

2025 年 10 月 20 日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

康方生物 (9926.HK) 医疗保健

当前价: 119.30 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

HARMONI-6 数据优异, 较对照组 mPFS 绝对值差值达 4.24 个月

投资要点

- **事件:** 康方生物宣布依沃西 (PD-1/VEGF 双抗) 联合化疗, 对比替雷利珠单抗联合化疗一线治疗晚期鳞状非小细胞肺癌 (sq-NSCLC) 的注册性 III 期临床研究 (AK112-306/HARMONI-6) 达到 PFS 主要研究终点, 数据在柳叶刀&ESMO 发布。
- **依沃西联合化疗较替雷利珠单抗联合化疗显著延长患者无进展生存期。** HARMONI-6 研究是依沃西在对比帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1 表达阳性 NSCLC 取得成功之后, 进一步对比 PD-1 联合化疗一线治疗 sq-NSCLC 中取得阳性结果的 III 期临床研究。研究结果显示, 依沃西联合化疗较替雷利珠单抗联合化疗显著延长患者无进展生存期, 依沃西联合化疗一线治疗 sq-NSCLC 的 mPFS 达 11.14 个月, 对照组替雷利珠单抗联合化疗的 mPFS 为 6.90 个月 (HR=0.60, P<0.0001), 两组间 mPFS 绝对值差值达 4.24 个月。2025 年 7 月, 基于 HARMONI-6 研究的优异成果, 依沃西联合化疗一线治疗 sq-NSCLC 的新适应症上市申请 (sNDA) 获得国家药品监督管理局药品审评中心 (CDE) 受理, 目前在审评中。
- **依沃西上市并纳入国家医保药品目录, 13 项 III 期临床研究推进中。** AK112 通过联合用药布局 30 个适应症, 开展约 30 项临床试验, 包括 13 项 III 期临床, 四项 III 期临床已达到阳性结果, 覆盖肺癌、胆道癌、头颈鳞癌等癌肿。伊沃西两项适应症在中国获批, 首个适应症为 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 突变的局部晚期或转移性非鳞状 NSCLC, 已成功纳入医保; 第二项适应症单药用于一线治疗 PD-L1 阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 的 sNDA 于 2025 年 4 月获 NMPA 批准上市; 第三项适应症, 联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗一线治疗晚期 sq-NSCLC 的 III 期试验于 2025 年 7 月递交 NDA 申请。
- **卡度尼利新增 1L 宫颈癌适应症, 约 10 项 III 期注册性临床试验推进中。** 目前, 卡度尼利共三个适应症在国内获批。2025 年 5 月, 卡度尼利联合化疗联合或不联合贝伐珠单抗一线治疗持续、复发或转移性宫颈癌的适应症获 NMPA 批准, 填补国内一线宫颈癌免疫治疗的空白。卡度尼利通过联合用药布局约 20 个适应症, 约 10 项 III 期注册性临床试验积极推进中。
- **盈利预测:** 随着公司研发的逐步聚焦, 管线的逐步落地, 公司业绩长期增长动力充足。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 33.1、53.6 和 77.9 亿元。
- **风险提示:** 研发进展不及预期风险、核心品种商业化进展不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2123.94	3313.35	5364.32	7788.99
增长率	-53.08%	56.00%	61.90%	45.20%
归属母公司净利润 (百万元)	-514.52	-180.69	617.70	1711.52
增长率	-125.37%	64.88%	441.86%	177.08%
每股收益 EPS (元)	-0.56	-0.20	0.67	1.86
净资产收益率 ROE	-7.55%	-2.72%	8.52%	19.10%
PE	-219.49	-625.00	182.83	65.98
PB	16.57	17.03	15.57	12.60

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌
执业证号: S1250522120001
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	55.4-176.9
3 个月平均成交量(百万)	12.43
流通股数(亿)	9.21
市值(亿)	1,098.92

相关研究

1. 康方生物 (9926.HK): 收入符合预期, 两款核心品种顺利纳入国家医保目录 (2025-04-02)

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测

关键假设：

假设 1：卡度尼利一线宫颈癌适应症于 2025 年 6 月上市。假设 2025-2027 年卡度尼利 2/3L 宫颈癌渗透率分别为 55.4%、57.4%和 52.4%。假设 2026-2027 年卡度尼利 1L 宫颈癌渗透率分别为 1.5%和 4.5%。假设 2025-2027 年卡度尼利 1L 胃癌渗透率分别为 1.5%和 3.5%和 5%。综上，我们预计卡度尼利 2025-2027 年收入为 18.3、26.3 和 33.4 亿元。

