

依沃西获批助力销售增长，管线丰富研发进展不断

2024 年 08 月 30 日

➤ **产品销售收入持续增长。**8 月 29 日，康方生物发布 2024 年中期业绩公告。截止 6 月 30 日，公司实现总收入 10.25 亿元，其中产品销售收入 9.39 亿元，同比增长 23.96%，许可费收入 8531.8 万元；实现毛利 9.43 亿元，其中产品销售毛利 8.58 亿元，同比增长 26.03%；上半年公司亏损 2.49 亿元。

➤ **依沃西单抗获批上市，期待头对头 K 药数据公布。**公司依沃西单抗于 2024 年 5 月获批上市，用于治疗 EGFR TKI 耐药的 EGFR 突变型局部晚期或转移性非鳞状 NSCLC。获批一周内，依沃西单抗实现首批发货，截至 6 月 30 日实现销售收入 1.03 亿元。2024 年 5 月底，依沃西单抗头对头 K 药单药治疗一线 PD-L1 阳性 NSCLC 的 III 期临床获得阳性结果，7 月公司提交该适应症的 sNDA，期待公司在 WCLC 大会上公布该项试验的完整临床数据。此外，依沃西单抗联合化疗对比替雷利珠单抗联合化疗治疗一线 NSCLC 的 III 期临床正在高效入组中，公司还启动了依沃西单抗联合化疗治疗一线胆管癌、联合 CD47 治疗一线头颈鳞癌的 III 期临床试验，并计划开展联合化疗治疗一线胰腺癌的 III 期临床试验。海外方面，两项全球多中心 III 期临床 HARMONi 和 HARMONi-3 试验正在持续入组，预计依沃西单抗有望成为肿瘤免疫治疗的基石产品。

➤ **卡度尼利单抗销售强劲，两项一线大适应症 NDA 受理。**上半年卡度尼利单抗销售收入 7.06 亿元，同比增长 16.50%。2024 年 1 月，卡度尼利单抗胃癌一线适应症的 sNDA 获得受理，2024 年 4 月，卡度尼利单抗宫颈癌一线适应症 sNDA 获得受理。此外，公司持续拓展卡度尼利单抗的适应症范围，目前已通过联合用药布局 16 个适应症，一线 PD-L1 阴性 NSCLC、肝细胞癌术后辅助、二线胃食管癌、中晚期肝癌等 III 期临床试验正在推进中，预计适应症拓展将进一步助力卡度尼利单抗销售放量。

➤ **后续管线丰富，研发进展不断。**派安普利单抗三线鼻咽癌适应症获批，一线鼻咽癌递交 sNDA；PSCK9 药物伊努西单抗 (AK102) 和 IL-12/IL-23 药物依若奇单抗 (AK101) 目前均处于 NDA 审评阶段，VEGFR-2 药物普络西单抗 (AK109)、CD47 药物莱法利单抗 (AK117)、IL-17 药物古莫奇单抗 (AK111)、IL-4Rα 药物曼多奇单抗 (AK120) 目前处于 III 期临床阶段。CD73/LAG-3 AK137 和 HER3 ADC AK138D1 已递交 IND 申请。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 27.74/40.53/59.00 亿元，实现净利润-3.41/4.27/7.01 亿元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险；产品研发不及预期风险；海外法律及监管风险；审评要求变化风险；医保政策、准入政策变化的风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,526	2,774	4,053	5,900
增长率(%)	440.3	-38.7	46.1	45.6
净利润	2,028	-341	427	701
增长率(%)	273.6	-116.8	224.9	64.3
EPS	2.34	-0.39	0.49	0.81
P/E	19	/	92	56
P/B	8.3	7.1	6.5	5.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

49.10 港元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

- 1.康方生物 (9926.HK) 点评：依沃西第二项适应症 NDA 受理，看好重磅潜力-2024/07/31
- 2.康方生物 (9926.HK) 2023 年年报点评：创新研发实力雄厚，多款产品实现商业化未来可期-2024/03/20
- 3.康方生物 (9926.HK) 深度报告：首发双抗商业化兑现，出海国际化扬帆启航-2024/02/05

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5,677	7,098	7,809	8,511
现金及现金等价物	1,542	2,538	3,022	3,536
应收账款及票据	296	629	722	753
存货	392	587	579	667
其他	3,447	3,344	3,486	3,555
非流动资产合计	3,504	3,657	3,785	3,891
固定资产	2,824	2,946	3,060	3,167
商誉及无形资产	29	328	326	325
其他	651	384	399	399
资产合计	9,181	10,756	11,594	12,401
流动负债合计	1,205	1,953	2,324	2,376
短期借贷	391	273	273	273
应付账款及票据	355	820	876	923
其他	459	860	1,175	1,180
非流动负债合计	3,458	3,456	3,456	3,456
长期借贷	2,577	2,577	2,577	2,577
其他	880	878	878	878
负债合计	4,662	5,408	5,779	5,831
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,855	5,702	6,146	6,865
归属母公司股东权益	4,692	5,539	5,984	6,702
少数股东权益	-174	-192	-169	-132
股东权益合计	4,519	5,348	5,815	6,570
负债和股东权益合计	9,181	10,756	11,594	12,401

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,468	-121	745	760
净利润	2,028	-341	427	701
少数股东权益	-86	-18	22	37
折旧摊销	143	188	203	209
营运资金变动及其他	383	51	94	-187
投资活动现金流	-3,997	140	-180	-165
资本支出	-879	-608	-315	-315
其他投资	-3,118	749	135	150
筹资活动现金流	961	958	-99	-99
借款增加	1,101	-118	0	0
普通股增加	0	1,170	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-140	-94	-99	-99
现金净增加额	-550	996	484	514

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,526	2,774	4,053	5,900
其他收入	25	6	14	13
营业成本	133	294	466	810
销售费用	890	1,026	1,013	1,915
管理费用	200	222	455	629
研发费用	1,254	1,379	1,517	1,669
财务费用	-33	55	36	24
权益性投资损益	-192	-33	0	0
其他损益	28	-130	-130	-130
除税前利润	1,943	-359	449	737
所得税	0	0	0	0
净利润	1,942	-359	449	737
少数股东损益	-86	-18	22	37
归属母公司净利润	2,028	-341	427	701
EBIT	1,910	-304	485	761
EBITDA	2,053	-116	687	970
EPS (元)	2.34	-0.39	0.49	0.81

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	440.35	-38.72	46.11	45.58
归属母公司净利润	273.60	-116.83	224.93	64.26
盈利能力(%)				
毛利率	97.06	89.41	88.49	86.28
净利率	44.81	-12.31	10.52	11.87
ROE	43.23	-6.16	7.13	10.45
ROIC	25.51	-3.71	5.59	8.08
偿债能力				
资产负债率(%)	50.78	50.28	49.85	47.02
净负债比率(%)	31.55	5.83	-2.97	-10.44
流动比率	4.71	3.64	3.36	3.58
速动比率	2.31	1.94	1.94	2.16
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.28	0.36	0.49
应收账款周转率	15.98	6.00	6.00	8.00
应付账款周转率	0.40	0.50	0.55	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	2.34	-0.39	0.49	0.81
每股经营现金流	2.85	-0.14	0.86	0.88
每股净资产	5.42	6.40	6.91	7.74
估值比率				
P/E	19	/	92	56
P/B	8.3	7.1	6.5	5.8
EV/EBITDA	19.45	/	58.11	41.15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026