

# 康方生物 (09926.HK)

优于大市

## AK112 头对头 K 药达到优效，有望成为免疫治疗新基石

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 医药生物 · 生物制品

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张佳博	021-60375487	zhangjiabo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523050001
证券分析师:	陈益凌	021-60933167	chenyiling@guosen.com.cn	执证编码: S0980519010002
证券分析师:	陈曦炳	0755-81982939	chenxibing@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120001

### 事项:

康方生物的核心产品 PD-1xVEGF 双抗依沃西 (AK112) 在近期取得了一系列重要的研发和监管进展:

- 1) AK112 获得中国药监局批准上市, 适应症为联合化疗治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm nsqNSCLC;
- 2) AK112 在 ASCO 年会上披露联合化疗治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm nsqNSCLC 的 3 期临床数据;
- 3) AK112 头对头帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1 表达阳性的 NSCLC 的注册性临床达到 PFS 主要临床终点。

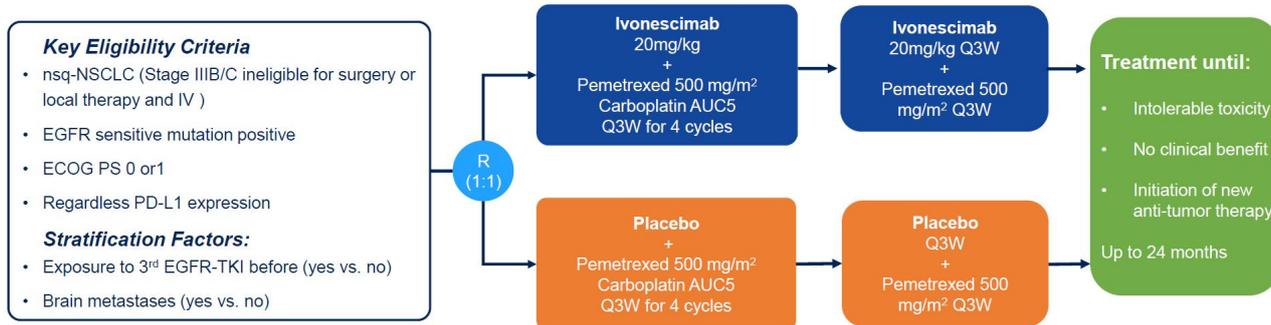
**国信医药观点:** 1) AK112 在 ASCO 年会上披露了联合化疗治疗 EGFR-TKI 治疗进展的 EGFRm NSCLC 的 3 期临床数据, 与同类疗法相比, AK112 的 PFS 获益较大, 且入组患者基线 3 代 EGFR-TKI 耐药比例较高, 展现出同类最佳的潜力; 2) EGFRm NSCLC 在中国的患者人群广阔, 针对 EGFR-TKI 治疗进展的患者, 目前仅有信迪利单抗的联用方案获批上市, AK112 有望凭借优秀的临床数据占据有利的市场地位; 3) AK112 在 PD-L1 表达阳性的初治 NSCLC 患者中对照 K 药单药达到 PFS 优效, 且在各个亚组疗效分析均显示强阳性结果, 成为全球首个且唯一在 3 期单药头对头临床研究中证明疗效显著优于 K 药的药物, 有望成为免疫治疗新基石。投资建议: 我们看好 AK112 获批上市后在中国的销售放量, 以及在全球的临床推进和后续的数据读出。维持康方生物的盈利预测, 预计 2024-26 年公司的营收为 25.54/42.03/64.36 亿元, 同比增长-44%/65%/53%, 归母净利润-3.34/3.19/14.01 亿元, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ AK112 在 EGFRm NSCLC 的二线治疗中体现出同类最佳潜力

AK112 是康方生物开发的全球同类首创 (FIC) 的 PD1xVEGF 双抗, 已经在中国获批联合化疗治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm nsqNSCLC。AK112 在 2024 年的 ASCO 年会上披露了联合化疗治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm nsqNSCLC 的 3 期临床数据。3 期临床 (HARMONi-A) 共入组了 322 名患者, 按照 1:1 随机分组至实验组 (AK112+含铂双药化疗) 或对照组 (含铂双药化疗), 患者按照是否接受过 3 代 EGFR-TKI 治疗、或是否有脑转移分层。试验的主要临床终点是 PFS, 次要临床终点包括 OS、ORR、DOR、TTR 和安全性。

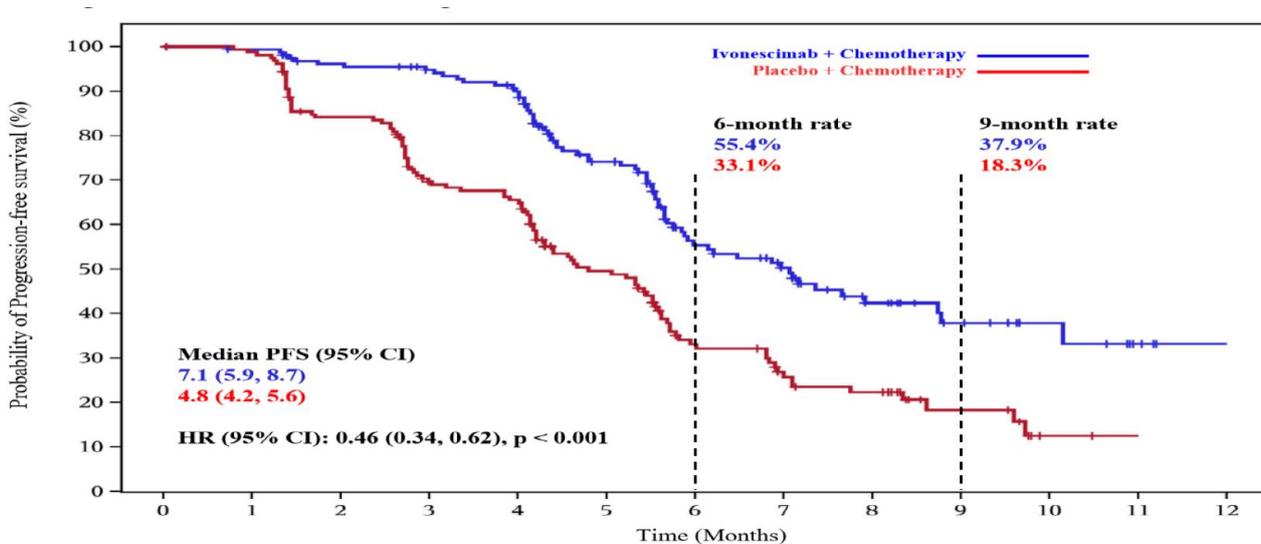
图1: HARMONi-A 试验设计



资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

两组的患者中, 分别有 86.3%和 85.1%的患者基线接受过三代 EGFR-TKI 治疗, 且有 21.7%和 23.0%的患者有脑转移。截至 2023 年 3 月 10 日, 中位随访时间是 7.89 月, 实验组的 PFS 有显著提升: mPFS=7.06 vs 4.80 mo (HR=0.46, p<0.0001)。在所有亚组中, AK112 相比对照组均取得了 PFS 的优效, 包括三代 EGFR-TKI 耐药的患者 (HR=0.48)、脑转移的患者 (HR=0.40)、EGFR 19 外显子缺失突变的患者 (HR=0.48), 以及 T790M 突变的患者 (HR=0.22)。试验的 ORR=50.6% vs 35.4%。安全性方面, G≥3 TRAE 的比例分别为 54.0% vs 42.9%, G≥3 irAE 的比例分别为 6.2% vs 2.5%。

