

2022年11月14日

康方生物-B (9926.HK)

业绩点评

证券研究报告

生物科技

## 双抗产品商业化持续发力，非肿瘤业务进入收获期

11月14日，康方生物公告双抗产品AK112 (PD1/VEGF, 依沃西) 三项适应症获得CDE突破性疗法认证，分别为：(1) AK112治疗EGFR-TKI耐药的EGFR突变的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (nsq-NSCLC)，其于近期完成三期临床受试者入组；(2) AK112一线治疗PD-L1阳性NSCLC，目前正在开展与K药头对头三期临床；(3) AK112联合多西他赛治疗PD-(L)1耐药NSCLC。此外，AK112联合佐斯利单抗 (CD73, AK119) 治疗晚期实体瘤Ib/II期临床试验获批开展。11月1日，公司与东瑞制药共同开发的伊努西单抗AK102 (PCSK9) 治疗原发性高胆固醇血症 (HeFH) 和混合型高脂血症的关键注册性III期临床研究成功达到预设终点。

### 报告摘要

**双抗卡度尼利商业化快速推进，纳入2022年CSCO宫颈癌诊疗指南。**开坦尼 (卡度尼利, PD-1/CTLA-4, AK104) 于22年6月29日获批，用于治疗既往接受过含铂化疗失败的复发或转移性宫颈癌患者，公司商业化销售团队准备充分自建超过650人团队，7月初收到近亿元预收款，22Q3销售超预期，产品有望实现上市12个月的10亿元销售目标。此外，卡度尼利临床快速推进，联合化疗的一线宫颈癌适应症III期临床已于22年6月完成入组，以OS为终点，预计23H2有数据读出，24年有望获批；胃癌适应症III期临床于22年有望完成入组，OS数据有望23年底读出，24年有望获批；肝癌术后辅助治疗适应症潜力较大。

**肿瘤产品布局不断完善，临床加速推进。**(1) 派安普利单抗 (PD1) 于2021年8月获批，21年4个月实现2.12亿元销售额，22H1实现2.97亿元销售额，扣除销售分销成本后收入为1.63亿；除经典霍奇金淋巴瘤 (r/rCHL) 适应症，鼻咽癌和非小细胞肺癌适应症均于2021年向NMPA递交了上市申请。(2) AK112 (PD1/VEGF, 依沃西) 联合化疗治疗EGFR-TKI失败患者三期临床已22年11月4日完成入组，23H1或完成PFS的读出；和K药的头对头比较 (PFS优效)，一线治疗PD-L1阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC) 的临床实验正在积极推进。(3) AK117 (CD47) 在血液瘤及实体瘤中安全性和耐受性良好；联合阿扎胞苷治疗骨髓异常增生综合征及急性髓性白血病的临床II期研究正在积极推进；联合AK112在多种实体瘤中展露有效潜力。(4) 此外AK119 (CD73)、AK109 (VEGFR2)、AK127 (TIGIT) 及AK115 (NGF) 等研究在不断推进。

**AK102 (PCSK9) 达到关键注册III期终点，非肿瘤业务逐渐进入收获期。**AK102伊努西单抗是康方生物与东瑞制药合资的康融东方开发的创新PCSK9单克隆抗体，用于治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症，包括HoFH、HeFH及同时患有动脉粥样硬化性心血管疾病的高胆固醇血症患者。II期临床结果显示能够显著降低血清LDL-C和其他血脂参数水平，并且安全性耐受性良好。近期三期关键注册性临床结果显示在更大规模的原发性高胆固醇血症 (包括HeFH) 和混合型高脂血症患者中，使用AK102连续治疗12周，各剂量组低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C) 均可显著下降。公司将加速就该适应症上市申请与CDE沟通。此外，公司布局的非肿瘤管线药物包括AK101 (IL-12/IL-23)，为中重度银屑病潜力药物，且有望成为首个国产IL-12/IL-23药物；AK111 (IL-17) 中重度银屑病三期临床有望于23H1完成入组、强直性脊柱炎预计 (21年12月II期入组完成) 22年数据读出；AK120 (IL-4R) 中重度特异性皮炎II期临床正在进行。公司非肿瘤业务条线即将进入收获期。

