

康方生物 (09926.HK)

重大事项点评: HARMONI-6 OS 强阳性成功, HR 达 0.66, 树立 1L sqNSCLC 新标准, 有望冲击全球肺癌市场

5月31日晚, 2026 ASCO Plenary Session 数据释放, 康方生物 HARMONI-6 研究作为肺癌领域有史以来首个入选 ASCO 全体大会的中国研究, 是本届大会最受关注的研究, 披露 OS 结果, 数据优异, 远超市场预期。

康方生物全球首创 PD-1/VEGF 双抗依沃西联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗, 一线治疗晚期鳞状非小细胞肺癌 III 期 HARMONI-6/AK112-306 研究的 OS 显著阳性结果在 Plenary Session 重磅发布。HARMONI-6 研究共入组 532 例受试者, 中央型鳞癌占比约为 63%, PD-L1 TPS < 1% 占比为 39.0%, 肿瘤多部位转移/肝转移/脑转移患者占比约 33.8%。

研究结果显示, 在事件成熟度约 63% 的条件下, 进行期中分析: mOS 27.9 vs 23.7 个月, 总体 OS HR 0.66, p=0.0017, 达到统计学强阳性。依沃西组 24 个月 OS 率为 64.7% vs 48.6%, 到 24 个月时, 依沃西组 OS 率比对照组高出约 16.1pct。亚组情况: PD-L1 < 1% OS HR 0.64; PD-L1 ≥ 1% OS HR 0.68, 其中 PD-L1 1-49% OS HR 0.67, PD-L1 ≥ 50% OS HR 0.64。≥ 3 处转移亚组 OS HR 0.47; 肝转移亚组 OS HR 0.69。安全性: 主要系 VEGF 阻断相关, 整体可管理, 较 ESMO2025 数据无新增信号。Gr ≥ 3 TRAE 为 69% vs 59%; VEGF 相关 AE 为 60% vs 26%; Gr ≥ 3 出血为 3% vs 1%; Gr ≥ 3 蛋白尿/肾损伤为 7% vs 0%。

评论:

- 依沃西方案在 OS 这一肿瘤金标准上, 头对头击败 IO1.0 时代的 SOC, 临床和商业价值重大。从目前披露数据来看, H6 试验完美完成历史使命。
 - 历史上 PD-1 联合 VEGF 治疗 NSCLC 从未取得 OS 成功, 依沃西在肺鳞癌中再次证明双抗的机制优异, 将成为肺鳞癌新 SOC;
 - 肺鳞癌美国新发 5.5-6.8 万人/年, 百亿美金市场 AK112 有望占据最大市场份额。
- H6 OS 强阳性结果对 H3 有极强的映射意义。从全球 benchmark K 药的 KN-407 试验历史数据来看, 5 年随访 mOS 17.1 vs 11.6 个月, HR=0.71, 18/24 个月 OS 率分别为 48.0%/37.5%。H6 试验中, 在对照组已经从化疗升级为 PD-1+化疗的情况下, 仍取得极度强劲的 OS HR 值、18/24 个月 OS 率极具优势 (70.5%/64.7%), 即使考虑到海外可能有一定的衰减, H3 OS 仍极有可能达到显著。
- 不止于肺癌, AK112 其他重要适应症将在 26 年读数, 值得期待。
 - 26H2 预计读出 H3 最终 PFS 数据;
 - 26H2 预计读出 H2 最终 OS 数据;
 - 26H2 预计读出 BTC 中国 III 期 OS 数据;
 - 2026/11/14, FDA PDUFA (2L+ EGFRm NSCLC)。

维持“强烈推荐”投资评级。我们看好康方 AK112 作为下一代 IO 治疗基石药物的先发优势和海外价值兑现, 此次 HARMONI-6 展现出的极佳 OS 获益有望映射到全球, 并有望在肺癌这一免疫治疗兵家必争之地率先成功。我们维持盈利预测不变, 维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示: 临床试验不及预期、技术迭代、政策、模型参数不成立等风险。

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值: NA

当前股价: 118.1 港元

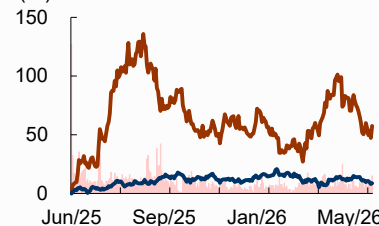
基础数据

总股本 (百万股)	921
香港股 (百万股)	921
总市值 (十亿港元)	108.8
香港股市值 (十亿港元)	108.8
每股净资产 (港元)	9.8
ROE (TTM)	-12.3
资产负债率	44.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-12	32
相对表现	-10	-9	25

(%) 康方生物 恒生指数



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《康方生物 (09926) 一决胜之年, 双抗龙头引领下一代肿瘤免疫范式》
2026-03-30

