



康方生物:临床赢了K药,资本却没赢

文 / 0pm.AI · 2026-07-25

全球III期OS没过统计门槛,估值全押依沃西一款药

2026年5月1日,依沃西HARMONi-3的鳞状队列中期分析读出:PFS没有跨过那道预设的统计学门槛。

这只是一次中期窥视,只消耗了大约**0.001**的极低 α 值,离最终答案还很远。最终数据要等到**2026年下半年**。

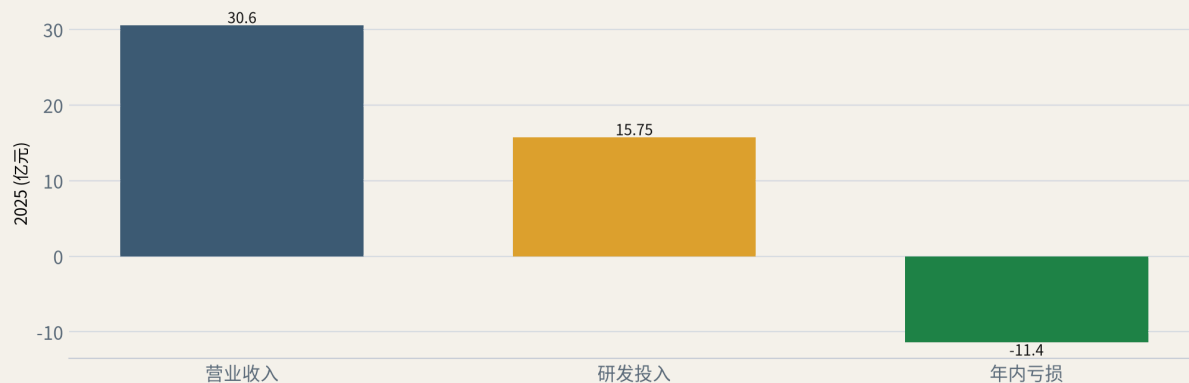
市场不等。消息出来,依沃西在美国的合作方Summit一夜跌超**25%**,康方港股当天跌超**10%**。

一个临床数据点,擦掉一家公司几十亿的市值。

这就是康方生物今天的样子:临床端一路封王,资本端反复摔跤。它把默沙东的药王K药按在了地上,却没能把自己的股价按住。

一款药撑起的估值:营收30.6亿、研发15.75亿、仍亏11.4亿

2025年报(亿元) · 来源 公司年报/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

一张卡看懂:一款药撑起的估值,临床赢面与资本挫折同时存在

全球第一个把K药按住的,是它

先说它凭什么值这个价。

2024年9月,依沃西(AK112,一款PD-1/VEGF双抗)在HARMONi-2这项随机双盲III期里,单药头对头对上帕博利珠单抗——也就是默沙东的K药,全球卖得最好的抗肿瘤药。

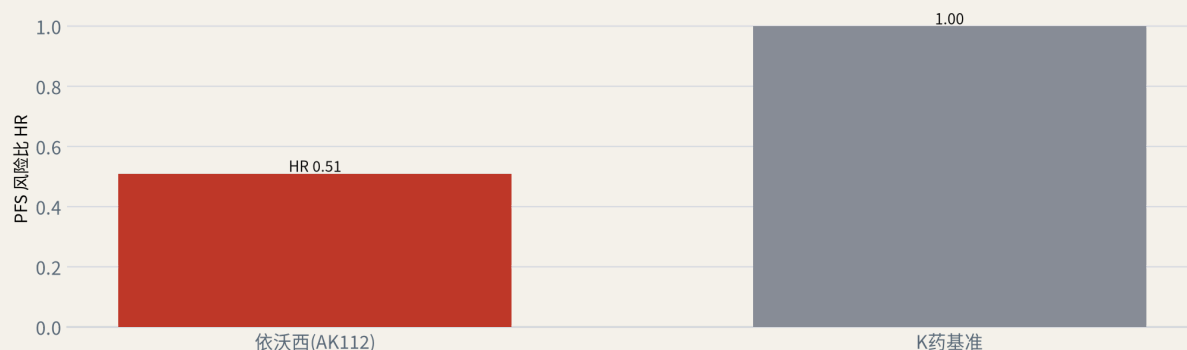
结果是**PFS风险比0.51**(95%置信区间0.38-0.69, $P<0.0001$)。中位无进展生存期,依沃西**11.14个月**,K药**5.82个月**。疾病进展或死亡的风险,降了**49%**。