假设 2：依沃西单抗一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 于 2025 年 4 月上市。依沃西联合化疗 1L 治疗鳞状 NSCLC 于 2025 年 7 月递交上市申请，假设于 2026 年下半年上市。假设 2025-2027 年 EGFR TKI 治疗后进展 NSCLC 渗透率分别为 9.5%、12.5%和 14.5%。假设 2025-2027 年单抗一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 渗透率分别为 1%和 8%和 13%。假设 2027 年联合化疗 1L 治疗鳞状 NSCLC 渗透率为 2%。假设美国 EGFR-TKI 经治 NSCLC 适应症于 2027 年上市，2027 年渗透率为 1%。综上，我们预计依沃西 2025-2027 年收入为 11.8、23.3 和 37.5 亿元。

考虑派安普利单抗、自免领域病产品及里程碑收入，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 33.1、53.6 和 77.9 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	21.2	33.1	53.6	77.9
AK104	14	18.3	26.3	33.4
AK112	4	11.8	23.3	37.5
派安普利单抗	2	2	2	2
自身免疫病收入			1	4
里程碑收入	1.2	1	1	1

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2943.90	3977.33	3188.72	3247.93	营业额	2123.94	3313.35	5364.32	7788.99
应收账款	524.91	702.45	1137.26	1651.31	销售成本	289.04	447.30	697.36	973.62
预付款项、按金及其他应收款项	51.15	87.39	141.48	205.43	其他费用	172.09	268.46	434.63	631.08
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	1001.79	1325.34	1823.87	2336.70
存货	706.53	1344.48	2096.10	2926.48	管理及研发费用	1391.33	1557.28	1877.51	2180.92
其他流动资产	4465.09	3302.94	5083.90	7189.37	财务费用	68.26	164.73	152.66	153.93
流动资产总计	8691.59	9414.59	11647.46	15220.51	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	-68.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	3230.69	3118.21	3005.73	2893.26	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-867.08	-449.75	378.29	1512.74
无形资产	331.32	276.10	220.88	165.66	其他非经营损益	365.99	262.35	262.35	262.35
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-501.09	-187.40	640.64	1775.09
其他非流动资产	501.38	501.38	501.38	501.38	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4063.38	3895.68	3727.99	3560.29	税后利润	-501.09	-187.40	640.64	1775.09
资产总计	12754.9	13310.27	15375.45	18780.81	归属于非控股股东利润	13.42	-6.71	22.94	63.57
应付账款	425.19	1105.81	1724.01	2406.98	归属于母公司股东利润	-514.52	-180.69	617.70	1711.52
其他流动负债	725.98	1323.53	2129.87	3077.17	EBITDA	-238.87	145.02	960.99	2096.72
流动负债合计	1686.63	2429.34	3853.88	5484.15	NOPLAT	-798.82	-285.02	530.95	1666.67
长期借款	3406.13	3406.13	3406.13	3406.13	EPS(元)	-0.56	-0.20	0.67	1.86
其他非流动负债	908.73	908.73	908.73	908.73					
非流动负债合计	4314.86	4314.86	4314.86	4314.86	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	6001.49	6744.20	8168.74	9799.01	成长能力				
股本	0.06	0.06	0.06	0.06	营收额增长率	-53.08%	56.00%	61.90%	45.20%
留存收益	0.00	-180.69	437.01	2148.53	EBIT 增长率	-121.33%	94.76%	3599.26%	143.16%
归属于母公司股东权益	6813.95	6633.26	7250.96	8962.48	EBITDA 增长率	-111.00%	160.71%	562.64%	118.18%
归属于非控股股东权益	-60.48	-67.19	-44.25	19.32	税后利润增长率	-125.80%	62.60%	441.86%	177.08%
权益合计	6753.47	6566.07	7206.71	8981.80	盈利能力				
负债和权益合计	12754.9	13310.27	15375.45	18780.81	毛利率	86.39%	86.50%	87.00%	87.50%
					净利率	-23.59%	-5.66%	11.94%	22.79%
					ROE	-7.55%	-2.72%	8.52%	19.10%
					ROA	-4.03%	-1.36%	4.02%	9.11%
					ROIC	-14.93%	-3.82%	9.21%	22.77%
					估值倍数				
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	-219.49	-625.00	182.83	65.98
税后经营利润	-798.57	-449.75	378.29	1512.74	P/S	53.17	34.08	21.05	14.50
财务费用	68.26	164.73	152.66	153.93	P/B	16.57	17.03	15.57	12.60
其他经营资金	8.73	1588.59	-1596.95	-1883.57	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-527.62	1471.26	-898.31	-49.21	EV/EBIT	-1.49	37.83	0.10	0.12
投资性现金净流量	-1522.86	262.35	262.35	262.35	EV/EBITDA	-2.71	-5.91	0.08	0.11
筹资性现金净流量	3389.27	-700.19	-152.66	-153.93	EV/NOPLAT	-0.81	3.01	0.14	0.14
现金流量净额	1338.79	1033.43	-788.61	59.21					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn