



康方生物 (09926.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

HARMONi-6 研究入选 ASCO

plenary LBA, 关注 OS 数据读出

事件

2026年美国临床肿瘤学会 (AACR) 年会将于当地时间 5 月 29 日至 6 月 2 日在芝加哥召开, 会议旨在全面呈现肿瘤诊疗领域的前沿突破与最新进展。康方生物的 HARMONi-6 研究总生存期 (OS) 临床结果入选全体会议 (Plenary Session) 的最新突破摘要 (LBA) 口头报告。

经营分析

本次汇报的 HARMONi-6 研究具有极高含金量, 有望引领肺癌领域用药迎来迭代。Plenary Session 仅带来 5 项 LBA 研究汇报, 是 ASCO 关注度最高、最重磅的研究进展发布舞台之一。此前, HARMONi-6 研究已在 2025 ESMO LBA 汇报初步期中分析结果, 依沃西联合化疗 mPFS 达 11.14 个月, PFS HR=0.60, P<0.0001, 本次 OS 数据有望进一步夯实其在一线肺癌领域的新一代领导地位, 催动用药迭代。

国际化布局进入收获期。依沃西已在全球范围内由合作伙伴 SMMT 主导开展 5 项国际 III 期临床, 聚焦肺癌等大适应症, 包括 1L NSCLC (非小细胞肺癌) (sq+nsq)、1L pMMR mCRC (结直肠癌)、1L HNSCC (头颈鳞癌) (PD-L1+)、1L NSCLC (PD-L1+)、EGFR-TKI 经治 nsq-NSCLC, 其中 EGFR-TKI 经治 nsq-NSCLC 在美国处于 FDA 审评阶段, 随着有望成为首个在美国获批的中国原创双抗新药, 随着全球布局纵深推进, 依沃西的全球领先优势进一步显著。此外, 公司自主开展的卡度尼利疗法一线治疗胃癌全人群的注册性 III 期临床 (头对头纳武利尤单抗疗法), 以及治疗 IO 耐药肝细胞癌的国际注册性临床正在高效开展, 有望填补国际临床空; CD47 单抗已开展针对 1L HNSCC (PD-L1+) 的国际 III 期临床。后续管线包括 TROP2/Nectin-4 ADC、IL-4Ra/ST2 双抗等。

盈利预测、估值与评级

公司核心产品在国内商业化快速放量、且具备引领全球临床用药迭代的潜力。维持 26/27/28 年公司实现归母净利润 0.4/13/19 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发不达预期; 海外进展不达预期; 商业化放量不及预期。

国金证券研究所

分析师: 甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师: 赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师: 姜铸轩 (执业 S1130525070015)

jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

市价 (港币): 146.700 元

相关报告:

- 《康方生物港股公司点评: 收入高速增长, 临床试验陆续兑现》, 2026.4.7
- 《康方生物港股公司点评: HARMONi 数据亮相 WCLC, 北美人...》, 2025.9.10
- 《康方生物港股公司点评: 商业化高速放量, III 期临床 mOS 首战...》, 2025.8.28



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,124	3,056	4,933	7,447	9,063
营业收入增长率	-53.08%	43.90%	61.39%	50.98%	21.70%
归母净利润(百万元)	-515	-1,113	37	1,264	1,911
归母净利润增长率	-	-116.33%	103.35%	3290.84	51.15%
	125.37			%	
	%				
摊薄每股收益(元)	-0.56	-1.21	0.04	1.37	2.07
每股经营性现金流净额	-0.59	-1.03	1.34	2.11	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	-7.55%	-12.30%	0.41%	12.29%	15.71%
P/E	-99.85	-85.93	2,808.40	82.82	54.79
P/B	7.35	10.57	11.57	10.18	8.61

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	4,526	2,124	3,056	4,933	7,447	9,063
增长率	440.3%	-53.1%	43.9%	61.4%	51.0%	21.7%
主营业务成本	133	289	652	1,028	1,515	1,798
%销售收入	2.9%	13.6%	21.3%	20.8%	20.3%	19.8%
毛利	4,393	1,835	2,404	3,905	5,932	7,265
%销售收入	97.1%	86.4%	78.7%	79.2%	79.7%	80.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	553	890	1,002	1,381	1,713	1,903
%销售收入	12.2%	41.9%	32.8%	28.0%	23.0%	21.0%
管理费用	199	200	204	345	372	363
%销售收入	4.4%	9.4%	6.7%	7.0%	5.0%	4.0%
研发费用	1,254	1,188	1,575	1,726	1,862	2,266
%销售收入	27.7%	55.9%	51.5%	35.0%	25.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	2,030	-433	-1,010	130	1,650	2,425
%销售收入	44.8%	-20.4%	-33.0%	2.6%	22.2%	26.8%
财务费用	87	68	131	90	85	59
%销售收入	1.9%	3.2%	4.3%	1.8%	1.1%	0.7%
投资收益	-192	-69	-325	-200	-100	0
%税前利润	-9.9%	13.7%	28.5%	-509.7%	-6.4%	0.0%
营业利润	1,767	-730	-1,068	205	1,613	2,280
营业利润率	39.0%	-34.4%	-35.0%	4.2%	21.7%	25.2%
营业外收支						
税前利润	1,943	-501	-1,141	39	1,565	2,366
利润率	42.9%	-23.6%	-37.3%	0.8%	21.0%	26.1%
所得税	0	0	0	0	235	355
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,942	-501	-1,141	39	1,331	2,011
少数股东损益	-86	13	-28	2	67	101
归属于母公司的净利润	2,028	-515	-1,113	37	1,264	1,911
净利率	44.8%	n.a	n.a	0.8%	17.0%	21.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,542	2,916	8,822	9,504	10,950	13,178
应收款项	390	641	1,174	1,491	2,176	2,558
存货	392	707	932	1,714	2,104	1,998
其他流动资产	3,352	4,428	349	399	449	499
流动资产	5,677	8,692	11,277	13,108	15,680	18,233
%总资产	61.8%	68.1%	70.5%	73.3%	76.9%	79.9%
长期投资	293	398	316	336	356	376
固定资产	2,824	3,231	3,880	3,896	3,815	3,644
%总资产	30.8%	25.3%	24.3%	21.8%	18.7%	16.0%
无形资产	29	22	338	349	359	369
非流动资产	3,504	4,063	4,723	4,770	4,720	4,579
%总资产	38.2%	31.9%	29.5%	26.7%	23.1%	20.1%
资产总计	9,181	12,755	16,000	17,878	20,399	22,812
短期借款	391	535	586	596	606	616
应付款项	355	425	452	2,285	2,946	2,997
其他流动负债	459	726	1,158	987	1,489	1,813
流动负债	1,205	1,687	2,195	3,867	5,041	5,426
长期贷款	2,577	3,406	3,955	4,155	4,205	4,255
其他长期负债	880	909	905	905	905	905
负债	4,662	6,001	7,054	8,926	10,150	10,585
普通股股东权益	4,692	6,814	9,048	9,052	10,282	12,159
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	4,855	6,970	9,048	9,052	10,282	12,159
少数股东权益	-174	-60	-102	-100	-33	67
负债股东权益合计	9,181	12,755	16,000	17,878	20,399	22,812

资产负债表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利率	44.8%	n.a	n.a	0.8%	17.0%	21.1%

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.42	-0.60	-1.23	0.04	1.37	2.07
每股净资产	5.58	7.59	9.82	9.83	11.16	13.20
每股经营现金流	2.93	-0.59	-1.03	1.34	2.11	2.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	43.23%	-7.55%	-12.30%	0.41%	12.29%	15.71%
总资产收益率	22.09%	-4.03%	-6.96%	0.21%	6.20%	8.38%
投入资本收益率	27.11%	-4.05%	-7.49%	0.95%	9.31%	12.06%
增长率						
主营业务收入增长率	440.35%	-53.08%	43.90%	61.39%	50.98%	21.70%
EBIT 增长率	247.18%	-121.33%	-133.30%	112.84%	1172.17%	46.98%
净利润增长率	273.60%	-125.37%	-116.33%	103.35%	3290.84%	51.15%
总资产增长率	67.05%	38.93%	25.44%	11.73%	14.10%	11.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.5	69.5	91.1	77.3	66.5	72.9
存货周转天数	991.1	684.0	452.0	463.1	453.6	410.6
应付账款周转天数	896.7	485.8	242.0	479.1	621.4	594.8
固定资产周转天数	191.8	513.1	418.8	283.8	186.4	148.1
偿债能力						
净负债/股东权益	32.17%	22.34%	-41.66%	-47.46%	-55.46%	-64.63%
EBIT 利息保障倍数	23.3	-6.3	-7.7	0.5	6.0	8.7
资产负债率	50.78%	47.05%	44.09%	49.93%	49.76%	46.40%

来源：公司年报、国金证券研究所 注：现金流量表尚未披露



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究