这是全球第一个、也是唯一一个在III期里用单药头对头击败K药的分子。数据发在了《柳叶刀》上。

在国内,依沃西已经跑通了两个适应症:2024年5月获批联合化疗治EGFR-TKI耐药的非鳞非小细胞肺癌,2025年4月25日又拿下一线PD-L1阳性单药。

PFS风险比0.51:全球第一个III期单药把K药按在身后

HARMONi-2 一线NSCLC PFS风险比HR(越低越好 · 1.0=打平) · 来源 公司公告/学会披露



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

PFS风险比0.51,全球第一个III期单药把K药按在身后

到这里,故事是完美的:一款中国原研双抗,在最卷的肺癌一线,正面掀翻药王。

PFS一直在赢,OS偏偏差了一个百分点

问题出在另一个终点上。

监管和市场真正掏钱买单的,是总生存期(OS)——病人到底多活了多久。而依沃西在最关键的一场全球试验里,OS没过。

HARMONi全球III期,针对三代EGFR-TKI治疗后进展的二线EGFR突变肺癌。这项研究的PFS漂亮得没话说,**风险比0.52**($P < 0.00001$);但作为主要终点之一的OS,只做到**风险比0.79**(95%置信区间 0.62–1.01), **$P=0.057$** 。

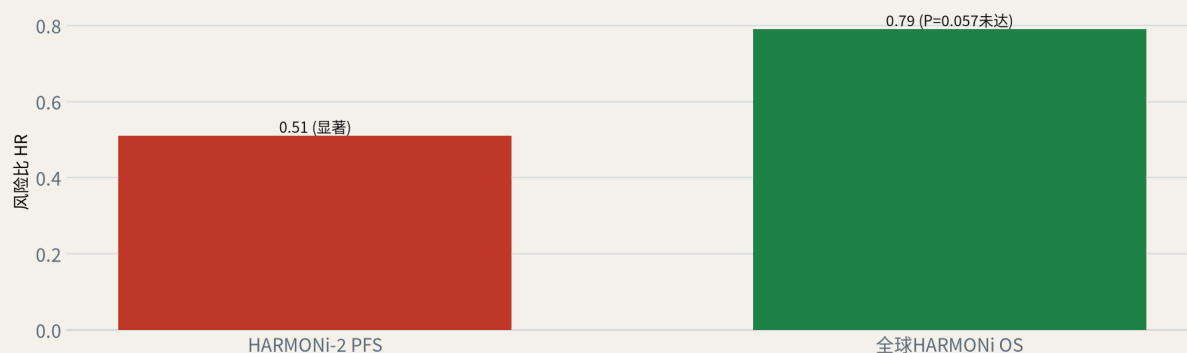
差在哪?差在0.05这道门槛前面的一点点。**0.057没能跨过0.05**,统计学上就叫"未达显著"。

市场不给"接近"打分。哪怕后来Summit在2025年世界肺癌大会上更新了随访,拿出西方患者OS风险比0.78(名义 $P=0.0332$)、北美患者0.70——这些是名义P值,不是预设主要终点的正式校验,不能直接当审批凭据。

一个百分点的统计学差别,后果是实打实的:依沃西在美国的FDA审批,被推迟到了**2026年11月**。

PFS一路显著,OS卡在P=0.057:市场不给'接近'打分

关键终点风险比HR(越低越好) · 来源 公司/Summit官方披露



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

PFS一路显著,OS卡在P=0.057——市场不给"接近"打分

这是康方最锋利、也最容易被忽略的地方。它的临床赢面是真的,PFS一次次显著;但资本要的是OS过线、是FDA放行。两者之间,隔着从0.057到0.05的一道缝。

临床赢了K药,资本却没赢。

临床端还在出王炸,资本端却在扣分

别误会,依沃西的枪没哑。

2026年ASCO大会上,HARMONi-6读出:在一线晚期鳞状肺癌里,依沃西联合化疗头对头百济神州的替雷利珠单抗(百泽安),**OS风险比0.66**,中位总生存期**27.9个月**,死亡风险降**34%**,统计显著。

这一次,OS过了。而且是又一个头对头击败国产PD-1的III期。

矛盾就在这儿:临床数据几乎每隔几个月就来一发重磅,可股价的记忆更长。H股(09926)年内一度从113港元跌到89.05港元附近,累计跌约**21%**。每一次全球试验的关键读出,都能让它单日跌超10%。