给予“买入”评级，目标价36.82元。业绩整体符合预期，期待下半年卡度尼利放量。未来主要催化剂包括：卡度尼利1L宫颈癌、胃癌及肝癌适应症的获批；AK112、AK102、AK101临床数据读出；AK117、AK111的三期临床进度推进等。预测公司于22/23/24年分别实现营收10.3/17.7/32.2亿元RMB，我们给予目标价36.82港元 (对应市值310亿港元)，相当于27.3/15.9/8.8倍的22/23/24年预测PS。维持康方生物“买入”评级。(转下页)

投资评级: 买入

目标价格: 36.82

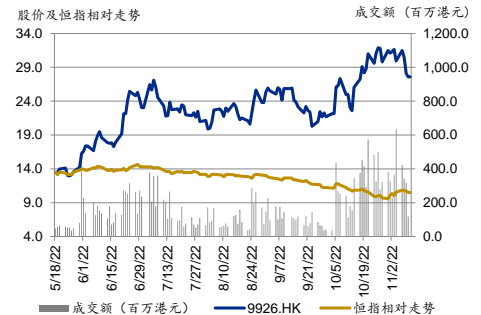
现价 (2021-11-11): 28.950 港元

总市值(百万港元)	23,213.18
流通股市值(百万港元)	23,213.18
总股本(百万股)	841.06
流通股股本(百万股)	841.06
12个月低/高(港元)	11.5/34.2
平均成交(百万港元)	213.14

### 股东结构

Gemstone Living Trust	7.11%
Sunny Beach Living Trust	5.20%
Blazing Rosewood	3.74%
其他	83.95%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.86	42.96	-2.80
绝对收益	10.40	22.67	-38.46

数据来源: Wind、安信国际

赵宁达 行业分析师  
zhaond@essence.com.cn  
+86-010-8332 1328

徐子悦 行业分析师  
xuziy1@essence.com.cn  
+86-010-8332 1327

风险提示: i) 研发进度不及预期; ii) 产品销售不及预期。

财务及估值摘要

年结31/3 (RMB百万)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售收入	71	0	226	1,033	1,773	3,215
- 增长率 (%)	NA	NA	NA	357%	72%	81%
净利润	-346	-1,321	-1,258	-1,257	-913	-299
- 增长率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA	NA
毛利率 (%)	100%	NA	86%	66%	73%	72%
净利润率 (%)	-489%	NA	-557%	-122%	-51%	-9%
ROE, 平均 (%)	-161%	-38%	-38%	-60%	-73%	-30%
每股盈利 (RMB)	-0.41	-1.57	-1.50	-1.49	-1.09	-0.36
每股净资产 (RMB)	2.19	5.55	5.99	4.68	3.63	3.39
市盈率 (x)	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市净率 (x)	12.6	5.0	4.6	5.9	7.6	8.1
股息收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA	NA

数据来源: Wind、公司财报、安信国际预测

## 附表：财务报表预测

人民币百万 (年结：31/12)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>综合损益表</b>					
营业收入	-	226	1,033	1,773	3,215
营业成本	-	-31	-356	-482	-902
毛利	-	195	677	1,291	2,313
其他收入及收益	124	116	-	-	-
费用支出	-1,030	-1,556	-1,934	-2,203	-2,612
销售费用	-	-179	-413	-620	-964
管理费用	-253	-244	-244	-244	-244
研发费用	-769	-1,123	-1,235	-1,297	-1,362
财务费用	-8	-10	-42	-42	-42
其他损益	-414	-13	-	-	-
税前利润	-1,321	-1,258	-1,257	-913	-299
所得税	-	-	-	-	-
年内利润	-1,321	-1,258	-1,257	-913	-299
以下各项应占：					
本公司权益股东	-1,321	-1,258	-955	-774	-258
非控股权益	-144	-183	-302	-139	-41
每股盈利	-1.57	-1.50	-1.49	-1.09	-0.36
EBITDA	-1,294	-1,210	-1,160	-799	-176
折旧与摊销	19	37	55	72	82
EBIT	-1,313	-1,247	-1,215	-870	-257

