

康方生物 (09926.HK)

依沃西一线肺鳞癌 OS 即将于 ASCO 重磅揭晓

买入 (维持评级)

目标价格: 206 港元

投资要点:

► 医保商业化首年业绩表现亮眼, 3 大适应症新进医保放量可期

受益于 2025 年 2 大双抗 2 个二线适应症纳入医保, 公司 2025 年商业销售收入约为 30.33 亿元, 较去年同比+51%。2025 年销售费用率降低至 47%, 2025 年 2 款肿瘤双抗均实现 3000+ 医院覆盖, 2026 年新增包括 1L 肺癌、1L 胃癌、1L 宫颈癌 3 大适应症进入医保。依沃西价格不变、卡度尼利价格稳定, 为 2026 年医保放量增加强劲动力。公司抗体平台产出全球 FIC 分子强化早期管线储备, AK139 (IL-4R α /ST2)、AK152 (anti-A β /BBB 受体) 等全球进度领先的管线已推进到 I/II 期临床阶段。

► 依沃西年内多个数据披露强化 IO 2.0 基石地位, 有望获 FDA 批准

依沃西已在中国/全球启动 15 项 III 期临床。中国: 1L 鳞状 NSCLC 获 PFS 强阳性结果, 上市申请正在 NMPA 评审中, 即将于 ASCO LBA 主席大会公布 OS 结果, 映射 HARMONi-3 研究鳞癌部分。1L 胆管癌已完成 3 期临床入组, IO 耐药 NSCLC、1L 结直肠癌等 6 项 3 期对照临床正在入组中。全球: 3 代 ENGR TKI 耐药 NSCLC 的 FDA 上市申请评审中 (PDUFA 日期 20261114)。HARMONi-3 研究 1L 鳞状 NSCLC 全球 3 期入组已完成, 将于 2026Q2 读出期中 PFS, 下半年读出最终 PFS 和期中 OS 分析。HARMONi-3 研究 1L 非鳞 NSCLC、HARMONi-7 研究 1L PD-L1 TPS \geq 50% NSCLC 以及 HARMONi-GI3 研究 1L 结直肠癌全球 3 期均在入组中。1L PD-L1 阳性头颈鳞癌全球 3 期预计 26Q2 首例患者入组。

► 卡度尼利启动全球临床, 2 大双抗正在构建 IO 双抗联用多组合策略

卡度尼利 2025 年启动 2 项全球注册研究, IO 耐药的肝细胞癌国际多中心注册 2 期患者持续入组中, 1L 胃癌国际多中心 3 期已启动 (头对头 O 药)。在 IO 双抗联用的多组合策略上, 1) ADC 2.0: AK138D1 (HER3 ADC) 与 AK146D1 (Trop2/Nectin4 ADC) 两大 ADC 与双抗联合治疗已进入全球 2 期研究获 NMPA 批准, 形成“双抗基石+ADC 增效”跨代疗法矩阵。2) 先天性免疫: AK117 (CD47 单抗) 联合 AK112 已启动 3 项实体瘤 3 期。3) RAS: AK112 联合 Revolution 多个 RAS 抑制剂用于 RAS 突变胰腺癌、NSCLC、CRC 等全球 1/2 期研究于 2026Q1 完成首例患者给药。

► 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 51.10、75.66、122.36 亿元 (前值 2026-2027 年分别为 57.65、93.72 亿元), 主要系放缓核心双抗的爬坡节奏及下调非核心管线销售峰值。归母净利润分别为 -2.44、7.33、26.80 亿元 (前值 2026-2027 年分别为 8.03、29.66 亿元), 主要系下调销售收入及上调研发、销售费用率。根据 DCF 估值, 按 WACC 为 8.48%, 永续增长率为 2%, 测算合理股价为 206 港元, 维持“买入”评级。

► 风险提示

临床试验失败的风险, 产品销售不及预期的风险。

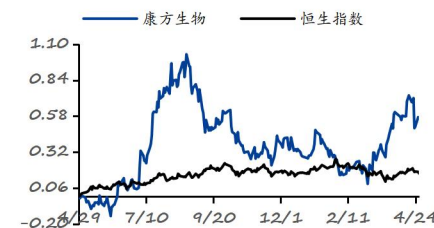
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入 (百万元)	2,124	3,056	5,110	7,566	12,236
增长率	-53%	44%	67%	48%	62%
归母净利润 (百万元)	-515	-1,113	-244	733	2,680
增长率	-125%	-116%	78%	400%	265%
EPS (元/股)	-0.56	-1.21	-0.27	0.80	2.91
市盈率 (P/E)	-213.7	-98.8	-449.8	149.9	41.0
市净率 (P/B)	16.1	12.2	12.5	11.5	9.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-04-28
收盘价:	136.40 港元
总股本/流通股本(百万股)	921.14/921.14
流通市值(百万港元)	125,643.93
每股净资产(港元)	10.87
资产负债率(%)	44.09
一年内最高/最低价(港元)	179.00/73.10

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 贺鑫(S0210526040003)
31044@hfzq.com.cn
研究助理: 杨风雨(S0210124070004)
yfy30615@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、引领全球 IO2.0, 依沃西有望占据最大市场份额——2025.08.09
- 2、依沃西 1L 肺癌获批在即, 多癌种 3 期快速推进——2025.04.02
- 3、依沃西头对头 K 药超预期, 海外价值应被重估——2024.09.15



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn