

医药	收盘价 港元 44.00	目标价 港元 70.00	潜在涨幅 +59.1%	2024年6月3日
----	-----------------	-----------------	----------------	-----------

康方生物 (9926 HK)

全球首个头对头 Keytruda 单药 III 期取得 PFS 优效结果，重申买入评级

⊕ **AK112 vs. PD-1 单靶点药物生存获益优势初步验证**：公司宣布，AK112 头对头 Keytruda 治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的 III 期临床试验 (AK112-303/HARMONI-2) 取得决定性胜出阳性结果，AK112 相较 Keytruda 能显著延长患者 PFS，HR 显著优于预期（暂未公布具体数值，我们预计在 0.7 以下）。具体数据将在 9 月的 WCLC 大会上公布。Keytruda 2023 年全球销售 250 亿美元，我们估计一半以上来自各类肺癌适应症，且是各大指南中一线治疗 PD-L1+ NSCLC 的首选药物，而 AK112 已成为全球首个在 III 期单药头对头临床研究中证明生存获益改善的药物。亚组分析显示，在 PD-L1 高表达 (TPS≥50%) 和 PD-L1 中高表达 (TPS 1-49%) 人群中，PFS 获益均非常显著且 HR 数值接近。其余亚组分析也显示强阳性疗效结果，包括鳞癌/非鳞癌、有/无肝转移、有/无脑转移。公司预计近期向国家药监局提交新适应症补充申请。此前，AK112 用于 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 的上市申请已获国家药监局批准，并于 5 月 30 日实现首批发货。

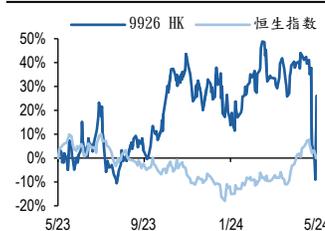
⊕ **我们的解读——PFS 优效对 OS 的指导意义**：PFS 取得阳性结果后，市场的核心关注点来到 OS。虽然现有 PFS 数据较有限，但我们对 OS 结果持谨慎乐观态度：1) 根据一项针对替代终点和 OS 之间相关性的研究结果，在 PD-L1+ NSCLC 患者中，PD-(L)1 单药治疗后的 PFS 和 OS HR 相关系数达到 0.80；若 HARMONI-2 的 PFS HR < 0.7，我们推测 OS HR 或将低于 0.65，但本身是 PD-(L)1 单药的对照组给这一推测带来一定不确定性。2) III 期 LEAP-007 试验 (K 药+仑伐 vs. K 药单药治疗 PD-L1+ NSCLC) 取得 0.78 的 PFS HR，验证抑制 VEGF 通路对生存获益的延长作用，但治疗组较高的毒性 (3-5 级 TRAE 发生率 58%) 一定程度上影响了最终 OS 结果 (HR 1.10)；AK112 在 II 期试验中的安全性则明显更优 (3-5 级 TRAE 22%)。

⊕ **重申买入评级**：HARMONI-2 的临床结果符合我们的预期，是对 AK112 临床治疗和全球市场潜力的再次验证。我们将持续关注 9 月 PFS 详细数据的披露、以及后续 OS 数据更新。经过一周的波动，当前股价距离大幅波动前一日仍有 8% 的跌幅，我们认为当前仍是绝佳的布局时机，维持买入评级和 70.0 港元的目标价，并将继续将康方选为我们行业首推标的之一。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	51.95
52周低位 (港元)	31.25
市值 (百万港元)	37,983.00
日均成交量 (百万)	80.34
年初至今变化 (%)	(5.17)
200天平均价 (港元)	45.64

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	838	4,526	3,097	4,714	6,357
同比增长 (%)	271.3	440.3	-31.6	52.2	34.9
净利润 (百万人民币)	(1,168)	2,220	(39)	762	1,757
每股盈利 (人民币)	(1.46)	2.41	(0.05)	0.91	2.09
同比增长 (%)	10.4	-265.5	-101.9	-2,061.7	130.6
市盈率 (倍)	NA	16.9	NA	45.0	19.5
每股账面净值 (人民币)	3.13	5.58	5.75	6.87	9.17
市账率 (倍)	13.00	7.30	7.09	5.93	4.44

