

本文由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。



CSIWM 个股点评

2026年5月5日

康方生物

9926 HK

中国医疗保健行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

需要保持耐心

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 5 月 4 日发布的题为《Patience needed》的报告，4 月 30 日，康方生物 (Akeso) 合作伙伴 Summit Therapeutics 披露，PD-1/VEGF 双抗 ivonescimab 的三期 HARMONi-3 研究未按计划获得中期无进展生存期 (PFS) 结果。虽然这可能对康方生物的短期市场情绪造成压力，但中信里昂认为考虑到合理的统计设计，对此结果并不太担忧。

HARMONi-3 中期分析未达预期

4 月 30 日，康方生物合作伙伴 Summit Therapeutics 在其 2026 年一季度业绩中披露，评估 ivonescimab 联合化疗对比 Keytruda 联合化疗用于一线鳞状非小细胞肺癌 (sNSCLC) 的全球三期 HARMONi-3 研究将继续按计划进行。独立数据监察委员会 (iDMC) 进行的中期 PFS 分析未提前触发数据读出，这较公司此前关于可能在 2026 年二季度获得中期 PFS 结果的指引有所落空。根据 Summit Therapeutics，该中期分析设计主要目的是便于更早与监管机构沟通，因此采用了较 2026 年下半年最终 PFS 分析显著更高的统计阈值，反映了中期阶段极小的 α 值分配。

需要保持耐心

中信里昂指出，这一结果可能在短期内对康方生物的市场情绪产生负面影响，主要源于对试验最终结果及中国 HARMONi-6 试验 (采用类似设计但去年成功获得中期 PFS 结果) 可借鉴性的担忧。尽管如此，分析认为无需过度担忧。首先，HARMONi-3 在中期分析中仅分配了极小的 α 值并设定了严苛阈值，而 HARMONi-6 在总 α 值 0.025 中为中期 PFS 分配了 0.0094。其次，HARMONi-3 采用 PFS 和总生存期 (OS) 双重主要终点设计，可能预设了 PFS 与 OS 之间的 α 值分配且各自权重较大。因此，中期阶段对 PFS 的 α 值分配需保持保守。对于 HARMONi-6，其采用单一 PFS 主要终点设计，分层检验方法在 α 值分配上更具灵活性。简而言之，研究指出此次未达预期仅反映 ivonescimab 在预设严苛标准下未能在中期阶段显著超越 Keytruda。分析强调，基于 HARMONi-6 的经验，预计在 2026 年下半年 HARMONi-3 中正常且较宽松的 alpha 分配下，该药有信心击败 Keytruda。

催化因素

Ivonescimab 在中国与替雷利珠单抗头对头试验的数据更新，以及其在美国 FDA 针对 EGFR+ NSCLC 二线治疗的监管进展是今年需要关注的两大重要催化因素。

投资风险

作为临床阶段生物科技公司，若管线资产的临床结果呈阴性或未能支持监管机构的新药申请（NDA）批准，康方生物将面临研发风险。中国临床试验进展取决于患者入组、CRO（合同研究组织）合作及医生参与度等因素——由于需求激增，这些资源在中国均较为稀缺。临床试验可能因所需资源供给不足而延迟。康方生物专注于肿瘤药物可能面临更多国内外产品的竞争，极端情况下市场竞争可能演变为价格战和利润率侵蚀。

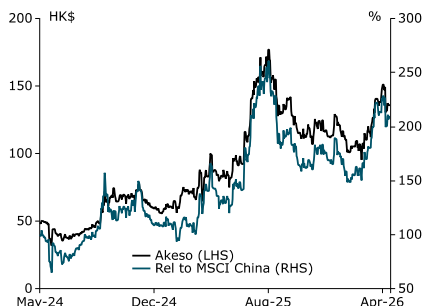
公司概况

康方生物是中国领先的肿瘤免疫双特异性抗体（BsAb）研发企业。公司于2022年6月获批的PD-1/CTLA-4双抗卡度尼利是全球首个PD-1/L1基双抗。其PD-1/VEGF双抗ivonescimab在中国非小细胞肺癌领域同样处于领先地位，目前有两项三期试验正在进行。

| 收入按产品分类 | | 收入按地区分类 | |
|---------|--------|---------|-------|
| 疗法 | 100.0% | 亚洲 | 88.5% |
| | | 美洲 | 11.5% |
| | | 欧洲 | 0.0% |
| | | 中东及非洲 | 0.0% |

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026年4月30日): 135.8 港元

12个月最高/最低价: 176.9 港元/75.0 港元

市值: 159.70 亿美元

3个月日均成交额: 124.85 百万美元

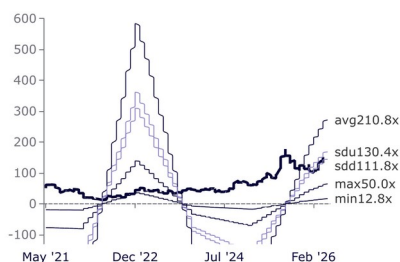
市场共识目标价(路孚特): 174.24 港元

主要股东:

Green Court Capital Management Ltd 4.68%

SUNNY BEACH LIVING TRUST 4.64%

市盈率区间



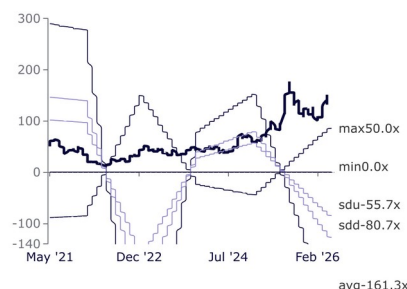
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

| 公司 | 代码 | 市值 (亿美元) | 股价 (Icc) | 市盈率 (倍) | | | 市净率 (倍) | | | 股息收益率 (%) | | | 股本回报率 (%) | | |
|--------|---------|-------------|-------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | | | FY25F | FY26F | FY27F | FY25F | FY26F | FY27F | FY25F | FY26F | FY27F | FY25F | FY26F | FY27F |
| 三生制药 | 1530 HK | 75.0 | 23.14 | 6.1 | 16.0 | 14.3 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 1.0 | 1.2 | 1.6 | 39.8 | 12.3 | 12.4 |
| 信达生物 | 1801 HK | 199.3 | 90.00 | 172.5 | 33.4 | 25.9 | 7.4 | 5.7 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 5.0 | 19.0 | 19.8 |
| 药明合联 | 2268 HK | 94.8 | 58.90 | 46.1 | 29.9 | 23.1 | 6.4 | 5.1 | 4.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 17.1 | 18.5 | 19.8 |
| 科伦博泰生物 | 6990 HK | 144.6 | 469.40 | -261.0 | 640.8 | 100.8 | 20.7 | 19.3 | 16.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -9.3 | 3.1 | 17.5 |

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 4 月 30 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。