临床端在加分,资本端在扣分。同一家公司,两套记分牌。

它一年还在亏11.4亿

再往下翻财务,冷水会更清楚。

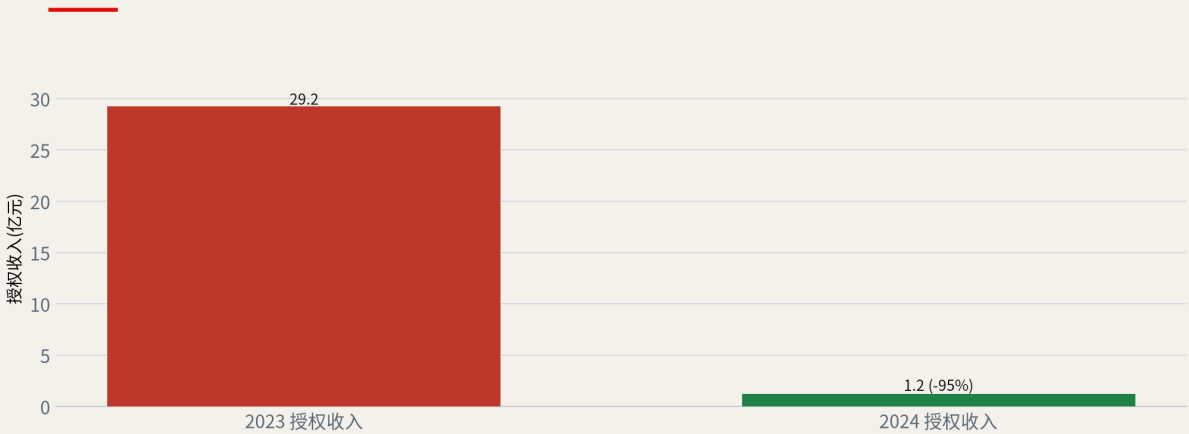
康方2025年仍然亏损**11.4亿元**。亏损的结构很典型:一头是授权收入的断崖,一头是费用的双高。

依沃西海外权益授权给Summit,让康方在2023年确认了约**29亿元**的授权收入;到2024年,这个数字断崖式掉到**1.2亿元**。一次性的授权款不是经营性收入,来一笔是一笔,断了就断了。

费用那头没停:2025年研发投入**15.75亿元**、销售投入**14.36亿元**,两项双高,直接把利润表压在水下。

授权收入断崖:2023年29亿到2024年1.2亿,一年蒸发95%

对外授权收入(亿元) · 催化式收入不可持续 · 来源 公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

授权收入断崖、研发销售双高,一年仍亏11.4亿

一款药在全球攻城,烧的是真金白银;而能对冲这笔烧钱的授权款,恰恰是靠临床数据一段一段换来的。数据一旦卡壳,这条对冲线就细了。

六家里最纯粹的一张期权

把估值摊开看,康方是这一批创新药龙头里最纯粹的单一资产押注。

市销率约**28倍**,几乎全部压在依沃西这一款药身上。高盛给出的乐观情形,是依沃西峰值销售冲到**530亿美元**——但那是个"如果全兑现"的数字,是把所有适应症、所有地区、所有概率都算满之后的峰值估算。

这是期权,不是现金流。

期权的特点是:赔率极高,波动也极大。往上,它有全球第一个击败K药的想象空间;往下,它有二线OS没过、鳞状队列中期没过、FDA推迟这一连串真实发生的挫折。这两面,都长在同一款分子上。

买康方,买的不是一家药企,是依沃西一款药能不能在全球翻盘的一张期权。它的III期读出、FDA审批、Summit那头的推进,任何一个节点,都能在一天里重定价整家公司。

夏瑜在2025年公开表达过对2026年海外上市的期待。一年过去,等来的是OS差一个百分点、审批推到2026年11月。预期和现实之间的这段落差,就是这张期权最真实的价格。

那么,当一家公司的生死系于一款药的下一次统计读出——你是在为它的临床实力定价,还是在为0.05这道门槛下注?

风险提示: 本文所涉数据基于公开披露信息整理,临床终点读出、监管审批进度、机构峰值销售估算均存在不确定性,不构成投资建议。历史数据不代表未来表现。市场有风险,投资需谨慎。

来源:康方生物官网及公告、Summit Therapeutics披露、《柳叶刀》、WCLC/ASCO 2026学术披露、NMPA、高盛研究、Wind(行情截至2026-07-17);具体口径以公司正式公告为准。

◆ Opm.AI 出品

中国创新药已经跑出第一梯队,但把百济、恒瑞、信达、康方、科伦博泰、再鼎放上同一张牌桌,是六条完全不同的路:百济自建全球商业化跑通、恒瑞靠仿制盘现金流转型、信达单品到管线兑现、康方临床赢了K药资本却没赢、科伦博泰把命运绑在默沙东身上、再鼎付着版税做license-in。同贴『龙头』标签,有的已在赚钱、有的还在烧钱讲期权故事——投资逻辑、估值方法、风险敞口天差地别。

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得Wind金融数据服务(6家A/H/US行情·市值·PE/PB·5年财务·前十大股东,2026-07-24);各公司2025年报/中报/IR、港交所/SEC披露、NMPA/FDA公告;医药魔方 (ByDrug/NextPharma)、Insight、具名券商研报;主流财经媒体具名报道。逐条记源见来源台账.csv。

🔄 更新: 2026-07-25

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示: 本内容基于公开信息整理, 仅供研究参考, 不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益; 力求准确但不保证完整无误, 据此操作风险自担。市场有风险, 决策需谨慎。