

医药生物

2026年04月14日

康方生物

(09926)

——商业化销售有望放量，研发平台布局丰富

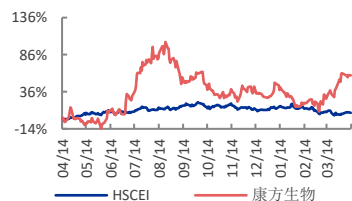
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年04月13日

收盘价 (港币)	137.80
恒生中国企业指数	8602.06
52周最高/最低 (港币)	179.00/73.10
H股市值 (亿港元)	1,269.34
流通H股 (百万股)	921.14
汇率 (港币/人民币)	0.8765

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《康方生物 (09926) 点评：商业化持续推进，HARMONI-A 达到 OS 终点》
2025/09/02

证券分析师

周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com

研究支持

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

联系人

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

康方生物 2025 年收入同比增长 43.9%，达到 30.6 亿元，归属于股东的净亏损为 11.1 亿元，符合我们的预期。2025 年，公司产品净收入同比增长 51.5%至 30.3 亿元。研发费用同比增长 32.6%至 15.8 亿元，销售费用同比增长 43.4%至 14.4 亿元。截至 2025 年底，公司现金储备约为 91.7 亿元。

2026 年商业化销售有望放量。2025 年，公司产品净收入同比增长 51.5%至 30.3 亿元，主要由于 AK112 和 AK104 纳入国家医保目录(NRDL)后销售放量。目前，随着五款商业化产品(AK112、AK104、派安普利单抗 (PD-1)、伊努西单抗 (PCSK9) 和依若奇单抗 (IL-12/IL-23)) 的 12 项适应症纳入 2025 年版 NRDL，2026 年公司有望实现商业化销售放量。

依沃西单抗：IO 2.0 产品覆盖广泛临床需求。AK112 两项适应症 (EGFR 突变 nsq-NSCLC 和 1L PD-L1+ NSCLC) 已被纳入 NRDL。同时，AK112 用于治疗 1L sq-NSCLC (HARMONI-6) 的补充新药申请 (sNDA) 正在 NMPA 审评中，此外，多项三期临床研究已启动，包括结直肠癌、胰腺癌、胆道癌、头颈鳞癌 (HNSCC) 和三阴乳腺癌 (TNBC)。此外，海外市场方面，公司合作伙伴 SUMMIT 已于 2025 年底向 FDA 递交了 AK112 用于治疗第三代 EGFR-TKI 治疗后进展的 nsq-NSCLC (HARMONI 研究) 的上市申请，并于 2026 年 1 月正式获得受理。同时，AK112 四项 1L 适应症全球三期临床试验正在进行中，包括 HARMONI-3、HARMONI-7、HARMONI-GI3 和 ILLUMINE。

拥有丰富的研发平台，进一步拓展 ADC、TCE、siRNA 管线。除双抗管线外，公司正在积极拓展 ADC、TCE、siRNA 等管线。目前，公司拥有 50 多款创新管线，涵盖肿瘤、自身免疫、代谢和神经退行性疾病等治疗领域。ADC 管线方面，AK138D1 (HER3 ADC) 和 AK146D1 (Trop2/Nectin4 ADC) 正在全球和中国开展一期临床试验，并已启动与卡度尼利单抗/依沃西单抗联用的二期临床研究。非肿瘤领域方面，AK152 (anti-A β /BBB 受体) 正在开展针对阿兹海默症的一期临床。此外，公司自免领域首款双抗产品 AK139 (IL-4R α /ST2)，正在开展二期临床。

维持买入评级。考虑到商业化产品销售放量，以及持续研发投入，我们将 26 年的每股盈利预测从 0.57 元下调至-0.34 元，将 27 年预测从 1.76 元下调至 0.95 元，新增 28 年预测为 2.02 元。我们将目标价从 189 港币下调至 165 港币。考虑到公司于双抗市场的领先地位，以及丰富的管线产品，目标价对应 20%的上涨空间，维持买入评级。

风险提示：关键在研产品研发失败；核心产品商业化进度低于预期。

财务数据及盈利预测

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,124	3,056	4,660	7,068	9,329
同比增长率 (%)	(53.08)	43.90	52.47	51.67	31.99
归属普通股股东净利润	(515)	(1,113)	(310)	872	1,865
同比增长率 (%)	-	-	-	-	113.98
每股收益 (元/股)	(0.60)	(1.23)	(0.34)	0.95	2.02
ROE (%)	(6.00)	(6.76)	(3.61)	9.07	15.97
市盈率	-	-	-	128.14	59.89
市净率	13.02	12.24	13.02	11.63	9.56

