

医药	收盘价 港元 36.50	目标价 港元 70.00	潜在涨幅 +91.8%	2024年7月4日
----	-----------------	-----------------	----------------	-----------

## 康方生物 (9926 HK)

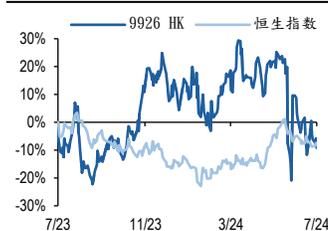
### 专家解读：看好依沃西海外成功率，安全性或成关键优势；重申买入

- 公司近期召开投资者见面会，并邀请 III 期 HARMONI-A 试验（依沃西治疗 EGFR-TKI 耐药 NSCLC）的主要研究者作进一步解读，我们总结要点如下：
- 海外研究成功率较大：**HARMONI-A 试验数据成熟度达到 52% 时的 OS HR 为 0.80（95% CI 0.59-1.08），OS 曲线有进一步分开的趋势（[此前报告](#)）。专家认为，全球 HARMONI 试验取得 OS 显著优效的概率更大，考虑到：1) 类似 ORIENT-31 的成功研究在海外较少、HER3 ADC 在未线治疗上的开发受阻，I/O 和 ADC 药物在该适应症上尚未成功，海外未满足临床需求更大；2) 造成 HARMONI-A OS HR 统计学不显著的原因或许和后续治疗中，患者超适应症自费使用 PD-1 等创新药、补足前序治疗生存获益差异有关，考虑到美国显著更高的药品定价，这一现象在美国发生的可能性较低，OS 数据受后续治疗的干扰将会更小；3) 即使 OS HR 不显著也并不意味着拒绝批准上市，曲线形状和后续治疗同样是重点考量因素，参考 Tagrisso 的 FLAURA 和 AURA3 研究，以及在 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 上已提交上市申请的 Rybrevant（依沃西海外关键竞品之一，MARIPOSA-2 研究）。
- 优异安全性数据或是另一制胜关键：**HARMONI-A 试验中，整体安全性良好，3 级以上 TRAE 发生率可控（治疗组 vs. 安慰剂组：54.0% vs. 42.9%），包括需重点关注的停药率（5.6% vs. 2.5%）、3 级以上 irAE（6.2% vs. 2.5%）和 VEGF 相关 TRAE（3.1% vs. 2.5%）。重点安全性事件中，甲状腺功能低下、蛋白尿、出血等多为 1-2 级，且可通过药物治疗、持续观察得到较好控制。相比之下，MARIPOSA-2 研究中，两个 Rybrevant 治疗组的 3 级以上 AE 发生率均在 70% 以上（72%/92% vs. 48%），停药率也远高于安慰剂组（18%/34% vs. 4%）。
- 重申买入：**我们维持买入评级和 70 港元的目标价，后续重点关注：1) 9 月 WCLC 大会上 AK112-303 头对头 K 药数据的公布（摘要将于北京时间 8 月 15 日公布），PFS HR 显著低于 0.7（强阳性结果）；2) 今年医保谈判中两款双抗新药的谈判进展，近期开坦尼降价 53%，谈判成功概率增加；3) 基于双抗 IO 基石品种的 IO+ADC 联用方案开发进展。

#### 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)	31,508.63
日均成交量 (百万)	5.14
年初至今变化 (%)	(21.34)
200天平均价 (港元)	44.40

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

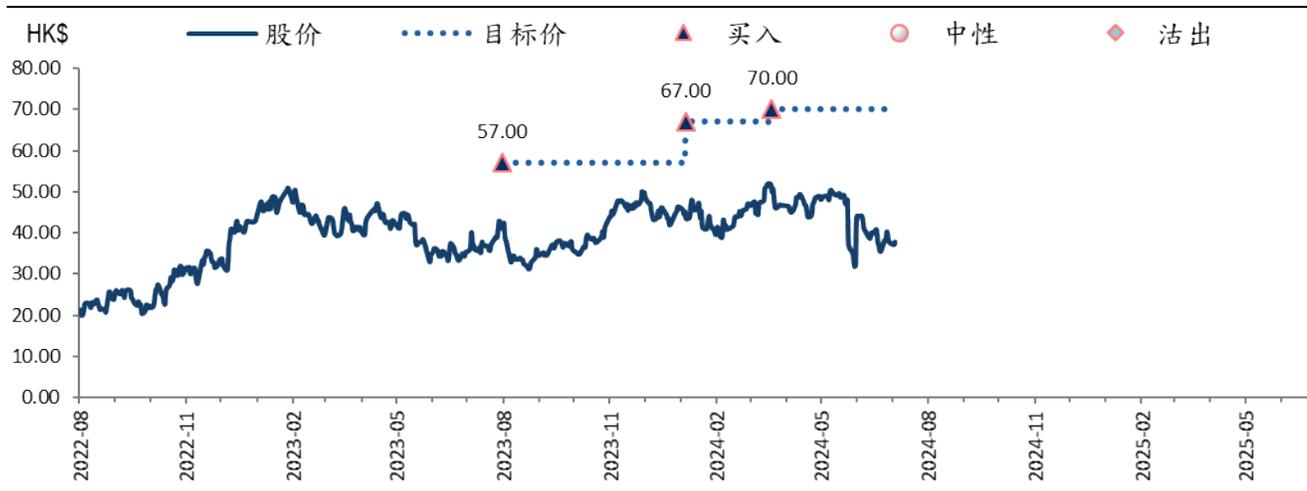
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	838	4,526	3,097	4,714	6,357
同比增长 (%)	271.3	440.3	-31.6	52.2	34.9
净利润 (百万人民币)	(1,168)	2,220	(39)	762	1,757
每股盈利 (人民币)	(1.46)	2.41	(0.05)	0.91	2.09
同比增长 (%)	10.4	-265.5	-101.9	-2,061.7	130.6
市盈率 (倍)	NA	14.1	NA	37.5	16.3
每股账面净值 (人民币)	3.13	5.58	5.75	6.87	9.17
市账率 (倍)	10.85	6.09	5.91	4.95	3.71

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>

图表 1: 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 2: 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
LEGN US	传奇生物	买入	45.91	70.00	52.5%	2024年06月18日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	86.15	126.00	46.3%	2024年05月17日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.16	41.00	114.0%	2024年05月17日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	27.25	40.00	46.8%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	37.00	48.00	29.7%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	31.55	72.00	128.2%	2024年05月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	21.35	56.00	162.3%	2024年03月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	36.50	70.00	91.8%	2024年03月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	8.85	27.75	213.6%	2024年03月12日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.75	4.40	487.2%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.25	7.40	228.8%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	15.94	42.00	163.5%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.18	16.20	44.9%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	27.35	49.00	79.2%	2024年03月28日	医疗服务
1093 HK	石药集团	买入	6.15	11.00	78.9%	2024年05月27日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	29.40	40.00	36.0%	2024年04月29日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.73	4.80	75.8%	2024年04月01日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.98	14.00	75.5%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.53	11.50	107.9%	2024年02月19日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	38.45	45.50	18.3%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	15.98	16.00	0.1%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年7月4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)
<b>毛利</b>	<b>744</b>	<b>4,393</b>	<b>2,882</b>	<b>4,389</b>	<b>5,908</b>
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)
<b>经营利润</b>	<b>(1,379)</b>	<b>2,221</b>	<b>101</b>	<b>1,083</b>	<b>2,019</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>(1,422)</b>	<b>2,134</b>	<b>(37)</b>	<b>929</b>	<b>1,863</b>
税费	0	(0)	0	0	279
非控股权益	254	86	(2)	(167)	(386)
<b>净利润</b>	<b>(1,168)</b>	<b>2,220</b>	<b>(39)</b>	<b>762</b>	<b>1,757</b>
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
<b>总流动资产</b>	<b>3,058</b>	<b>5,677</b>	<b>5,905</b>	<b>7,006</b>	<b>9,403</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>2,437</b>	<b>3,504</b>	<b>3,303</b>	<b>3,501</b>	<b>3,643</b>
<b>总资产</b>	<b>5,496</b>	<b>9,181</b>	<b>9,209</b>	<b>10,507</b>	<b>13,046</b>
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
<b>总流动负债</b>	<b>1,361</b>	<b>1,205</b>	<b>1,396</b>	<b>1,557</b>	<b>1,742</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>1,587</b>	<b>3,458</b>	<b>3,151</b>	<b>3,178</b>	<b>3,208</b>
<b>总负债</b>	<b>2,948</b>	<b>4,662</b>	<b>4,547</b>	<b>4,735</b>	<b>4,951</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>2,636</b>	<b>4,692</b>	<b>4,834</b>	<b>5,777</b>	<b>7,714</b>
非控股权益	(88)	(174)	(172)	(5)	381
<b>总权益</b>	<b>2,548</b>	<b>4,519</b>	<b>4,662</b>	<b>5,772</b>	<b>8,095</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,240)</b>	<b>2,468</b>	<b>426</b>	<b>1,322</b>	<b>2,679</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(890)</b>	<b>(3,997)</b>	<b>(630)</b>	<b>(430)</b>	<b>(390)</b>
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)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,486</b>	<b>961</b>	<b>217</b>	<b>(95)</b>	<b>(85)</b>
汇率收益/损失	95	19	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,642</b>	<b>2,092</b>	<b>1,542</b>	<b>1,555</b>	<b>2,352</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,092</b>	<b>1,542</b>	<b>1,555</b>	<b>2,352</b>	<b>4,557</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
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
<b>利润率分析(%)</b>					
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
<b>盈利能力(%)</b>					
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
<b>其他</b>					
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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月4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、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)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，并可能受递送延误、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。**