数据来源：Wind、公司财报、安信国际预测

人民币百万 (年结：31/12)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>资产负债表</b>					
<b>非流动资产</b>					
现金及现金等价物	2,684	2,642	1,569	297	74
应收账款	-	102	113	176	352
预付款、其他应收款及其他资产	144	212	212	212	212
按公允价值计入损益的金融资产	110	-	-	-	-
存货	61	197	-51	-28	-111
已抵押存款	2	0	0	0	0
其他	-	-	-	-	-
流动资产总值	3,001	3,152	1,843	657	527
<b>非流动资产</b>					
物业厂房及设备	608	1,353	1,742	2,116	2,052
物业厂房及设备的预付款项	94	145	145	145	145
使用权资产	151	152	142	133	124
无形资产	1	4	4	4	4
收购土地使用权预付款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动资产总值	855	1,654	2,034	2,398	2,325
资产总值	3,856	4,806	3,877	3,055	2,852
<b>流动负债</b>					
贸易应付款项	113	206	227	250	275
其他应付款项及应计费用	40	395	395	395	395
计息银行及其他借款	14	46	46	38	46
应付租赁	3	8	8	8	8
应付税项	1	1	1	1	1
其他	-	-	-	-	-
流动负债总额	170	656	676	692	724
<b>非流动负债</b>					
可转换可赎回优先股	-	-	-	-	-
计息银行及其他借款	179	804	1,054	1,054	1,054
租赁负债	4	2	2	2	2
递延收入	53	64	64	64	64
其他	-	-	-	-	-
非流动负债总额	236	870	1,120	1,120	1,120
负债总额	406	1,526	1,796	1,811	1,844

数据来源：Wind、公司财报、安信国际预测

人民币百万 (年结: 31/12)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>现金流量表</b>					
<b>经营活动</b>					
除税前利润	-1,321	-1,258	-1,257	-913	-299
调整:					
物业设备及厂房折旧	16	48	55	72	82
使用权资产折旧	6	9	9	9	9
银行及其他利息收入	-42	-14	-	-	-
公允价值变动	412	-	0	0	0
财务成本	8	10	42	42	42
外汇差额净额	-13	-5	1	1	1
其他	280	88	-	-	-
营运资本变动前经营利润:	-652	-1,123	-1,150	-788	-165
营运资本变动:	-1	107	257	-70	-61
存货(增加)/减少	-48	-134	248	-23	83
应收账款(增加)/减少	-	-102	-11	-62	-177
预付款项、其他应收款项及其他资产	-97	-68	-	-	-
贸易应付款项增加/(减少)	70	98	21	23	25
其他应付款项及应计费用增加	12	234	-	-8	8
与收入相关的政府补助递延收入增力	61	80	-	-	-
已收利息	36	14	-	-	-
已付所得税	-0	-0	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>经营活动净现金流</b>	<b>-618</b>	<b>-1,001</b>	<b>-893</b>	<b>-859</b>	<b>-227</b>
<b>投资活动</b>					
购买物业、厂房及设备项目	-444	-712	-444	-445	-18
购买无形资产	-1	-4	-4	-4	-5
收购土地使用权预付款项	-3	-	-10	-10	-10
领取与资产相关的政府补助	2	15	-	-	-
购买按公允价值计入损益的金融资产	-1,857	-2,567	-	-	-
出售按公允价值计入损益的金融资产	1,742	2,677	-	-	-
按公允价值计入损益的公允价值变动净额	-115	110	-	-	-
已抵押存款增加	-	2	-	-	-
金融资产利息收入	6	9	-	-	-
其他	0	1	-	-	-
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-556</b>	<b>-580</b>	<b>-444</b>	<b>-445</b>	<b>-18</b>
<b>融资活动</b>					
股东注资	212	35	5	76	64
发行股份所得款	2,715	992	526	759	642
新增银行及其他借款	180	736	250	-	-
偿还银行及其他贷款	-143	-91	-	-	-
已付利息	-3	-13	-42	-42	-42
发行可转换可赎回优先股所得款项	-	-	-	-	-
其他	-82	-73	-	-	-
<b>融资活动净现金流</b>	<b>2,878</b>	<b>1,587</b>	<b>739</b>	<b>793</b>	<b>664</b>

数据来源: Wind、公司财报、安信国际预测

康方生物 (年结: 31/12)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>主要指标</b>					
毛利率%	-	86%	66%	73%	72%
销售费用率%	-	79%	40%	35%	30%
管理费用率%	-	108%	24%	14%	8%
研发费用率%	-	497%	120%	73%	42%
财务费用率%	-	5%	4%	2%	1%
EBITDA%	-	-536%	-112%	-45%	-5%
EBIT%	-	-552%	-118%	-49%	-8%

数据来源: Wind、公司财报、安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010