图2: HARMONi-A 试验 PFS 曲线

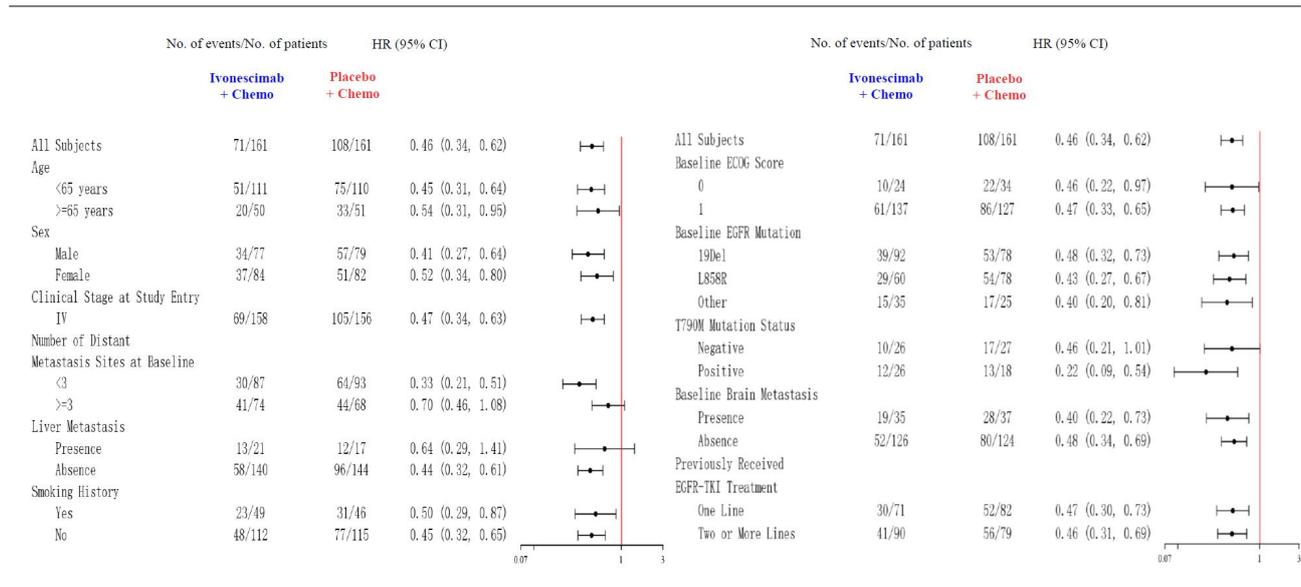


At risk (events)

Time (Months)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ivonescimab + Chemo	161 (0)	155 (1)	144 (6)	138 (8)	129 (15)	92 (36)	56 (57)	44 (62)	27 (68)	16 (70)	8 (70)	3 (71)	0 (71)
Placebo + Chemo	161 (0)	157 (2)	130 (25)	102 (47)	96 (53)	63 (75)	33 (94)	23 (101)	19 (104)	8 (106)	1 (108)	0 (108)	

资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

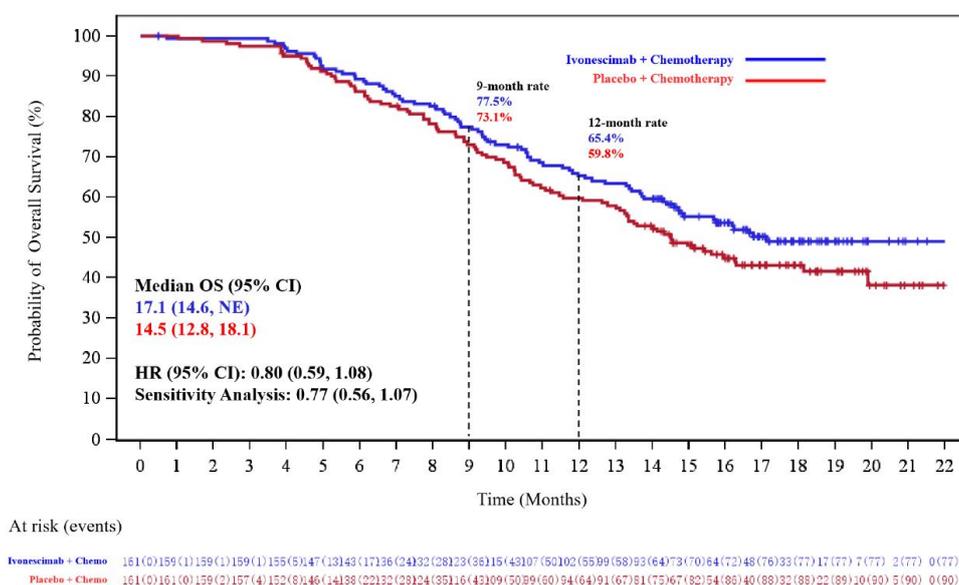
图3: HARMONi-A 试验亚组 PFS 分析



资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

截至 2023 年 6 月 25 日, 中位随访时间为 10.2 mo, mOS 分别为 NR vs 14.3 mo, HR=0.72; 截至 2023 年 12 月, 中位随访时间为 17.6 mo, mOS 分别为 17.1 vs 14.5 mo, HR=0.80。

图4: HARMONi-A 试验 OS 曲线



资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

相比于其他的 EGFRm NSCLC 的治疗方法, AK112 联合化疗的临床数据中 PFS 的获益趋势更加明显 (HR 值相对较小), 并且 AK112 治疗的患者中 3 代 EGFR-TKI 耐药的比例较高。值得注意的是, 强生的 EGFRxMET 双抗 Amivantamab 联合拉泽替尼和含铂双药化疗的有效性数据同样优效, 但 3 级以上的不良反应比例达到 92%。总的来看, AK112 联合化疗在 EGFRm NSCLC 的二线治疗中的有效性和安全性数据具备一定的优势。

表1: 2L EGFRm NSCLC 临床数据横向比较

公司	康方生物	信达生物	罗氏	强生	强生
产品	AK112	信迪利单抗	Atezolizumab	Amivantamab	Amivantamab
临床阶段	HARMONi-A	Orient-31	ATLAS*	MARIPOSA-2	MARIPOSA-2
方案	ph3 AK112+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗	ph3 信迪利+贝伐珠+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗	ph3 Atezo+贝伐珠+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗	ph3 Ami+Laz+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗	ph3 Ami+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗
pts	161 vs 161	158 vs 160	154 vs 74	263 vs 263	131 vs 263
3代TKI占比	86.3% vs 85.1%	39% vs 37%	42.9% vs 42.6%	100% vs 100%	100% vs 100%
其中: 1/2代序贯3代一线使用3代		28% vs 25%	34.7% vs 29.4%	29% vs 31%	26% vs 31%
PFS (mo)	7.06 vs 4.80	7.2 vs 4.3	8.48 vs 5.62	8.3 vs 4.2	6.3 vs 4.2
HR	0.46	0.51	0.62	0.44	0.48
其中: 3代TKI耐药	0.48				
1/2代序贯3代耐药		0.72	1.07	0.45	0.55
一线3代耐药			0.52	0.43	0.47
1/2代耐药			0.46		
T790M	0.22	0.84	1.07		
脑转移	0.40	0.48	0.32	0.48	0.52
OS	17.1 vs 14.5	21.1 vs 19.2	20.63 vs 20.27		
HR	0.80		1.01		
ORR	50.6% vs 35.4%	48.1% vs 29.4%	69.5% vs 41.9%	63% vs 36%	64% vs 36%
G≥3 TEAE	61.5% vs 49.1%	56% vs 49%		92% vs 48%	72% vs 48%
G≥3 irAE	6.2% vs 2.5%	7% vs 4%	7.9% vs 2.7%		

资料来源: 药品说明书、国信证券经济研究所整理

#### ◆ AK112 头对头战胜 K 药, 有望成为免疫治疗新的基石

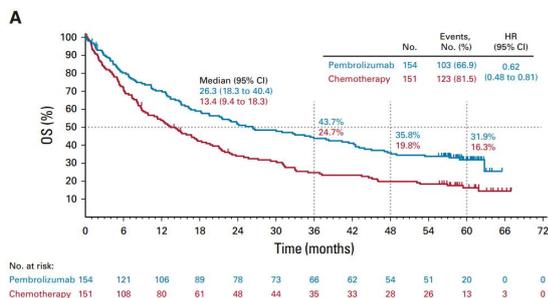
2024年5月31日, 康方生物公告披露, AK112 头对头帕博利珠单抗 (K 药) 单药一线治疗 PD-L1 表达阳性 (PD-L1 TPS ≥ 1%) 的局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC) 的注册性 3 期临床试验 AK112-303 (HARMONi-2), 由独立数据监察委员会 (IDMC) 进行的预先设定的期中分析显示达到无进展生存期 (PFS) 的主要临床终点。AK112 组的患者包括 PD-L1 低表达 (TPS 1-49%), PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%), 以及其他高风险患者, 均临床获益显著。

试验共入组 398 名患者, 其中 PD1 TPS 1-49% 占比为 57.8%, PD-L1 TPS ≥ 50% 占比为 42.2%, 与真实世界患者表达水平分布一致。AK112 组显示各个亚组疗效分析均显示强阳性结果, 包括鳞癌、非鳞癌, 有/无肝转移, 有/无脑转移等患者人群。AK112 也成为全球首个且唯一在 3 期单药头对头临床研究中证明疗效显著优于 K 药的药物。

K 药联合化疗已经获 FDA 批准, 用于一线治疗 EGFR、ALK 基因突变阴性的 NSCLC 患者; 并且 K 药单药也获 FDA 批准, 用于一线治疗 PD-L1 表达 (TPS ≥ 1%) 的 NSCLC 患者。在 NCCN 指南中, K 药联合化疗被作为初治 NSCLC 患者的推荐治疗, 对于 PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 的 NSCLC 患者, K 药单药治疗同样获得 NCCN 指南推荐。

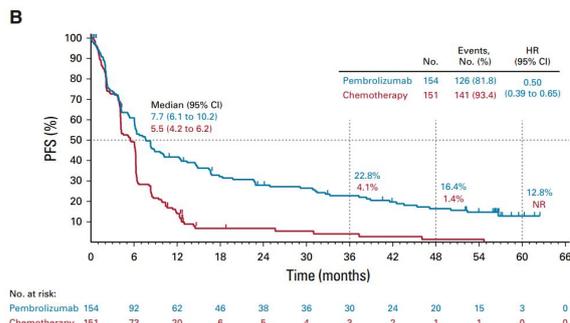
在 Keynote-024 试验中, PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 的初治 NSCLC 患者被 1:1 分组至 K 药单药 (pts=154) 或含铂双药化疗 (pts=151) 治疗, 在中位随访时间为 59.9 个月时, 化疗组的患者中有 99 人后续接受了 PD-1 或 PD-L1 治疗, 即有效 crossover 比例为 66.0%。K 药组和化疗组的 mOS 分别为 26.3 vs 13.4 mo (HR=0.62), mPFS 分别为 7.7 vs 5.5 mo (HR=0.50), ORR 分别为 46.1% vs 31.1%, mDOR 分别为 29.1 vs 6.3 mo。

图5: Keynote-024 试验 OS 曲线



资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

图6: Keynote-024 试验 PFS 曲线



资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

在 Keynote-042 试验中, PD-L1 表达 (TPS $\geq$ 1%) 的初治 NSCLC 患者被 1:1 分组至 K 药单药 (pts=637) 或含铂双药化疗 (pts=637) 治疗, 在中位随访时间为 61.1 个月时, 在 PD-L1 TPS $\geq$ 50%,  $\geq$ 20%,  $\geq$ 1% 三个亚组中, K 药组和化疗组的 mOS 分别为 20.0 vs 12.2 mo (HR=0.68), 18.0 vs 13.0 mo (HR=0.75), 16.4 vs 12.1 mo (HR=0.79); mPFS 分别为 6.5 vs 6.5 mo (HR=0.86), 6.2 vs 6.9 mo (HR=0.94), 5.6 vs 6.8 mo (HR=1.03), ORR 分别为 39.1% vs 32.3%, 33.2% vs 29.1%, 27.3% vs 26.7%。

图7: Keynote-042 关键有效性数据

Outcome	ITT Population						Completed 35 Cycles of Pembrolizumab* (PD-L1 TPS $\geq$ 1%) (n = 102)
	PD-L1 TPS $\geq$ 50%		PD-L1 TPS $\geq$ 20%		PD-L1 TPS $\geq$ 1%		
	Pembrolizumab (n = 299)	Chemotherapy (n = 300)	Pembrolizumab (n = 413)	Chemotherapy (n = 405)	Pembrolizumab (n = 637)	Chemotherapy (n = 637)	
OS							
Months, median (95% CI)	20.0 (15.9 to 24.2)	12.2 (10.4 to 14.6)	18.0 (15.5 to 21.5)	13.0 (11.6 to 15.3)	16.4 (14.0 to 19.6)	12.1 (11.3 to 13.3)	NR
HR (95% CI)	0.68 (0.57 to 0.81)		0.75 (0.64 to 0.87)		0.79 (0.70 to 0.89)		—
5-year rate, <sup>b</sup> % (95% CI)	21.9 (17.3 to 26.9)	9.8 (6.6 to 13.7)	19.4 (15.6 to 23.4)	10.1 (7.2 to 13.5)	16.6 (13.7 to 19.6)	8.5 (6.4 to 11.0)	61.8 (50.1 to 71.5) <sup>e</sup>
PFS <sup>c</sup>							
Months, median (95% CI)	6.5 (5.9 to 8.6)	6.5 (6.2 to 7.6)	6.2 (5.4 to 7.8)	6.9 (6.3 to 8.2)	5.6 (4.3 to 6.2)	6.8 (6.4 to 7.9)	31.9 <sup>d</sup> (25.6 to NR)
HR (95% CI)	0.86 (0.72 to 1.02)		0.94 (0.81 to 1.09)		1.03 (0.91 to 1.16)		—
5-year rate, <sup>b</sup> % (95% CI)	9.2 (5.9 to 13.4)	2.1 (0.7 to 5.0)	7.8 (5.2 to 11.1)	1.6 (0.5 to 3.9)	6.9 (4.9 to 9.4)	1.2 (0.5 to 2.7)	NR <sup>e</sup>
Tumor response							
ORR, <sup>c</sup> % (95% CI)	39.1 (33.6 to 44.9)	32.3 (27.1 to 37.9)	33.2 (28.6 to 37.9)	29.1 (24.8 to 33.8)	27.3 (23.9 to 31.0)	26.7 (23.3 to 30.3)	84.3 (75.8 to 90.8)
Best overall response, No. (%)							
CR	3 (1.0)	1 (0.3)	3 (0.7)	1 (0.2)	4 (0.6)	3 (0.5)	3 (2.9)
PR	114 (38.1)	96 (32.0)	134 (32.4)	117 (28.9)	170 (26.7)	167 (26.2)	83 (81.4)
SD	89 (29.8)	132 (44.0)	145 (35.1)	195 (48.1)	246 (38.6)	332 (52.1)	15 (14.7)
PD	55 (18.4)	26 (8.7)	77 (18.6)	31 (7.7)	133 (20.9)	48 (7.5)	1 (1.0)
NE <sup>f</sup>	5 (1.7)	3 (1.0)	7 (1.7)	5 (1.2)	11 (1.7)	9 (1.4)	0
NA <sup>g</sup>	33 (11.0)	42 (14.0)	47 (11.4)	56 (13.8)	73 (11.5)	78 (12.2)	0
DOR, months, median (range)	28.1 (2.1+ to 70.0+)	10.8 (1.8+ to 63.5+)	27.7 (2.1+ to 70.0+)	10.8 (1.8+ to 63.5+)	26.5 (2.1+ to 70.0+)	8.4 (1.8+ to 63.5+)	47.4 (4.4 to 70.0+)
DOR $\geq$ 60 months, <sup>h</sup> %	28.4	16.0	26.0	16.6	27.0	13.4	—
Time to response, months, median (range)	2.1 (1.3-18.5)	2.1 (1.3-32.4)	2.1 (1.3-18.5)	2.1 (1.3-32.4)	2.1 (1.3-26.7)	2.1 (1.3-32.4)	2.1 (1.4-26.7)

资料来源: ASCO、国信证券经济研究所整理

◆ AK112 率先在中国获批上市, 全球多项注册性临床推进中

2024 年 5 月 24 日, AK112 获得中国药监局批准上市, 适应症为联合化疗治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm nsqNSCLC。在中国, 依沃西单药一线治疗 PD-L1 阳性的 NSCLC 的 3 期临床 (头对头 K 药) 已读出中期分析阳性结果, 预计后续将递交上市申请。另外, 依沃西联合化疗一线治疗 sqNSCLC 的 3 期临床 (头对头替雷利珠单抗) 正在进行临床入组。在海外, 三代 EGFR-TKI 进展的 nsqNSCLC 适应症 (HARMONi) 和一线治疗

sqNSCLC 适应症 (HARMONI-3) 的全球多中心 3 期临床正在顺利入组中。除了在肺癌的各细分适应症中广泛布局, 依沃西还在消化道肿瘤、乳腺癌等瘤种中有早期临床探索, 期待适应症的进一步拓展。

图8: AK112 临床布局

布局领域	单药/联合疗法	适应症	la期	Ib/II期	关键/III期	NDA递交/获批
肺癌	+化疗	EGFR-TKI治疗后进展的EGFR突变的非鳞状非小细胞肺癌	★		HARMONI中国部分	2023.8 NDA获受理
	单药	1L PD-L1阳性非小细胞肺癌 (vs 帕博利珠单抗)				入组已完成
	+化疗	1L 局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (vs 替雷利珠单抗+化疗)	★			入组中
	+化疗	1L 转移性鳞状非小细胞肺癌 (vs 帕博利珠单抗+化疗)			HARMONI-3中国部分	
	±化疗	新辅助/辅助治疗非小细胞肺癌				
	+化疗	1L 驱动基因阴性非小细胞肺癌				
	+多西他赛	免疫治疗后进展的非小细胞肺癌	★			
	+AK119±化疗	EGFR-TKI治疗后进展的EGFR突变的非小细胞肺癌				
消化道	+化疗±AK117	1L 胃/食管结合部腺癌				
	+化疗±AK117	1L 胆道癌				
	+化疗±AK117	1L 胰腺癌				
乳腺癌	+化疗±AK117	1L 三阴性乳腺癌				
头颈癌	±AK117±化疗	头颈鳞癌				
肝细胞癌	单药	不可切除肝细胞癌				
	+AK104	1L 肝细胞癌				
	+AK127	1L 肝细胞癌				
	+AK130	1L 肝细胞癌				

此表为选择性披露重要临床, 部分已经完成I&II期临床未包含

全球性试验 注册性临床 ★ 突破性疗法

资料来源: 康方生物官网、国信证券经济研究所整理

图9: AK112 海外临床布局

布局领域	单药/联合疗法	适应症	la期	Ib/II期	关键/III期	NDA递交/获批
肺癌	+化疗	接受过第三代EGFR-TKI抑制剂治疗后进展的EGFR突变的非鳞状非小细胞肺癌				2023.5实现美国地区首例受试者入组
	+化疗	一线治疗鳞状非小细胞肺癌 (vs 帕博利珠+化疗)				2023.11实现首例受试者入组

全球性试验 注册性临床

资料来源: 康方生物官网、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: AK112 有望成为免疫治疗新基石, 维持“优于大市”评级

我们看好 AK112 获批上市后在中国的销售放量, 以及在全球的临床推进和后续的数据读出。维持康方生物的盈利预测, 预计 2024-26 年公司的营收为 25.54/42.03/64.36 亿元, 同比增长-44%/65%/53%, 归母净利润-3.34/3.19/14.01 亿元, 维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

创新药研发不及预期的风险, 创新药商业化不及预期的风险, 地缘政治风险。

**相关研究报告：**

- 《康方生物（09926.HK）-卡度尼利销售增长强劲，多款产品研发快速推进》——2024-03-25
- 《康方生物（09926.HK）-全球临床顺利推进，商业化销售增长迅速》——2023-09-01
- 《康方生物-B（09926.HK）-卡度尼利销售快速增长，研发与国际化持续推进》——2023-03-19
- 《康方生物-B（09926.HK）-AK112 第一期首付款到账，关注海外临床进展》——2023-02-01
- 《康方生物-B（09926.HK）-AK112 达成对外授权协议，全球化开发迈出坚实一步》——2022-12-09