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

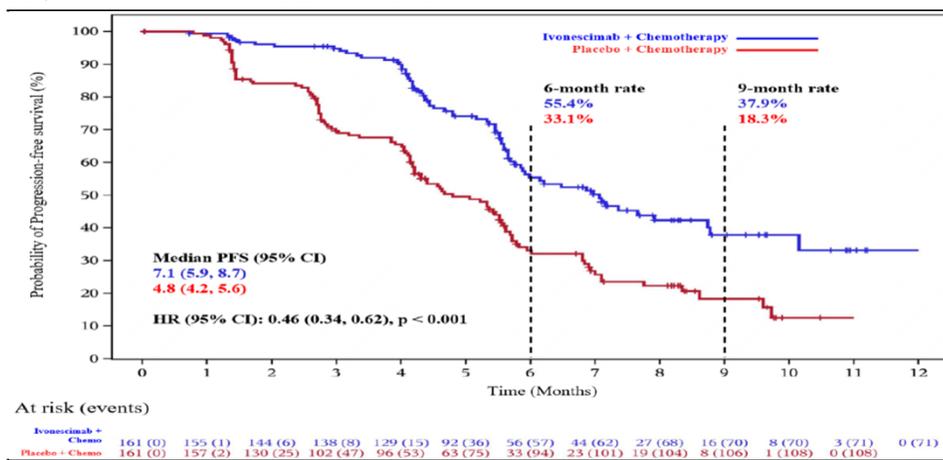
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

HARMONi-A 研究结果点评

公司在本届 ASCO 大会上口头汇报了 III 期 HARMONi-A (AK112-301, EGFR-TKI 耐药的 NSCLC) 研究的结果: 研究达到了 PFS 主要终点, 试验组 (AK112+化疗) 和对照组 mPFS 分别为 7.1 和 4.8 个月, HR 值为 0.46, $P < 0.001$ 。此前, Keytruda 和 Opdivo 在该适应症上的 III 期研究 (KEYNOTE-789、CheckMate 722) 均未能取得阳性结果, 且 HARMONi-A 研究中有更高比例的受试者接受过三代 TKI 的治疗 (86% vs. CheckMate 722 23%)。

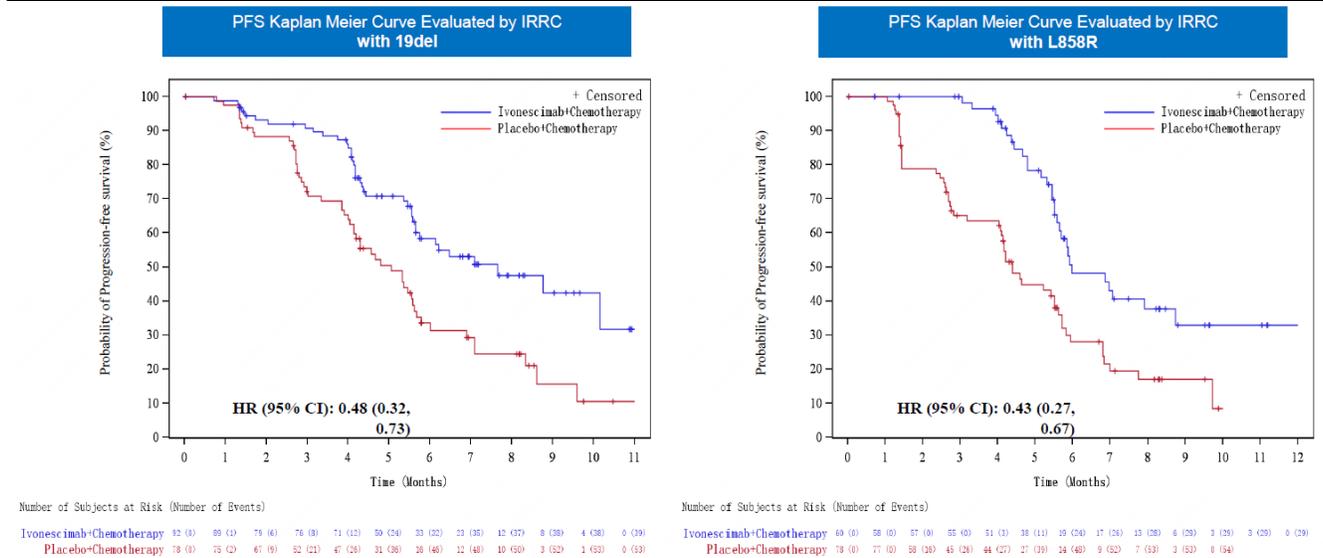
图表 1: HARMONi-A 试验 PFS 曲线



资料来源: ASCO, 交银国际

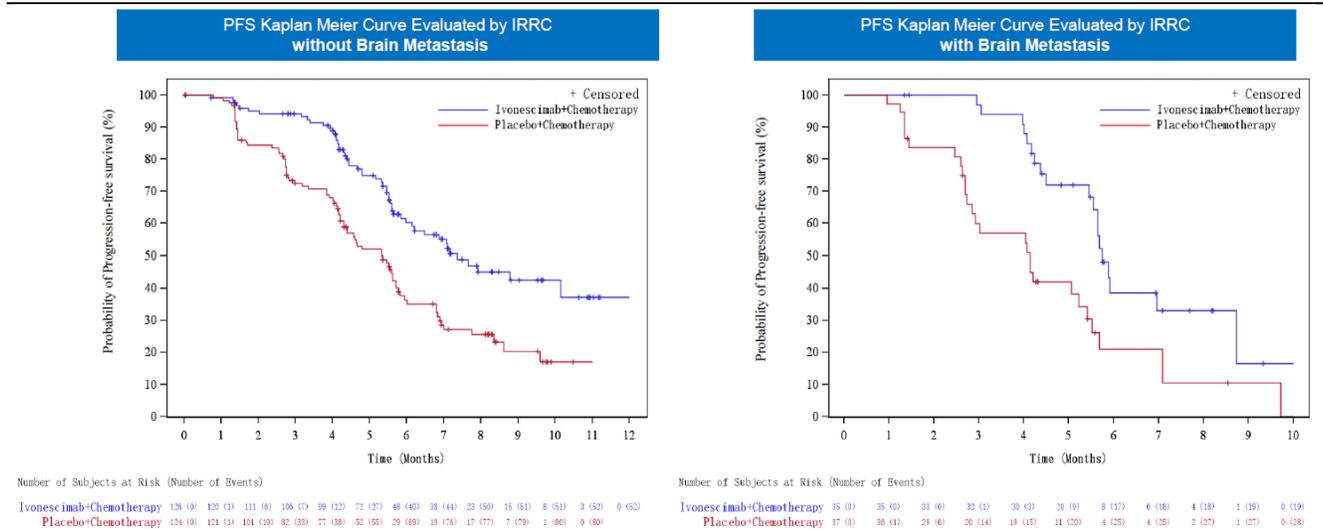
亚组分析显示，各主要亚组中试验组的 PFS 均达到了统计学显著：基线脑转移（HR 0.40，95% CI 0.22-0.73）、19Del 突变（HR 0.48 95% CI 0.32-0.73）、L858R 突变（HR 0.43，95% CI 0.27-0.67）、T790M 突变（HR 0.22，95% CI 0.09-0.54）。