注：“每股收益”为归母净利润除以加权平均稀释股本 -

Akeso reported 2025 revenue of Rmb3.06bn (+43.9% YoY) and net losses of Rmb1.11bn, in line with our expectation. The total net product sales reached Rmb3.03bn (+51.5% YoY) in 2025. Its R&D expenses reached Rmb1.58bn (+32.6% YoY) and selling expenses increased 43.4% YoY to Rmb1.44bn in 2025. As the end of 2025, the company has cash balance of c.Rmb9.17bn.

Expecting sales ramp-up in 2026E. Akeso's total net product sales reached Rmb3.03bn (+51.5% YoY) in 2025, mainly contribution by the sales ramp-up of AK112 and AK104 with the indications included into the NRDL. Now, with five commercialized products' (AK112, AK104, penpulimab(PD-1), ebronucimab (PCSK9) and ebdarokimab (IL-12/IL-23)) 12 indications added into the 2025 version of NRDL, we are expecting the sales ramp-up in 2026E.

Ivonescimab: IO 2.0 product covering wide range of clinical needs. AK112's two indications (EGFR mutation nsq-NSCLC, and 1L PD-L1+ NSCLC) have been included in the NRDL. Meanwhile, AK112's sNDA for the treatment of 1L sq-NSCLC (HARMONi-6) was under NMPA's review. In addition, multiple phase 3 clinical studies have been initiated, covering colorectal cancer, pancreatic cancer, biliary tract cancer, HNSCC, and TNBC. In addition, as for the global market, its partner SUMMIT submitted a BLA to the FDA for AK112 for the treatment of nsq-NSCLC after third-generation EGFR-TKI therapy (HARMONi study) at the end of 2025, and the BLA was formally accepted in January 2026. Meanwhile AK112's four global phase III clinical trials for 1L indications are ongoing, including HARMONi-3, HARMONi-7, HARMONi-GI3 and ILLUMINE.

Rich R&D platforms with further expansion of ADC, TCE, siRNA pipelines. Expect for the bispecific pipelines, the company is actively expanding ADC, TCE, siRNA pipelines, etc. Akeso currently has over 50 innovative pipelines covering the therapeutic areas of oncology, autoimmune, metabolic diseases, and neurodegenerative disorders. As for its ADC pipelines, AK138D1 (HER3 ADC) and AK146D1 (Trop2/Nectin4 ADC) are under phase I clinical trials globally and in China, with Phase II clinical studies in combination with cadonilimab/ivonescimab being initiated. In terms of the non-oncology field, AK152 (anti-A β /BBB receptor) is under phase I period for Alzheimer's disease. In addition, AK139 (IL-4R α /ST2), Akeso's first bispecific antibody product in the autoimmune field, is under phase II period.

Maintain BUY. Considering the sales ramp-up of commercialized products and continuous R&D investments, we lower our EPS forecast from Rmb0.57 to -Rmb0.34 in 26E, from Rmb1.76 to Rmb0.95 in 27E, and forecast Rmb2.02 in 28E. We lower our target price from HK\$189 to HK\$165. Given its leading position in the bispecific market and fruitful pipeline products, with 20% upside, we maintain our BUY rating.

Risks: R&D failure of key pipeline; lower-than-expected sales of key commercialized products.

合并利润表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,124	3,056	4,660	7,068	9,329
销售成本	(289)	(652)	(839)	(777)	(980)
毛利	1,835	2,404	3,821	6,290	8,350
其他收入	366	383	200	220	450
销售、行政及管理费用	(1,205)	(1,733)	(2,223)	(2,574)	(2,981)
税息折旧及摊销前利润	(445)	(1,181)	(225)	1,347	2,378
息税前利润	(639)	(1,291)	(335)	1,237	2,268
财务费用	(68)	(131)	(130)	(130)	(130)
税前利润	(501)	(1,141)	(365)	1,207	2,438
所得税开支	0	0	0	(181)	(366)
非控股权益	(13)	28	55	(154)	(207)
归属于母公司股东的净利润	(515)	(1,113)	(310)	872	1,865

资料来源：康方生物 2024 和 2025 年报，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。