

2026年04月14日

康方生物 (09926. HK)

投资评级：买入（维持）

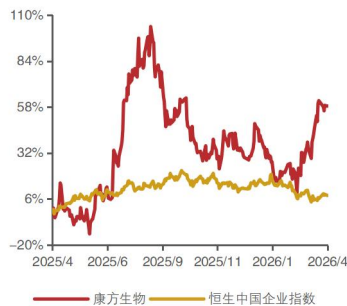
——商业化进入高速发展阶段，引领肿瘤疗法新范式

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月14日

收盘价 (港元)	137.90
一年内最高/最低 (港元)	179.00/73.10
总市值 (百万港元)	127,025.64
流通市值 (百万港元)	127,025.64
资产负债率 (%)	44.09

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 事件：**康方生物公布 2025 年报：2025 年营收 30.56 亿元，同比+43.9%，其中产品收入 30.33 亿元，同比+51%，收入结构由授权转向医保放量驱动的产品销售；核心大单品依沃西单抗和卡度尼利单抗均纳入医保，后续管线潜力可期。
- 核心产品纳入医保，销售放量可期，期待海外数据读出。**1) 依沃西单抗：国内已获批 2 项适应症（1L PD-L1 阳性 NSCLC；EGFR TKI 治疗进展的 nsqNSCLC），均已纳入国家医保目录，1L sqNSCLC 适应症已纳入 NMPA 优先审评，海外方面，EGFR TKI 治疗进展的 nsqNSCLC 已申请 BLA，目前正在 FDA 审评中。截至 25 年报，依沃西单抗正在进行 15 项 III 期临床试验，包括 5 项国际多中心 III 期临床试验；2) 卡度尼利单抗：国内已获批 3 项适应症（1L 胃癌；1L 宫颈癌；复发/转移性宫颈癌），均已纳入国家医保目录。截至 25 年报，卡度尼利单抗正在开展 12 项注册性/III 期临床，包括 2 项自主开展国际注册性/III 期临床试验。两大核心单品获批适应症均已纳入医保，销售放量可期，期待更多关键临床数据披露带来新增量。
- 引领肿瘤疗法新范式，ADC/多抗/TCE 探索多维治疗边界。**1) ADC：基于 Dual-Shield ADC 技术平台，公司开发出一系列自研新一代 ADC/双抗 ADC（AK146D1、AK138D1、AK158D1 等），相继进入临床开发阶段；2) 多抗：基于 AI 研发技术及 Tetrabody 多抗技术平台，公司开发出多个三抗/多靶点药物（例如全球唯一在研 ILT2/ILT4/CSF1R 三抗 AK150），正逐步推进进入临床开发阶段；3) TCE：基于 Dual-Lock TCE 技术平台，多个首创 TCE 双抗/多抗即将进入临床开发阶段（如 AK159、AK163 等）。
- 免疫相关及 CNS 领域，构建创新管线新高地。**1) AK139：全球首创 IL-4R α /ST2 双抗，针对全球重大自身免疫病、过敏及呼吸系统疾病开启 7 项 II 期临床试验；2) AK152：中国首个阿尔茨海默症治疗双抗，有望攻克 A β 单靶点药物局限，I 期临床试验推进中；3) AK101：IL-12/IL-23 单抗，中重度斑块型银屑病上市已纳入医保。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 48.76/72.75/97.68 亿元。鉴于公司核心单品商业化放量可期，海外临床确定性逐渐清晰，早研管线层次丰富创新性强，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,123.94	3,056.28	4,876.19	7,274.64	9,768.15
同比增长率 (%)	-53.1%	43.9%	59.5%	49.2%	34.3%
归母净利润 (百万元)	-514.52	-1,113.03	-268.92	679.33	1,916.00
同比增长率 (%)	-125.4%	-116.3%	75.8%	352.6%	182.0%
每股收益 (元/股)	-0.60	-1.23	-0.29	0.74	2.08
ROE (%)	-7.6%	-12.3%	-3.1%	7.2%	17.0%
市盈率 (P/E)	-89.03	-80.85	-415.67	164.55	58.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,056	4,876	7,275	9,768	货币资金	8,822	6,525	6,575	8,262
增长率	43.9%	59.5%	49.2%	34.3%	应收款项	1,174	1,143	1,257	1,183
营业成本	652	975	1,309	1,465	存货	932	1,354	1,273	1,221
%销售收入	21.3%	20.0%	18.0%	15.0%	其他流动资产	349	1,329	1,884	2,375
毛利	2,404	3,901	5,965	8,303	流动资产	11,277	10,352	10,989	13,041
%销售收入	78.7%	80.0%	82.0%	85.0%	权益性投资	316	536	719	921
其他收入	0	0	0	0	固定资产	3,880	4,112	4,234	4,253
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	338	335	333	331
