



康方生物 (9926.HK): AK112 头对头 K 药成功, 符合预期, 推动股价反弹

AK112 头对头 K 药期中分析取得成功, 具体数据有望 9 月公布, 符合我们预期和市场早前对该项试验的预期, 推动公司股价显著反弹。

● **AK112 头对头 K 药在 1L PD-L1+ NSCLC 适应症上取得阳性结果, 符合我们预期, 推动公司股价显著反弹:** 今天 (5 月 31 日) 早上, 公司宣布 AK112(依沃西)单药对比 Keytruda (K 药)治疗 1L PD-L1+ NSCLC (PD-L1 TPS \geq 1%) 的注册性 3 期临床研究 HARMONi-2(或 AK112-303)由独立数据监察委员会 (IDMC) 进行的预先设定的期中分析取得阳性结果, 符合我们预期和市场早前对该项临床试验的预期, 股价反弹至 44 港元, 基本恢复至上周五公布 EGFRm+ NSCLC 三期数据大跌之前的正常范围内。

● **头对头具体期中分析数据有望在 WCLC 2024 大会上公布:** 尽管 HARMONi-2 具体期中分析数据预计于 9 月 WCLC 2024 大会上报道, 公司公告显示: (1) 在意向治疗人群(ITT)中, 依沃西组相较于 K 药组显著延长了患者无进展生存期 (PFS), 风险比 (HR) 显著优于预期; (2) 在共入组的 398 例受试者中, PD-L1 TPS 1-49%/ \geq 50%分别占比为 57.8%/42.2%, 与真实世界患者表达水平分布一致, 在这两个人群中, PFS 获益均非常显著; (3) 各个亚组疗效分析均显示阳性结果, 包括鳞癌、非鳞癌, 有/无肝转移、有/无脑转移等患者人群; (4) 依沃西组安全性良好, 无新的安全性信号。

● **1L NSCLC 商业化潜力有待 HARMONi-3 试验结果进一步明确:** HARMONi-2 试验的成功将会促进公司及海外合作伙伴 SUMMIT 加速推进已有试验和开启更多潜在联用的临床试验 (包括和 ADC 的联用, 根据公司口径), 但考虑到 K 药单药在 1L PD-L1+NSCLC 实际应用不多, 真实世界更多是 K 药和化疗联用治疗, 我们认为 HARMONi-3 试验 (1L sq-NSCLC 国际 3 期试验, AK112+化疗 vs. K 药+化疗, 预计于 2026 年初完成) 将有助于进一步判断 AK112 在 1L NSCLC 的国际销售峰值潜力, 尽管该项试验仅针对鳞状非小细胞肺癌人群。国内方面, 1L sq-NSCLC 适应症为 3 期 AK112-306 试验 (AK112+化疗 vs. 替雷利珠+化疗, 预计于 2025 年底完成)。

● **EGFRm+ NSCLC OS 数据即将于 ASCO 口头汇报:** 上周公司在 ASCO 2024 大会上摘要中披露的 AK112 在 EGFR 突变 NSCLC 适应症上三期 ORR 和 mPFS 低于之前二期数据, 不及预期, 但 PFS 获益 HR 好于已获批药物 (详情请见我们之前的[报告](#))。考虑到 OS 数字将在美国时间周五晚 (香港时间周六早上) 口头汇报环节展示, 若好于预期 (信迪利单抗联用 ORIENT-31 mOS: 21.1m), 将有望推动公司股价小幅上涨。

● **略微调整目标价为 63 港元, 维持“买入”评级:** 根据更新的研发进度及临床数据, 我们略微下调了 EGFRm+ NSCLC 海外销售峰值及上调了 1L PD-L1+ NSCLC PoS。基于 DCF 估值模型 (WACC: 9.4%, 永续增长率: 3%), 我们略微调整公司目标价为 63 港元, 对应 440 亿港元市值。

● **投资风险:** 商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 5 月 31 日

评级

买入

目标价 (港元)	63.0
潜在升幅/降幅	+43%
目前股价 (港元)	44.0
52 周内股价区间 (港元)	26.4-60.0
总市值 (百万港元)	38,141
近 3 月日均成交额 (百万)	374