梁广楷 S1090524010001
 liangguangkai@cmschina.com.cn
 许菲菲 S1090520040003
 xufeifei@cmschina.com.cn
 焦玉鹏 S1090523070004
 jiaoyupeng@cmschina.com.cn
 侯彪 S1090525070010
 houbiao@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2124	3056	4738	7212	9585
同比增长	-53%	44%	55%	52%	33%
营业利润(百万元)	(730)	(1068)	474	1226	2684
同比增长	-141%	46%	144%	159%	119%
归母净利润(百万元)	(514)	(1113)	487	1280	2636
同比增长	-125%	116%	144%	163%	106%
每股收益(元)	(0.56)	(1.21)	0.53	1.39	2.86
PE	-211.4	-97.7	223.5	85.0	41.3
PB	16.0	12.0	11.4	10.1	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	8692	11277	11318	13459	16539
现金及现金等价物	2916	8822	8600	9720	12117
交易性金融资产	426	349	350	350	350
其他短期投资	3974	0	0	0	0
应收账款及票据	525	1022	1421	2164	2875
其它应收款	116	152	236	360	478
存货	707	932	711	865	719
其他流动资产	28	0	0	0	0
非流动资产	4063	4723	5068	4963	4864
长期投资	415	371	370	370	370
固定资产	3231	3880	4248	4143	4044
无形资产	331	338	300	300	300
其他	87	134	150	150	150
资产总计	12755	16000	16386	18422	21403
流动负债	1687	2195	1042	1269	1054
应付账款	425	452	332	404	335
应交税金	68	0	0	0	0
短期借款	536	586	0	0	0
其他	658	1158	711	865	719
长期负债	4315	4859	5900	6400	6900
长期借款	3406	3955	5000	5500	6000
其他	909	904	900	900	900
负债合计	6002	7055	6942	7669	7954
股本	0	0	0	0	0
储备	6814	9048	9535	10814	13450
少数股东权益	(61)	(102)	(91)	(62)	(2)
归属于母公司所有者权益	6814	9048	9535	10814	13451
负债及权益合计	12755	16001	16386	18422	21403

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(528)	(948)	(159)	525	1717
净利润	(515)	(1113)	487	1280	2636
折旧与摊销	194	0	233	255	249
营运资本变动	(200)	0	(830)	(793)	(899)
其他非现金调整	(7)	165	(49)	(216)	(269)
投资活动现金流	(1523)	(4113)	(348)	253	337
资本性支出	(594)	0	(600)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	4495	0	(38)	0	0
其它	108	(4113)	214	403	487
筹资活动现金流	3389	3458	285	342	342
债务增减	948	0	459	500	500
股本增减	2851	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	(410)	3458	(174)	(158)	(158)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	1373	(1636)	(223)	1120	2397

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	2124	3056	4738	7212	9585
主营业务收入	2124	3056	4738	7212	9585
营业成本	289	652	474	577	479
毛利	1835	2404	4264	6635	9106
营业支出	2565	3472	3790	5409	6422
营业利润	(730)	(1068)	474	1226	2684
利息支出	68	131	170	158	158
利息收入	0	0	70	73	87
权益性投资损益	(69)	(325)	(190)	(150)	(150)
其他非经营性损益	366	383	350	480	550
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	(501)	(1141)	534	1471	3013
所得税	0	0	36	162	316
少数股东损益	13	(28)	11	29	60
归属普通股股东净利润	(514)	(1113)	487	1280	2636
EPS(元)	(0.56)	(1.21)	0.53	1.39	2.86

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	-53%	44%	55%	52%	33%
营业利润	-141%	46%	144%	159%	119%
净利润	-125%	116%	144%	163%	106%
获利能力					
毛利率	86.4%	78.7%	90.0%	92.0%	95.0%
净利率	-24.2%	-36.4%	10.3%	17.7%	27.5%
ROE	-7.6%	-12.3%	5.1%	11.8%	19.6%
ROIC	-4.0%	-7.5%	4.6%	9.0%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	44.1%	42.4%	41.6%	37.2%
净负债比率	30.9%	28.4%	30.5%	29.9%	28.0%
流动比率	5.2	5.1	10.9	10.6	15.7
速动比率	4.7	4.7	10.2	9.9	15.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率	0.5	0.8	0.6	0.7	0.6
应收账款周转率	4.1	3.4	3.3	3.5	3.3
应付账款周转率	0.7	1.5	1.2	1.6	1.3
每股资料(元)					
每股收益	-0.56	-1.21	0.53	1.39	2.86
每股经营现金	-0.57	-1.03	-0.17	0.57	1.86
每股净资产	7.40	9.82	10.35	11.74	14.60
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-211.4	-97.7	223.5	85.0	41.3
PB	16.0	12.0	11.4	10.1	8.1
EV/EBITDA	-479.7	-113.4	122.3	60.8	33.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。