



# 康方生物 (09926.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 依沃西近单月过亿收入，重磅数据发布在即

### 业绩简评

2024年8月28日，公司发布半年度业绩，1H24实现营收10.25亿元，同比下降72%（1H23和1H24当期确认的许可费收入分别为29.15亿元和0.80亿元）；其中，产品销售收入9.39亿元，同比增长23.96%；1H24亏损2.49亿元。业绩符合预期。

### 经营分析

**商业化强劲：卡度尼利增长，依沃西首月告捷，2款新品获批在即。**

(1) 2024上半年，产品收入9.39亿元，同比增长23.96%。其中，开坦尼（卡度尼利）收入7.06亿元，较1H23的6.06亿元收入，同比增长16.50%。1H24公司收到/确认许可费收入0.85/0.80亿元，主要来自Summit支付的依沃西拓展许可市场范围的授权许可首付款(2) 报告期内，①依沃西，于2024年5月24日首次获批上市，用于治疗EGFR-TKI（表皮生长因子受体-酪氨酸激酶抑制剂）治疗进展后的EGFR突变的局部晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌患者；获批一周内，即实现首批发货，一个月左右实现收入1.03亿元。②派安普利单抗，于2024年4月30日新增获批后线单药治疗鼻咽癌（联合化疗一线鼻咽癌审评中）。③卡度尼利一线治疗胃癌与联合贝伐珠单抗一线治疗宫颈癌的上市申请，分别于2024年1月和4月获得国家药监局受理。(3) 公司还有2款上市申请已获得受理的产品，分别是伊努西单抗和依若奇单抗。

**在研重磅可期：依沃西重磅数据发布在即，50多项在研，肿瘤、代谢、自免全面布局。**(1) 1H24，公司研发开支5.94亿元，比1H23的5.75亿元略有增长。(2) 2024年5月，依沃西单抗对比帕博利珠单抗一线治疗PD-L1（程序性细胞死亡因子配体1）阳性的NSCLC（非小细胞肺癌）的3期临床试验（AK112-303）获得决定性胜出阳性结果，达到PFS主要研究重点；数据发布在即。依沃西分别联合化疗、莱法利单抗治疗胆管癌和头颈鳞癌的3期已启动。(3) 卡度尼利、普络西、莱法利、古莫奇及曼多奇单抗等诸多3期进行中。

### 盈利预测、估值与评级

根据目前价格趋势、国内较多研发投入和海外较好进展，我们调整盈利预测，将公司2024/25/26年营收下调12%/12%/2%至27/42/64亿元，将2024/25/26年年归母净利润下调359.2%/21.0%/0.4%至-3.29/3.51/9.77亿元。我们看好公司产品力与海外突破，维持“买入”评级。

### 风险提示

新药研发及销售不达预期、市场竞争加剧、医保降价等风险。

### 医药组

分析师：赵海春（执业S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价（港币）：49.100元

### 相关报告：

1.《康方生物港股公司点评：卡度尼利高增149%，依沃西等获批在望》，2024.3.19



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	838	4,526	2,662	4,235	6,382
营业收入增长率	271%	440%	-41.19%	59.09%	50.70%
归母净利润(百万元)	-1,168	2,028	-329	351	977
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	178.3%
摊薄每股收益(元)	-1.35	2.34	-0.38	0.41	1.13
每股经营性现金流净额	-1.47	2.93	2.08	0.19	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	43.23%	n.a.	7.39%	17.00%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	111.60	40.10
P/B	13.72	8.32	8.94	8.25	6.82

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>226</b>	<b>838</b>	<b>4,526</b>	<b>2,662</b>	<b>4,235</b>	<b>6,382</b>
增长率	n.a.	271%	440%	-41.2%	59.1%	50.7%
主营业务成本	31	94	133	266	424	574
%销售收入	13.9%	11.2%	2.9%	10.0%	10.0%	9.0%
毛利	194	744	4,393	2,396	3,812	5,808
%销售收入	86.1%	88.8%	97.1%	90.0%	90.0%	91.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	179	553	890	1,278	1,355	2,042
%销售收入	79.4%	66.0%	19.7%	48.0%	32.0%	32.0%
管理费用	244	199	200	261	415	625
%销售收入	108%	23.8%	4.4%	9.8%	9.8%	9.8%
研发费用	1,123	1,323	1,254	1,065	1,440	1,787
%销售收入	498%	158%	27.7%	40.0%	34.0%	28.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,262	-1,401	1,910	-233	478	1,133
%销售收入	-559%	-167%	42.2%	-8.8%	11.3%	17.8%
财务费用	-4	21	-33	111	111	111
%销售收入	-1.7%	2.5%	-0.7%	4.2%	2.6%	1.7%
投资收益	0	0	-192	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,361	-1,536	1,792	-356	351	963
营业利润率	-603%	-183%	39.6%	-13.4%	8.3%	15.1%
营业外收支						
税前利润	-1,258	-1,422	1,943	-344	367	1,022
利润率	-558%	-170%	42.9%	-12.9%	8.7%	16.0%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-1,258	-1,422	1,942	-344	367	1,022
少数股东损益	-183	-254	-86	-15	16	45
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-1,075</b>	<b>-1,168</b>	<b>2,028</b>	<b>-329</b>	<b>351</b>	<b>977</b>
净利率	n.a.	n.a.	44.8%	n.a.	8.3%	15.3%

