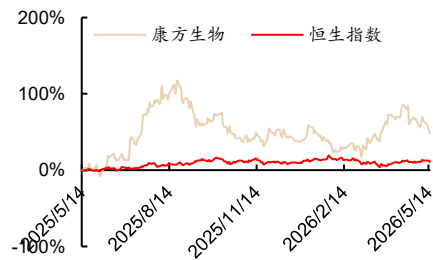


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港币)	120.20
总股本/流通股本 (亿股)	9.21/9.21
总市值/流通市值 (亿港元)	1107.21/1107.21
52周内最高/最低价	179.00/73.10
资产负债率(%)	44.09%
市盈率	-84.5
第一大股东	李百勇, 王忠民, 张鹏 等一致行动人

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 陈灿
SAC 登记编号: S1340525070001
Email: chencan@cnpsec.com

康方生物 (9926.HK)

商业化成绩显著，静待出海开花结果

● 事件

公司公布 25 年年报，全年收入 30.6 亿元 (+43.9%)，其中商业销售收入 30.3 亿元 (+51.5%)、商业授权收入 0.2 亿元；净利润-11.4 亿元 (24 年为-5.0 亿元)、经调 Non-IFRS 利润为-5.8 亿元 (24 年为-2.4 亿元)。业绩符合预期。

● 核心观点

依沃西单抗新进医保快速放量，国内外多项 III 期试验顺利推进
25 年为公司医保元年，得益于医保覆盖公司商业化收入实现快速增长，截至 25 年底公司 5 款自主商业化创新药的 12 项适应症均已纳入医保。

研发方面，依沃西单抗除肺癌领域+化疗用于 1L sqNSCLC 的国内 sNDA 以及海外单药用于三代 TKI 经治 EGFRmt NSCLC 的 BLA 外，还围绕 10 耐药 NSCLC (HARMONI-8A 试验)、SCLC (AK112-311 试验)、1L 胆道癌 (AK112-309 试验)、1L PD-L1 阴性 TNBC (AK112-308 试验) 以及 1L CRC 等布局多项注册性 III 期试验，海外 Summit 主导 HARMONI-3 试验进展顺利，sqNSCLC 部分有望于 26H2 读出 mPFS 顶线数据，适应症层面也拓展至 1L CRC 和 1L PD-L1 阳性 HNSCC。

AK104 国际注册性临床已启动，早研技术平台成果多样

25 年 AK104 的全球开发迎来突破，25H2 AK104 联合仑伐替尼用于 10 经治 HCC 的注册性 II 期 COMPASSION-36 试验和联合化疗用于 1L G/GEJ 的 III 期 COMPASSION-37 试验和先后启动；国内方面除胃癌领域，AK104 在 HCC 和差异化 NSCLC 适应症也在持续探索。

早研方面，公司技术平台多样性凸显，双抗 (如 CD73/LAG-3 双抗 AK136)、三抗 (如 ILT2/ILT4/CSF1R 三抗 AK150)、单抗 ADC (如 Her3 ADC 药物 AK138D1)、双抗 ADC (如 Trop2/Nectin4 ADC 药物 AK146D1) 以及自免、肿瘤 mRNA 疫苗以及 AD 领域双抗等均处于早研阶段，公司已构建梯队合理、差异化显著的研发管线。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 45.4/65.6/98.0 亿元，同比增长 48.5%/44.6%/49.4%；归母净利润为-5.2/-1.1/10.2 亿元，同比增长 53.2%/79.7%/1066.9%，对应 PE 为-195/-963/100 倍。公司为 102.0 领军企业、研发实力突出，出海即将进入收获期，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示:**

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3056	4537	6561	9802
增长率(%)	43.90	48.46	44.59	49.40
EBITDA (百万元)	-1,030	-107	362	1,550
归属母公司净利润 (百万元)	-1113	-521	-106	1023
增长率(%)	-116.33	53.17	79.70	1066.86
EPS (元/股)	-1.23	-0.57	-0.11	1.11
市盈率 (P/E)	-84.52	-195.44	-962.60	99.56
市净率 (P/B)	10.58	11.81	11.97	11.02
EV/EBITDA	-96.18	-1,000.11	297.55	69.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率 (单位: 百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	11,277	11,876	12,758	14,940	营业收入	3,056	4,537	6,561	9,802
现金	1,280	731	279	671	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,022	1,891	2,734	3,948	营业成本	652	599	806	1,015
存货	932	1,165	1,567	1,975	销售费用	1,436	1,815	2,296	2,941
其他	8,044	8,089	8,179	8,347	管理费用	296	363	459	588
非流动资产	4,723	4,987	5,225	5,430	研发费用	1,575	1,815	2,493	3,431
固定资产	3,880	4,091	4,287	4,470	财务费用	-151	136	164	182
无形资产	35	38	41	43	除税前溢利	-1,141	-534	-108	1,049
其他	808	858	898	918	所得税	0	0	0	0
资产总计	16,000	16,862	17,984	20,370	净利润	-1,141	-534	-108	1,049
流动负债	2,195	2,494	3,331	4,558	少数股东损益	-28	-13	-3	26
短期借款	586	636	686	736	归属母公司净利润	-1,113	-521	-106	1,023
应付账款及票据	452	415	558	703	EBIT	-1,291	-398	55	1,230
其他	1,158	1,444	2,088	3,119	EBITDA	-1,030	-107	362	1,550
非流动负债	4,859	5,859	6,259	6,659	EPS (元)	-1.23	-0.57	-0.11	1.11
长期债务	3,955	4,955	5,355	5,755					
其他	905	905	905	905					
负债合计	7,054	8,354	9,591	11,217					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	9,305	8,881	8,768	9,502	成长能力				
归属母公司股东	9,048	8,624	8,511	9,245	营业收入	43.90%	48.46%	44.59%	49.40%
少数股东权益	-102	-115	-118	-92	归属母公司净利润	-116.33%	53.17%	79.70%	1066.86%
股东权益合计	8,946	8,509	8,393	9,153	获利能力				
负债和股东权益	16,000	16,862	17,984	20,370	毛利率	78.66%	86.80%	87.72%	89.64%
					销售净利率	-36.42%	-11.49%	-1.61%	10.44%
					ROE	-12.30%	-6.04%	-1.24%	11.07%
					ROIC	-9.58%	-2.82%	0.38%	7.86%
					偿债能力				
					资产负债率	44.09%	49.54%	53.33%	55.07%
					净负债比率	36.45%	57.11%	68.64%	63.59%
					流动比率	5.14	4.76	3.83	3.28
					速动比率	4.69	4.27	3.33	2.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.28	0.38	0.51
					应收账款周转率	3.95	3.12	2.84	2.93
					应付账款周转率	1.49	1.38	1.66	1.61
					每股指标 (元)				
					每股收益	-1.23	-0.57	-0.11	1.11
					每股经营现金流	-1.03	-1.02	-0.13	1.05
					每股净资产	9.82	9.36	9.24	10.04
					估值比率				
					P/E	-84.52	-195.44	-962.60	99.56
					P/B	10.58	11.81	11.97	11.02
					EV/EBITDA	-96.18	-1,000.11	297.55	69.45

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048