市场预期区间

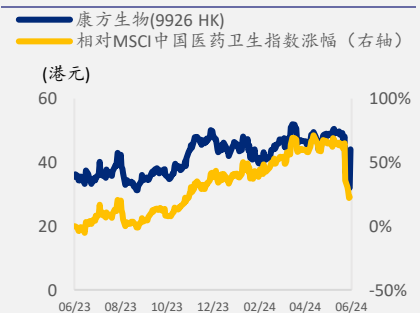


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 5 月 31 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	838	4,526	3,269	4,250	6,200
同比变动 (%)	271.3%	440.3%	-27.8%	30.0%	45.9%
归母净利润/(亏损)	-1,168	1,942	-112	302	1,501
PS (X)	35.1	6.8	9.4	7.3	5.0

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康方生物

利润表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	837.7	4,526.3	3,269.2	4,249.5	6,200.3
销售成本	-94.1	-133.2	-274.4	-400.1	-757.7
毛利	743.5	4,393.0	2,994.8	3,849.4	5,442.6
其他收入及收益净额	158.6	454.2	200.0	200.0	200.0
行政开支	-199.0	-200.1	-251.7	-372.8	-593.2
研发开支	-1,323.1	-1,254.0	-1,379.4	-1,489.8	-1,609.0
销售费用	-552.7	-890.4	-1,221.7	-1,491.3	-1,807.8
其他开支净额	-206.3	-281.5	-250.0	-200.0	0.0
长期股权投资亏损&优先股公允价值	0.0	-191.7	-200.0	-100.0	0.0
财务成本	-43.3	-87.0	0.0	0.0	0.0
除税前利润/亏损	-1,422.2	1,942.5	-108.0	367.5	1,589.1
所得税开支	0.0	-0.2	0.0	0.0	238.4
净利润/净亏损	-1,422.2	1,942.4	-108.0	367.5	1,827.4
非控股权益	-253.8	0.2	4.3	65.6	326.1
母公司拥有人	-1,168.4	1,942.2	-112.3	301.9	1,501.3

资产负债表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	1,999.6	2,824.0	3,226.3	3,400.5	3,462.4
使用权资产	163.1	338.0	341.7	345.0	348.1
无形资产	8.5	6.4	6.4	6.4	6.4
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	266.3	335.9	335.9	335.9	335.9
非流动资产总值	2,437.5	3,504.3	3,910.3	4,087.7	4,152.8
存货	341.8	391.9	435.0	551.7	610.8
预付款、其他应收款及其他资产	157.2	94.9	104.4	114.9	126.3
按公允价值计入损益的金融资产	195.9	852.4	852.4	852.4	852.4
其他	0.1	2,499.7	2,499.7	2,499.7	2,499.7
现金及现金等价物	2,092.4	1,542.3	1,320.0	1,632.2	3,395.6
流动资产总值	3,058.5	5,676.8	5,632.5	6,128.7	8,258.0
资产总计	5,495.9	9,181.1	9,542.7	10,216.5	12,410.8
贸易应付款项	308.9	354.8	321.7	445.7	592.2
其他应付款项及应计费用	599.2	443.6	487.9	512.3	537.9
计息银行及其他借款	446.0	390.5	429.6	472.5	519.8
租赁负债	5.9	14.5	16.0	17.6	19.3
应付税项	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
流动负债总额	1,361.1	1,204.6	1,256.3	1,449.3	1,670.4
可转换赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	1,421.3	2,577.3	2,877.3	2,877.3	2,877.3
租赁负债	6.0	8.6	9.5	10.4	11.5
递延收入&合约负债	159.6	871.9	959.0	1,054.9	1,160.4
非流动负债总额	1,586.8	3,457.7	3,845.8	3,942.6	4,049.2
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	2,635.6	4,692.3	4,609.8	4,941.6	6,472.7
非控股权益	-87.6	-173.6	-169.2	-103.7	222.5
权益总额	2,548.0	4,518.8	4,440.6	4,838.0	6,695.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前亏损:	-1,422.2	1,942.5	-108.0	367.5	1,589.1
物业、厂房及设备折旧	91.7	125.3	197.7	225.8	238.0
使用权资产折旧	11.8	15.2	26.4	26.7	26.9
存货(增加)/减少	-154.2	-54.3	-43.1	-116.7	-59.2
预付款项、其他应收款项及其他资产增加/减少	24.8	163.0	-9.5	-10.4	-11.5
贸易应付款项增加/(减少)	102.6	45.9	-33.1	124.0	146.5
其他	105.0	230.1	38.3	78.5	121.7
经营活动所用现金流量净额	-1,240.4	2,467.8	68.6	699.3	2,046.1
购买物业、厂房及设备项目	-775.6	-719.4	-600.0	-400.0	-300.0
购买按公允价值计入损益的金融资产	-2,870.1	-8,954.9	0.0	0.0	0.0
出售按公允价值计入损益的金融资产所获	2,664.7	8,303.9	0.0	0.0	0.0
其他	91.3	-2,626.8	-30.0	-30.0	-30.0
投资活动所用现金流量净额	-889.7	-3,997.3	-630.0	-430.0	-330.0
新增/(偿还)银行及其他借款	1,005.0	1,473.8	339.1	43.0	47.3
股份发行开支	-5.0	-374.8	0.0	0.0	0.0
其他	485.8	-138.0	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金流量净额	1,485.9	960.9	339.1	43.0	47.3
现金及现金等价物增加净额	-644.3	-568.6	-222.3	312.2	1,763.3
年初现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	1,542.3	1,320.0	1,632.2
外币汇率变动影响净值	95.1	18.5	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等价物	2,092.4	1,542.3	1,320.0	1,632.2	3,395.6

