研究早期结果, 此前所披露数据成熟度较低, 我们预计此次宣布的HARMONI-A的具有统计学差异的终点数据将大大提升未来海外临床成功上市预期。
- **多项注册临床同步推进, 覆盖肿瘤多线治疗:** 两大核心管线AK112和AK104都在布局海内外注册临床。AK104目前约有10项注册临床推进中, 包括多项肺癌和胃癌适应症, 疗法中包括与AK109的联用方案, 将极大促进公司各管线商业化的协同性。除此之外AK104布局了肝癌的联合疗法注册临床COMPASSION-36, 未来将进一步释放AK104商业潜力。AK112目前已经实现肺癌核心适应症全覆盖, 并在此基础上拓展冷肿瘤市场。5项一线方案适应症注册临床推进中, 包括结直肠癌、胰腺癌、晚期胆道癌、头颈部鳞癌和三阴乳腺癌等, 若成功上市未来有望进一步提升AK112销售预期。同时AK112与AK104在今年上半年获批上市的适应症有望参与今年医保目录谈判。
- **盈利预测与投资评级:** 公司正处于商业化快速放量的初期。我们认为AK104仍然具有较强BD潜力, AK112合作伙伴Summit或可能寻求MNC合作, 若达成将显著提升海外销售预期。根据25H1的费用使用情况, 我们下调了此前费用预测, 并预计未来归母净利润水平将有较明显改善, 上调25-27年预测至-1.58/6.95/16.17亿元(原值-10.28/-10.59/6.64亿元)。我们维持25-27年的营收预测分别为36.72/53.42/72.40亿元, 康方生物未来销售收入及利润将快速增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(港元)	155.70
一年最低/最高价	47.70/179.00
市净率(倍)	19.80
港股流通市值(百万港元)	127,400.89

基础数据

每股净资产(元)	7.17
资产负债率(%)	52.16
总股本(百万股)	897.59
流通股本(百万股)	897.59

相关研究

《康方生物(09926.HK): 全球双抗龙头, 依沃西引领二代IO新时代》

2025-07-07

康方生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,691.59	9,764.84	11,189.68	14,816.24	营业总收入	2,123.94	3,671.96	5,341.60	7,239.67
现金及现金等价物	2,915.74	2,369.46	2,755.68	5,096.97	营业成本	289.04	390.00	510.00	840.00
应收账款及票据	524.91	778.48	933.79	1,529.89	销售费用	1,001.79	1,285.19	1,602.48	2,027.11
存货	706.53	1,172.25	1,426.48	2,309.21	管理费用	203.64	367.20	480.74	361.98
其他流动资产	4,544.40	5,444.66	6,073.74	5,880.17	研发费用	1,187.69	1,395.35	1,602.48	1,809.92
非流动资产	4,063.38	4,407.61	4,752.39	5,001.12	其他费用	172.09	293.76	320.50	144.79
固定资产	3,230.69	3,485.10	3,835.58	4,082.21	经营利润	(730.31)	(59.52)	825.40	2,055.87
商誉及无形资产	22.27	16.09	10.40	12.50	利息收入	0.00	51.03	41.47	48.22
长期投资	398.50	398.50	398.50	398.50	利息支出	68.26	149.25	172.07	201.20
其他长期投资	16.31	16.31	16.31	16.31	其他收益	297.48	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	395.61	491.60	491.60	491.60	利润总额	(501.09)	(157.75)	694.79	1,902.90
资产总计	12,754.97	14,172.45	15,942.08	19,817.36	所得税	0.00	0.00	0.00	285.43
流动负债	1,686.63	3,091.25	3,387.91	5,067.55	净利润	(501.09)	(157.75)	694.79	1,617.46
短期借款	535.46	698.75	783.00	913.83	少数股东损益	13.42	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	425.19	964.15	1,123.04	1,720.68	归属母公司净利润	(514.52)	(157.75)	694.79	1,617.46
其他	725.98	1,428.35	1,481.86	2,433.04	EBIT	(432.83)	(59.52)	825.40	2,055.87
非流动负债	4,314.86	4,507.30	5,307.30	5,907.30	EBITDA	(238.87)	44.44	915.81	2,129.24
长期借款	3,406.13	3,606.13	4,406.13	5,006.13					
其他	908.73	901.17	901.17	901.17					
负债合计	6,001.49	7,598.55	8,695.20	10,974.85					
股本	0.06	0.06	0.06	0.06	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(60.48)	(60.48)	(60.48)	(60.48)	每股收益(元)	(0.57)	(0.18)	0.77	1.80
归属母公司股东权益	6,813.95	6,634.38	7,307.35	8,902.99	每股净资产(元)	7.59	7.39	8.14	9.92
负债和股东权益	12,754.97	14,172.45	15,942.08	19,817.36	发行在外股份(百万股)	897.59	897.59	897.59	897.59
					ROIC(%)	(4.76)	(0.55)	7.08	12.85
					ROE(%)	(7.55)	(2.38)	9.51	18.17
					毛利率(%)	86.39	89.38	90.45	88.40
					销售净利率(%)	(24.22)	(4.30)	13.01	22.34
					资产负债率(%)	47.05	53.61	54.54	55.38
					收入增长率(%)	(53.33)	72.88	45.47	35.53
					净利润增长率(%)	(125.37)	69.34	540.45	132.80
					P/E	(248.05)	(809.04)	183.69	78.90
					P/B	18.73	19.24	17.47	14.34
					EV/EBITDA	(212.59)	2,915.55	142.01	60.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月29日的0.915,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>