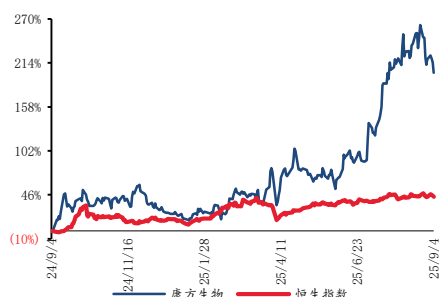


医药

康方生物：依沃西展现强大迭代效能，重磅临床数据即将发布

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.98/8.98
总市值/流通(亿港元)	1,321.26/1,321.26
12 个月内最高/最低价(港元)	179/47.7

相关研究报告

<<康方生物：两款双抗医保放量可期，IO 2.0 加速布局大适应症>>—2025-04-03

<<康方生物：双抗龙头挑战药王成功，国际化向纵深推进>>—2024-11-24

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现收入 14.12 亿元，同比增长 37.75%；其中，产品销售收入 14.02 亿元，同比增长 49.20%，主要受益于卡度尼利和依沃西纳入医保后销量提升。

HARMONi-A OS 显著获益，HARMONi 数据即将发布

依沃西首个 III 期临床 HARMONi-A (2L+ EGFRm NSCLC) 总生存期 (OS) 最终分析结果显示：依沃西疗法达到 OS 临床终点，取得具有临床意义和统计学显著的 OS 获益。依沃西首个国际多中心 III 期临床 HARMONi 研究顶线数据表明：已达到 PFS 阳性结果，并展现出良好的 OS 获益趋势。**HARMONi 研究结果作为 Late-Breaking Abstract (LBA) 被 WCLC 选为口头报告**，更多临床数据将在全体会议主席专题研讨会上重磅发布。

此外，依沃西单药头对头帕博利珠单抗 III 期临床 HARMONi-2 获得显著阳性结果，并成功获批一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 适应症后，依沃西联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗一线治疗鳞状 NSCLC 的头对头 III 期临床研究再次取得显著阳性结果，更多临床数据有望在 ESMO 发布。

依沃西开展多项 III 期临床研究，加速重构肿瘤免疫治疗格局

依沃西不断展现其相对于肿瘤免疫 (IO) 1.0 疗法的强大迭代效能，不断拓展泛肿瘤领域注册性/III 期临床研究，目前在全球开展 13 项注册性/III 期研究，主要包括 8 项肺癌和 5 项大瘤种一线、冷肿瘤、IO 耐药适应症。

针对全球发病人数最多的肺癌领域，依沃西已开展 8 项注册性/III 期临床研究 (**4 项已达到研究终点**)，包括一线治疗 NSCLC (鳞癌+非鳞癌，vs 帕博利珠单抗+化疗，国际多中心临床)，一线 sq-NSCLC (vs 替雷利珠单抗+化疗)，EGFR-TKI 治疗进展的 NSCLC (HARMONi-A 和 HARMONi)，一线 PD-L1 阳性的 NSCLC (vs 帕博利珠单抗)，一线 PD-L1 高表达的 NSCLC (vs 帕博利珠单抗)，治疗 IO 耐药的 NSCLC，以及 cCRT 后未进展的局限性小细胞肺癌巩固治疗。

盈利预测及投资评级：依沃西和卡度尼利大适应症不断获批上市，以及进入国家医保目录后市场深度和广度开拓加速，公司创新药商业化将不断突破，我们预计 2025/2026/2027 年营业收入分别为 33.78/54.78/81.21 亿元；归母净利润分别为 -7.06/1.29/7.63 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：新产品放量不及预期风险；医保支付政策调整带来的风险；管线研发不及预期风险；地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2124	3378	5478	8121
营业收入增长率(%)	-53%	59%	62%	48%
归母净利（百万元）	-515	-706	129	763
净利润增长率(%)	-125%	-37%	118%	489%
摊薄每股收益（元）	-0.60	-0.79	0.14	0.85
市盈率（PE）	-93.07	-179.78	979.64	166.33

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,692	10,966	12,080	14,976
现金	2,916	1,514	617	255
应收账款及票据	525	620	956	1,498
存货	707	2,388	2,464	3,485
其他	4,544	6,445	8,042	9,738
非流动资产	4,063	4,703	5,245	5,567
固定资产	3,231	3,604	3,962	4,110
无形资产	22	22	22	22
其他	810	1,078	1,261	1,434
资产总计	12,755	15,670	17,325	20,542
流动负债	1,687	4,370	5,413	7,855
短期借款	535	639	719	812
应付账款及票据	425	2,213	2,293	3,247
其他	726	1,518	2,402	3,796
非流动负债	4,315	5,307	5,807	5,807
长期债务	3,406	4,406	4,906	4,906
其他	909	901	901	901
负债合计	6,001	9,678	11,221	13,662
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,970	6,243	6,350	7,091
归属母公司股东权益	6,814	6,087	6,194	6,935
少数股东权益	-60	-94	-90	-55
股东权益合计	6,753	5,992	6,105	6,880
负债和股东权益	12,755	15,670	17,325	20,542

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-528	-1,181	-269	457
净利润	-515	-706	129	763
少数股东权益	13	-34	5	35
折旧摊销	194	127	142	152
营运资金变动及其他	-220	-568	-545	-492
投资活动现金流	-1,523	-1,109	-956	-647
资本支出	-594	-500	-500	-300
其他投资	-929	-609	-456	-347
筹资活动现金流	3,389	910	350	-151
借款增加	948	1,104	580	93
普通股增加	2,851	0	0	0
已付股利	0	-193	-230	-244
其他	-410	0	0	0
现金净增加额	1,373	-1,402	-897	-362

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	3,378	5,478	8,121
其他收入	0	0	0	0
营业成本	289	692	713	995
销售费用	1,002	1,351	1,808	2,518
管理费用	204	287	411	609
研发费用	1,188	1,520	1,917	2,436
财务费用	68	164	215	238
除税前溢利	-501	-870	158	938
所得税	0	-130	24	141
净利润	-501	-739	134	797
少数股东损益	13	-34	5	35
归属母公司净利润	-515	-706	129	763
EBIT	-433	-706	373	1,176
EBITDA	-239	-579	514	1,327
EPS（元）	-0.60	-0.79	0.14	0.85

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-53.08%	59.03%	62.19%	48.25%
归属母公司净利润	-125.37%	-37.13%	118.35%	488.97%
获利能力				
毛利率	86.39%	79.51%	86.99%	87.74%
销售净利率	-24.22%	-20.89%	2.36%	9.39%
ROE	-7.55%	-11.59%	2.09%	11.00%
ROIC	-4.05%	-5.43%	2.70%	7.93%
偿债能力				
资产负债率	47.05%	61.76%	64.76%	66.51%
净负债比率	15.19%	58.93%	82.03%	79.40%
流动比率	5.15	2.51	2.23	1.91
速动比率	4.72	1.71	1.43	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.24	0.33	0.43
应收账款周转率	5.18	5.90	6.95	6.62
应付账款周转率	0.74	0.52	0.32	0.36
每股指标（元）				
每股收益	-0.60	-0.79	0.14	0.85
每股经营现金流	-0.59	-1.32	-0.30	0.51
每股净资产	7.59	6.78	6.90	7.73
估值比率				
P/E	-93.07	-179.78	979.64	166.33
P/B	7.36	20.84	20.48	18.29
EV/EBITDA	-214.14	-225.32	256.32	99.68

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。