图表 2: HARMONI-A 试验 PFS 亚组分析 – 19Del 和 L858R 突变



资料来源: ASCO, 交银国际

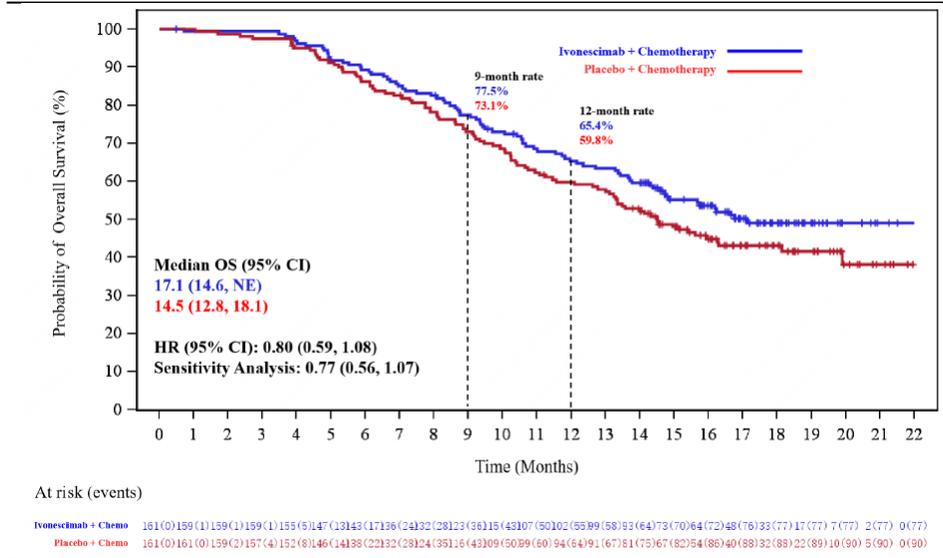
图表 3: HARMONI-A 试验 PFS 亚组分析 – 有无脑转移



资料来源: ASCO, 交银国际

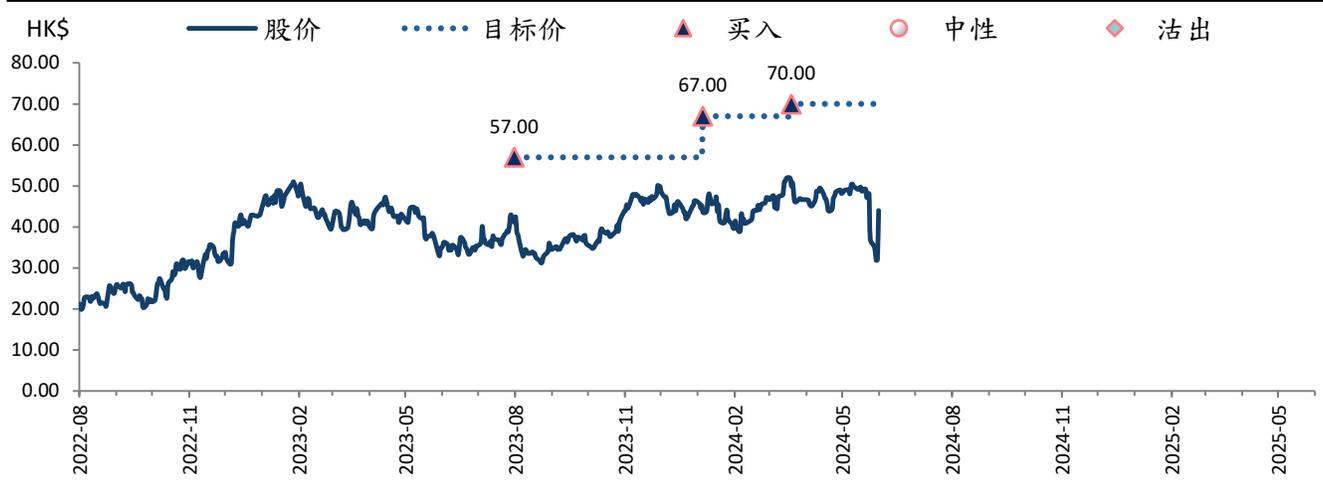
关键次要终点中，在52%的OS事件发生时，试验组有较明显的获益趋势（mOS 17.1 vs. 14.5个月，HR 0.80，95% CI 0.59-1.08）。其他次要终点也有明显获益（试验组 vs. 对照组）：ORR 50.6% vs. 35.4%，DCR 93.1% vs. 83.2%，mDOR 6.6 vs. 4.2个月。