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
每股收益	-1.4	2.4	-0.1	0.4	1.8
每股净资产	3.0	5.4	5.3	5.8	8.0
每股销售额	1.0	5.4	3.9	5.1	7.4
同比变动(%)					
收入	271%	440%	-28%	30%	46%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用率(%)					
销售费用/收入	-66%	-20%	-37%	-35%	-29%
管理费用/收入	-24%	-4%	-8%	-9%	-10%
研发费用/收入	-158%	-28%	-42%	-35%	-26%
利润率(%)					
毛利率	89%	97%	92%	91%	88%
归母净利率	-139%	43%	-3%	7%	25%
回报率(%)					
平均股本回报率	-40%	55%	-3%	7%	26%
平均资产回报率	-28%	26%	-1%	4%	16%
财务杠杆					
流动比率(x)	2.2	4.7	4.5	4.3	5.0
速动比率(x)	2.0	4.4	4.1	3.9	4.6
现金比率(x)	1.5	1.3	1.1	1.1	2.0
估值					
市盈率(x)	NM	15.2	NM	111.4	22.4
市净率(x)	12.1	6.8	7.6	7.0	5.0
市销率(x)	35.1	6.8	9.4	7.3	5.0

图表 2: 浦银国际目标价: 康方生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

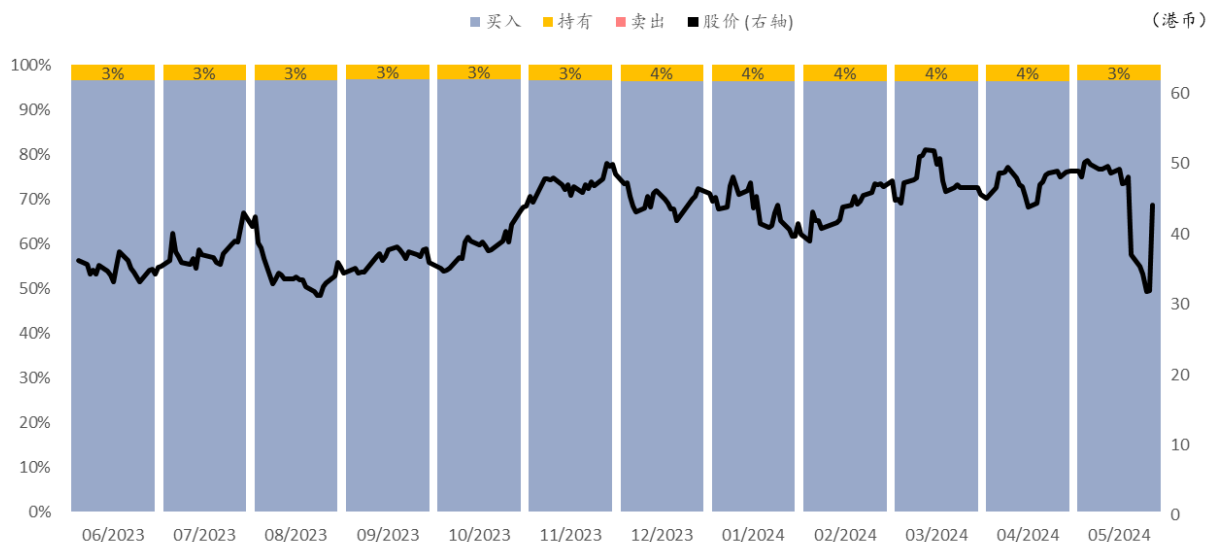
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	29.4	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.9	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.0	买入	47.0	2024年5月10日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.2	买入	60.0	2024年5月10日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	154.3	买入	275.0	2024年5月9日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	89.4	买入	165.0	2024年5月9日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	121.5	买入	175.0	2024年5月9日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	22.1	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	25.5	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.4	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.0	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.5	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.2	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	44.0	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	32.2	买入	58.0	2024年3月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.7	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	19.0	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	17.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.2	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.5	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.9	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	34.0	买入	48.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.1	买入	60.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.8	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.6	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.1	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	290.1	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	13.8	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.0	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.9	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.1	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	493.0	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.0	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.3	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.2	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 截至 2024 年 5 月 31 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

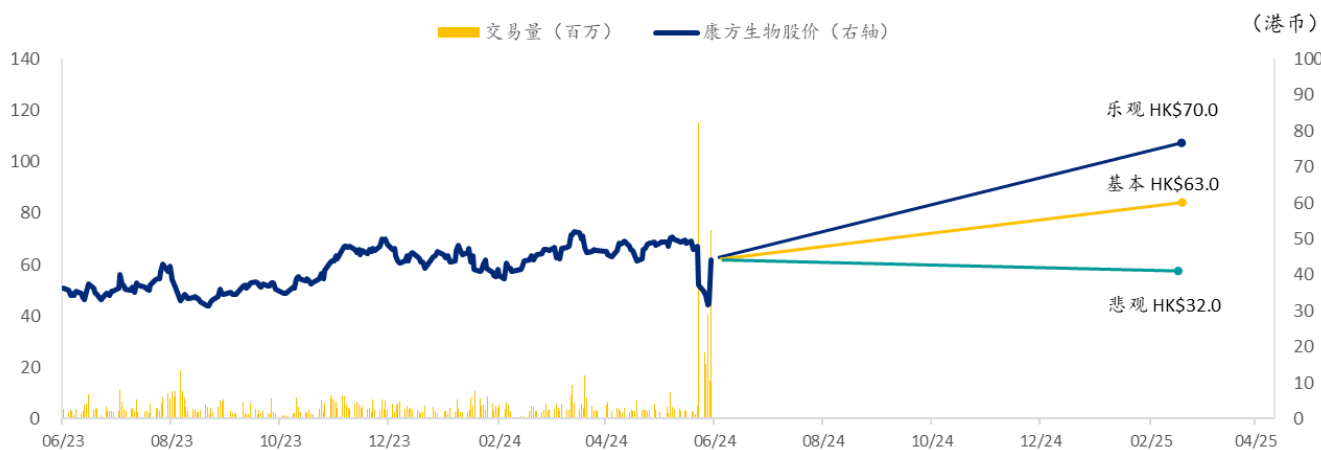
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 康方生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 康方生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 70.0 港元

概率: 20%

- 卡度尼利单抗销售峰值超人民币 60 亿元;
- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 新产品获批后以较高价格进入医保目录;
- 长期稳态下营业利润高于 40%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 32.0 港元

概率: 20%

- 卡度尼利单抗销售峰值低于人民币 30 亿元;
- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 新产品获批后未能进入医保目录;
- 长期稳态下营业利润低于 30%

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