销售费用	1,436	1,853	2,255	2,540	非流动资产	4,723	5,192	5,550	5,824
%销售收入	47.0%	38.0%	31.0%	26.0%	资产总计	16,000	15,544	16,539	18,865
管理费用	296	390	436	488	应付款项	452	948	909	814
%销售收入	9.7%	8.0%	6.0%	5.0%	短期借款	586	536	506	496
研发费用	1,575	1,999	2,328	2,735	其他流动负债	1,158	439	582	586
%销售收入	51.5%	41.0%	32.0%	28.0%	流动负债	2,195	1,923	1,997	1,896
财务费用	131	-10	-9	175	长期债务	3,955	4,155	4,355	4,755
%销售收入	4.3%	-0.2%	-0.1%	1.8%	其他长期负债	905	870	870	870
息税前利润 (EBIT)	-1,010	-327	830	2,464	非流动负债	4,859	5,025	5,225	5,625
%销售收入	-33.0%	-6.7%	11.4%	25.2%	负债总计	7,054	6,948	7,222	7,521
投资收益	-325	-134	-216	-322	归属母公司股东权益	9,048	8,746	9,391	11,274
%税前利润	28.5%	42.4%	-25.7%	-14.1%	少数股东权益	-102	-149	-74	70
除税前利润	-1,141	-316	839	2,289	负债股东权益合计	16,000	15,544	16,539	18,865
利润率	-37.3%	-6.5%	11.5%	23.4%					
所得税	0	0	84	229					
所得税率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%					
净利润(含少数股东损益)	-1,141	-316	755	2,060					
少数股东损益	-28	-47	75	144					
归属于母公司的净利润	-1,113	-269	679	1,916					
增长率	-116.3%	75.8%	352.6%	182.0%					
净利率	-36.4%	-5.5%	9.3%	19.6%					
现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	-1,113	-269	679	1,916	每股指标				
少数股东损益	-28	-47	75	144	每股收益	-1.23	-0.29	0.74	2.08
营运资金变动	0	-1,053	2	56	每股净资产	9.82	9.49	10.20	12.24
其他变动	193	-37	58	158	每股经营现金净额	-1.03	-1.53	0.88	2.47
经营活动现金流量净额	-948	-1,407	815	2,274	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	0	-400	-300	-200	回报率				
投资	0	-865	-722	-769	净资产收益率	-12.30%	-3.07%	7.23%	17.00%
其他	-4,113	406	248	266	总资产收益率	-6.96%	-1.73%	4.11%	10.16%
投资活动现金流量净额	-4,113	-860	-774	-703	投入资本收益率	-7.49%	-2.46%	5.27%	13.36%
股权募资	0	0	0	0	增长率				
债权募资	0	150	170	390	营业收入增长率	43.90%	59.55%	49.19%	34.28%
其他	3,458	-148	-126	-240	EBIT增长率	-133.30%	67.66%	354.12%	196.89%
筹资活动现金流量净额	3,458	2	44	150	净利润增长率	-116.33%	75.84%	352.61%	182.04%
现金净变动	-1,636	-2,298	51	1,686	总资产增长率	25.44%	-2.85%	6.41%	14.06%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	91.1	72.7	51.0	40.5
					存货周转天数	452.0	421.9	361.2	306.4
					应付账款周转天数	242.0	258.4	255.3	211.7
					固定资产周转天数	418.8	295.0	206.5	156.4
					偿债能力				
					流动比率	5.14	5.38	5.50	6.88
					速动比率	4.71	4.45	4.61	5.98
					净负债/股东权益	-47.86%	-21.34%	-18.40%	-26.54%
					EBIT利息保障倍数	-7.7	-2.2	6.6	10.2
					资产负债率	44.09%	44.70%	43.66%	39.87%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。