图表 4: HARMONI-A 试验 PFS 曲线（52%事件发生）



资料来源: ASCO, 交银国际

图表 5: 康方生物 (9926 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
6160 HK	百济神州	买入	88.55	126.00	42.3%	2024年05月17日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	22.05	41.00	85.9%	2024年05月17日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	29.45	40.00	35.8%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	35.20	48.00	36.4%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	32.20	72.00	123.6%	2024年05月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	25.35	56.00	120.9%	2024年03月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	44.00	70.00	59.1%	2024年03月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.00	27.75	177.5%	2024年03月12日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.97	4.40	354.0%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.54	7.40	191.2%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	15.32	42.00	174.1%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.14	16.20	45.5%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	32.75	49.00	49.6%	2024年03月28日	医疗服务
1093 HK	石药集团	买入	6.63	11.00	65.9%	2024年05月27日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.01	40.00	25.0%	2024年04月29日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.84	4.80	69.0%	2024年04月01日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.18	14.00	52.5%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.86	11.50	96.2%	2024年02月19日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	42.36	45.50	7.4%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	16.06	16.00	-0.4%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月31日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	838	4,526	3,097	4,714	6,357
主营业务成本	(94)	(133)	(215)	(324)	(449)
毛利	744	4,393	2,882	4,389	5,908
销售及管理费用	(199)	(200)	(300)	(386)	(457)
研发费用	(1,323)	(1,254)	(1,442)	(1,672)	(1,827)
其他经营净收入/费用	(600)	(718)	(1,039)	(1,248)	(1,606)
经营利润	(1,379)	2,221	101	1,083	2,019
财务成本净额	(43)	(87)	(138)	(154)	(156)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(1,422)	2,134	(37)	929	1,863
税费	0	(0)	0	0	279
非控股权益	254	86	(2)	(167)	(386)
净利润	(1,168)	2,220	(39)	762	1,757
作每股收益计算的净利润	(1,168)	2,028	(39)	762	1,757

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,092	1,542	1,555	2,352	4,557
应收账款及票据	271	296	384	576	634
存货	342	392	509	611	734
其他流动资产	353	3,447	3,457	3,467	3,478
总流动资产	3,058	5,677	5,905	7,006	9,403
物业、厂房及设备	2,000	2,824	2,805	2,985	3,111
无形资产	172	344	210	228	244
其他长期资产	266	336	288	288	288
总长期资产	2,437	3,504	3,303	3,501	3,643
总资产	5,496	9,181	9,209	10,507	13,046
短期贷款	446	391	430	473	520
应付账款	908	798	949	1,066	1,202
其他短期负债	7	16	17	19	20
总流动负债	1,361	1,205	1,396	1,557	1,742
长期贷款	1,421	2,577	2,877	2,877	2,877
其他长期负债	166	880	273	301	331
总长期负债	1,587	3,458	3,151	3,178	3,208
总负债	2,948	4,662	4,547	4,735	4,951
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,636	4,692	4,834	5,777	7,714
股东权益	2,636	4,692	4,834	5,777	7,714
非控股权益	(88)	(174)	(172)	(5)	381
总权益	2,548	4,519	4,662	5,772	8,095

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,422)	1,943	(37)	929	1,863
折旧及摊销	115	167	199	233	248
营运资本变动	47	(122)	(65)	(188)	(55)
利息调整	(28)	(22)	(16)	(16)	(25)
税费	0	(0)	0	0	279
其他经营活动现金流	46	502	346	364	369
经营活动现金流	(1,240)	2,468	426	1,322	2,679
资本开支	(530)	(580)	(630)	(430)	(390)
投资活动	(196)	(657)	0	0	0
其他投资活动现金流	(164)	(2,761)	0	0	0
投资活动现金流	(890)	(3,997)	(630)	(430)	(390)
负债净变动	1,018	1,101	339	43	47
权益净变动	510	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(42)	(140)	(122)	(138)	(132)
融资活动现金流	1,486	961	217	(95)	(85)
汇率收益/损失	95	19	0	0	0
年初现金	2,642	2,092	1,542	1,555	2,352
年末现金	2,092	1,542	1,555	2,352	4,557

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(1.457)	2.412	(0.046)	0.906	2.089
全面摊薄每股收益	(1.457)	2.412	(0.046)	0.906	2.089
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	3.134	5.579	5.748	6.869	9.172
利润率分析 (%)					
毛利率	88.8	97.1	93.1	93.1	92.9
EBITDA利润率	13.8	3.7	6.4	4.9	0.0
EBIT利润率	(158.9)	45.3	(3.2)	17.6	26.4
净利率	(139.5)	49.0	(1.3)	16.2	27.6
盈利能力 (%)					
ROA	(21.3)	24.2	(0.4)	7.3	13.5
ROE	(45.9)	49.1	(0.8)	13.2	21.7
ROIC	(26.5)	29.7	(0.5)	8.4	15.3
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	31.5	37.6	17.3	净现金
流动比率	2.2	4.7	4.2	4.5	5.4
存货周转天数	1,325.7	1,073.4	866.6	687.7	596.8
应收账款周转天数	118.1	23.8	45.3	44.6	36.4
应付账款周转天数	3,521.9	2,187.0	1,614.7	1,199.1	978.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年6月3日
康方生物 (9926 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。