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2092	1542	3039	2803	3317	营业收入	838	4526	2554	4203	6436
应收款项	428	390	700	1151	1763	营业成本	94	133	255	399	579
存货净额	342	392	50	158	295	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	2500	26	42	64	销售费用	271	28	1189	1760	2387
<b>流动资产合计</b>	<b>3058</b>	<b>5677</b>	<b>4667</b>	<b>5177</b>	<b>6667</b>	管理费用	1524	1454	1811	2059	2256
固定资产	2000	2824	2929	2922	2902	财务费用	(29)	(65)	131	128	128
无形资产及其他	20	344	258	172	86	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	408	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	10	305	305	305	305	其他收入	(529)	(1159)	281	293	306
<b>资产总计</b>	<b>5496</b>	<b>9181</b>	<b>8190</b>	<b>8608</b>	<b>9991</b>	营业利润	(1552)	1817	(553)	150	1392
短期借款及交易性金融负债	446	391	294	377	354	营业外净收支	129	126	150	150	150
应付款项	328	356	25	79	148	<b>利润总额</b>	<b>(1422)</b>	<b>1943</b>	<b>(403)</b>	<b>300</b>	<b>1542</b>
其他流动负债	587	458	298	314	295	所得税费用	0	0	0	36	185
<b>流动负债合计</b>	<b>1361</b>	<b>1205</b>	<b>617</b>	<b>770</b>	<b>796</b>	少数股东损益	(254)	(86)	(69)	(55)	(44)
长期借款及应付债券	1421	2577	2577	2577	2577	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1168)</b>	<b>2028</b>	<b>(334)</b>	<b>319</b>	<b>1401</b>
其他长期负债	166	880	880	880	880						
<b>长期负债合计</b>	<b>1587</b>	<b>3458</b>	<b>3458</b>	<b>3458</b>	<b>3458</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2948</b>	<b>4662</b>	<b>4074</b>	<b>4227</b>	<b>4254</b>	净利润	(1168)	2028	(334)	319	1401
少数股东权益	(88)	(174)	(242)	(297)	(341)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2636	4692	4358	4678	6079	折旧摊销	106	0	281	293	306
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5496</b>	<b>9181</b>	<b>8190</b>	<b>8608</b>	<b>9991</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(29)	(65)	131	128	128
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	24	(1520)	2015	(506)	(722)
每股收益	(1.39)	2.41	(0.40)	0.38	1.67	其它	(254)	(86)	(69)	(55)	(44)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1292)</b>	<b>422</b>	<b>1893</b>	<b>52</b>	<b>941</b>
每股净资产	3.13	5.58	5.18	5.56	7.23	资本开支	0	(824)	(300)	(200)	(200)
ROIC	-25%	50%	-12%	2%	27%	其它投资现金流	(196)	(657)	0	(170)	(205)
ROE	-44%	43%	-8%	7%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(206)</b>	<b>(1776)</b>	<b>(300)</b>	<b>(370)</b>	<b>(405)</b>
毛利率	89%	97%	90%	90%	91%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-126%	64%	-28%	-0%	19%	负债净变化	618	1156	0	0	0
EBITDA Margin	-113%	64%	-17%	7%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	271%	440%	-44%	65%	53%	其它融资现金流	(286)	(1508)	(96)	83	(23)
净利润增长率	—	-274%	—	-196%	339%	<b>融资活动现金流</b>	<b>949</b>	<b>804</b>	<b>(96)</b>	<b>83</b>	<b>(23)</b>
资产负债率	52%	49%	47%	46%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>(549)</b>	<b>(550)</b>	<b>1497</b>	<b>(236)</b>	<b>514</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2642	2092	1542	3039	2803
P/E	(31.5)	18.2	(110.3)	115.4	26.3	货币资金的期末余额	2092	1542	3039	2803	3317
P/B	14.0	7.9	8.5	7.9	6.1	企业自由现金流	0	566	1294	(426)	453
EV/EBITDA	(45)	15	(105)	159	29	权益自由现金流	0	280	1066	(456)	317

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032