**现金流量表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,075	-1,168	2,028	-329	351	977
少数股东损益	-183	-254	-86	-15	16	45
非现金支出	-92	-238	-121	-27	0	-14
非经营收益						
营运资金变动	107	60	418	2,157	-184	-234
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1,001</b>	<b>-1,240</b>	<b>2,468</b>	<b>1,801</b>	<b>167</b>	<b>730</b>
资本开支	-716	-802	-879	-300	-300	-300
投资	110	-205	-3,247	0	0	0
其他	27	118	129	116	127	170
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-580</b>	<b>-890</b>	<b>-3,997</b>	<b>-184</b>	<b>-173</b>	<b>-130</b>
股权募资	926	495	0	0	0	0
债权募资	638	996	1,087	0	0	0
其他	22	-5	-126	-111	-111	-111
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,587</b>	<b>1,486</b>	<b>961</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-43</b>	<b>-549</b>	<b>-550</b>	<b>1,524</b>	<b>-98</b>	<b>507</b>

**资产负债表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,642	2,092	1,542	3,067	2,969	3,476
应收款项	314	428	390	241	383	577
存货	197	342	392	782	1,245	1,688
其他流动资产	0	196	3,352	1,119	1,276	1,491
流动资产	3,152	3,058	5,677	5,208	5,872	7,232
%总资产	65.6%	55.6%	61.8%	57.8%	58.8%	62.1%
长期投资	0	0	293	293	293	293
固定资产	1,353	2,000	2,824	3,124	3,424	3,724
%总资产	28.2%	36.4%	30.8%	34.6%	34.3%	32.0%
无形资产	13	20	29	29	29	29
非流动资产	1,654	2,437	3,504	3,809	4,109	4,409
%总资产	34.4%	44.4%	38.2%	42.2%	41.2%	37.9%
<b>资产总计</b>	<b>4,806</b>	<b>5,496</b>	<b>9,181</b>	<b>9,017</b>	<b>9,981</b>	<b>11,641</b>
短期借款	46	446	391	391	391	391
应付款项	206	309	355	709	1,128	1,530
其他流动负债	404	606	459	269	428	645
流动负债	656	1,361	1,205	1,369	1,946	2,565
长期贷款	804	1,421	2,577	2,577	2,577	2,577
其他长期负债	66	166	880	878	878	878
负债	1,526	2,948	4,662	4,824	5,402	6,021
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,164</b>	<b>2,636</b>	<b>4,692</b>	<b>4,382</b>	<b>4,752</b>	<b>5,747</b>
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	3,450	2,792	4,855	4,545	4,914	5,910
少数股东权益	116	-88	-174	-189	-173	-127
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,806</b>	<b>5,496</b>	<b>9,181</b>	<b>9,017</b>	<b>9,981</b>	<b>11,641</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-1.32	-1.42	2.42	-0.38	0.41	1.13
每股净资产	3.87	3.13	5.58	5.06	5.49	6.64
每股经营现金净流	-1.23	-1.47	2.93	2.08	0.19	0.84
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	n.a.	n.a.	43.23%	n.a.	7.39%	17.00%
总资产收益率	n.a.	n.a.	22.09%	n.a.	3.52%	8.39%
投入资本收益率	n.a.	n.a.	25.51%	n.a.	6.34%	13.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	n.a.	271%	440%	-41.19%	59.09%	50.70%
EBIT增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137%
净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	178%
总资产增长率	24.63%	14.36%	67.05%	-1.78%	10.69%	16.63%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	81.3	80.1	22.5	32.5	20.4	20.8
存货周转天数	1,484.8	1,029.8	991.1	794.0	861.5	919.0
应付账款周转天数	1,836.5	985.4	896.7	719.4	780.9	833.0
固定资产周转天数	1,564.6	720.4	191.8	402.2	278.3	201.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-52.62%	-10.03%	32.17%	-1.74%	0.55%	-8.58%
EBIT利息保障倍数	-121.9	-32.4	22.0	-2.1	4.3	10.2
资产负债率	31.74%	53.64%	50.78%	53.50%	54.12%	51.72%

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究