

伊努西单抗III期研究达到预设终点

投资要点

- **事件:** 11月1日, 康方生物宣布伊努西单抗(AK102)治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症的随机、双盲、安慰剂对照关键注册性III期临床研究成功达到预设终点。
- **伊努西单抗III期研究达到预设终点, 临床数据优异。**伊努西单抗是公司和东瑞制药共同开发的PCSK9单克隆抗体, 用于治疗原发型高胆固醇血症和混合型高脂血症。临床研究表明, 使用伊努西单抗连续治疗12周, 各剂量组低密度脂蛋白胆固醇(LDL-C)可显著下降, 展现出优秀的临床疗效和安全性。考虑到中国PCSK9市场复合年增长率高达36.9%, 伊努西单抗凭借优异的临床疗效, 上市后有望成为高血脂患者重要的用药选择。
- **卡度尼利商业化快速推进, 一线适应症落地蓄势待发。**AK104上市6周处方近亿元, 发货近两亿元, 商业化推进顺利。一线宫颈癌和一线胃癌适应症均将于今年完成入组, 有望于明年下半年递交NDA, 一线适应症的落地有望加速AK104放量, 未来增速有望进一步攀升。此外, AK112的两项大适应症——EGFR-TKI治疗失败的NSCLC和一线PD-L1阳性非小细胞肺癌有望于明年下半年读出III期数据, 其中一线PD-L1阳性非小细胞肺癌适应症与K药头对头, 值得期待!
- **研发逐步聚焦, 管线落地未来可期。**公司对候选药物的临床开发计划进行了审查和优先排序, 将资源集中于临床后期或注册试验阶段的临床项目, 包括AK104联合化疗治疗一线胃癌、AK104联合化疗治疗一线宫颈癌、AK112(PD-1/VEGF)、AK101(IL-12/IL-23)及AK102(PCSK9)等多个III期项目。我们认为, 公司研发聚焦的策略有望加速产品落地。随着新产品的逐步落地, 预计将对公司未来的营收产生显著的影响。
- **盈利预测与投资建议:** 随着公司研发的逐步聚焦, 管线的逐步落地, 叠加卡度尼利的快速放量, 公司业绩长期增长动力充足。预计公司2022-2024年收入分别为9.3亿、19.7亿和30.4元, 对应EPS为-1.04、-1.02和-0.15元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	225.63	930.01	1974.30	3042.16
增长率	-	312.19%	112.29%	54.09%
归属母公司净利润(百万元)	-1074.93	-871.73	-857.54	-129.93
增长率	8.68	18.90%	1.63%	84.85%
每股收益EPS(元)	-1.28	-1.04	-1.02	-0.15
净资产收益率ROE	-33.97%	-38.03%	-59.77%	-9.96%
PE	-	-	-	-
PB	7.69	10.61	16.96	18.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 汤泰萌
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52周区间(港元)	12.04-51.3
3个月平均成交量(百万)	7.0
流通股数(亿)	8.41
市值(亿)	263.25

相关研究

1. 康方生物(9926.HK): 业绩符合预期, 期待卡度尼利放量(2022-08-25)
2. 康方生物(9926.HK): 双抗龙头, 卡度尼利商业化启程(2022-06-30)

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2641.72	1689.46	1206.79	1825.48	营业额	225.63	930.01	1974.30	3042.16
应收账款	101.85	76.44	108.18	83.35	销售成本	31.26	155.86	337.37	660.36
预付款项、按金及其他应收款项	70.00	76.44	108.18	83.35	其他费用	12.79	51.14	108.57	167.29
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	179.15	465.00	789.72	912.65
存货	196.62	128.10	92.43	72.37	管理费用	1366.47	1116.01	1579.44	1338.55
其他流动资产	142.07	216.00	336.15	202.11	财务费用	10.35	32.39	33.91	33.67
流动资产总计	3152.26	2186.44	1851.73	2266.65	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1352.91	1140.96	929.00	717.04	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-1374.40	-890.40	-874.72	-70.36
无形资产	155.71	129.76	103.80	77.85	其他非经营损益	116.27	-73.27	-73.27	-73.27
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-1258.13	-963.67	-947.99	-143.63
其他非流动资产	144.91	144.91	144.91	144.91	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1653.53	1415.63	1177.72	939.81	税后利润	-1258.13	-963.67	-947.99	-143.63
资产总计	4805.79	3602.07	3029.45	3206.46	归属于非控制股东利润	-183.19	-91.95	-90.45	-13.70
短期借款	45.60	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	-1074.93	-871.73	-857.54	-129.93
应付账款	206.32	128.10	184.86	180.92	EBITDA	-1189.53	-693.37	-676.17	127.95
其他流动负债	403.78	287.54	606.16	930.74	NOPLAT	-1364.05	-858.01	-840.80	-36.69
流动负债合计	655.70	415.65	791.02	1111.66	EPS(元)	-1.28	-1.04	-1.02	-0.15
长期借款	803.73	803.73	803.73	803.73					
其他非流动负债	66.10	66.10	66.10	66.10	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
非流动负债合计	869.83	869.83	869.83	869.83	成长能力				
负债合计	1525.52	1285.47	1660.85	1981.49	营收额增长率	-	312%	112%	54%
股本	0.06	0.06	0.06	0.06	EBIT 增长率	5%	25%	2%	88%
储备	3164.00	3164.00	3164.00	3164.00	EBITDA 增长率	8%	42%	2%	119%
留存收益	0.00	-871.73	-1729.26	-1859.19	税后利润增长率	5%	23%	2%	85%
归属于母公司股东权益	3164.06	2292.33	1434.79	1304.86	盈利能力				
归属于非控制股东权益	116.21	24.26	-66.19	-79.89	毛利率	86%	83%	83%	78%
权益合计	3280.27	2316.59	1368.61	1224.97	净利率	-558%	-104%	-48%	-5%
负债和权益合计	4805.79	3602.07	3029.45	3206.46	ROE	-33.97%	-38.03%	-59.77%	-9.96%
					ROA	-22%	-24%	-28%	-4%
					ROIC	-161%	-57%	-58%	-4%
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	估值倍数				
税后经营利润	-1374.40	-890.40	-874.72	-70.36	P/E	-	-	-	-
折旧与摊销	58.24	237.91	237.91	237.91	P/S	107.83	26.16	12.32	8.00
财务费用	10.35	32.39	33.91	33.67	P/B	7.69	10.61	16.96	18.64
其他经营资金	304.57	-150.89	237.42	534.41	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-1001.24	-770.99	-365.48	735.63	EV/EBIT	1.33	0.90	0.43	8.80
投资性现金净流量	-579.59	-103.27	-83.27	-83.27	EV/EBITDA	1.40	1.20	0.58	-7.56
筹资性现金净流量	1586.56	-77.99	-33.91	-33.67	EV/NOPLAT	1.22	0.97	0.46	26.37
现金流量净额	5.73	-952.26	-482.66	618.69					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn