

来凯医药-B (02105.HK)

ATK 抑制剂乳腺癌 3 期启动，ActRIIA 顺利进入临床

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	-	-	-	-	-
增长率 yoy (%)	-	-	-	-	-
归母净利润 (百万元)	-781.6	-368.8	-367.8	-373.0	-377.6
增长率 yoy (%)	-4.4	52.8	0.3	-1.4	-1.2
ROE (%)	41.0	-45.9	-84.3	-590.3	120.1
EPS 最新摊薄 (元)	-2.0	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0
P/E (倍)	-2.7	-5.6	-5.6	-5.6	-5.5
P/B (倍)	-1.1	2.6	4.8	32.8	-6.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024H1 公司亏损额为 1.44 亿元，同比减少 7328 万元。其中研发支出 1.26 亿元，同比增加 2381 万元；行政支出 0.30 亿元，同比减少 559 万元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司定期存款、现金及现金等价物总值为 6.56 亿元，同比减少 1.23 亿元。

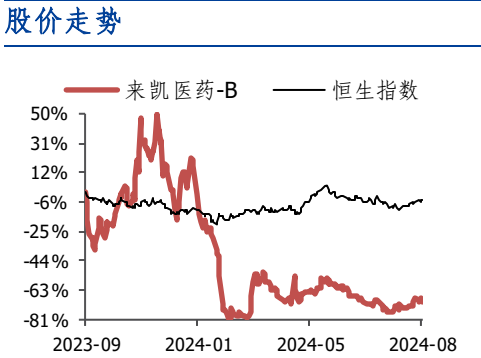
LAE102 单抗启动顺利启动临床，减脂增肌新方案值得关注。抑制 Activin-ActRII 通路可促进肌肉再生和减少脂肪，使得该方案成为新一代减肥药研究方向之一。公司在 ActRII 靶点上研究储备深厚，正在开发多款候选药物。LAE102 是一款 ActRIIA 特异性单抗，已于 2024 年上半年启动临床。1 期试验是一项随机、双盲、安慰剂对照研究，以评估治疗的安全性、耐受性和药物动力学。预计将在 2024 年第四季度完成 SAD 部分。LAE103 是 ActRIIB 选择性抗体，LAE123 是针对 ActRIIA/IIB 的双靶点抑制剂。二者均是公司候选药物产品管线中用于肌肉及其他疾病适应症的抗体。

LAE002 乳腺癌适应证的临床 3 期试验完成首例入组。LAE002 是一种 ATP 竞争性 AKT 抑制剂，公司于 2018 年获得诺华制药的授权。2024 年 5 月在中国启动 LAE002 联合氟维司群治疗 PIK3CA/AKT1/PTEN 改变及 HR+/HER2-LA/mBC 患者的临床 3 期试验 AFFIRM-205，并完成首例患者入组。根据弗若斯特沙利文数据，CDK4/6 抑制剂及内分泌治疗后的 HR+/HER2-乳腺癌领域具备数十亿美元的市场空间。LAE002 商业化后或将具备较强增长潜力。

LAE201 治疗前列腺癌的临床 3 期试验已获批。LAE201 是指 LAE002 和 LAE001 的联合药物。LAE001 是雄激素合成抑制剂，公司于 2017 年获得诺华制药授权。此前 LAE201 用于治疗接受氟维司群治疗后 mCPRC 患者的临床 2 期试验获得积极疗效，且耐受性良好。2024 年 5 月，临床 3 期试验方案已获得 FDA 批准。

2024 年下半年主要催化剂：1) 9 月将公布 LAE002 联合氟维司群治疗 HR+/HER2-乳腺癌的临床 1b 期研究数据。2) 10 月将公布 LAE002 联合信迪利单抗及白蛋白紫杉醇临床 1 期探索性研究结果。3) Q4 将提交 LAE120X (USP1 靶点抑制剂) 的 IND 申请。

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	医药
2024 年 8 月 30 日收盘价 (港元)	5.130
总市值 (百万港元)	2,001.21
流通市值 (百万港元)	2,001.21
总股本 (百万股)	390.10
流通股本 (百万股)	390.10
近 3 月日均成交额 (百万港元)	6.63



作者	
分析师	于夕朦
执业证书编号：	S1070520030003
邮箱：	yuximeng@cgws.com
联系人	高海飞
执业证书编号：	S1070122080039
邮箱：	gaohaifei@cgws.com
联系人	陈玥桦
执业证书编号：	S1070122080057
邮箱：	chenyuehua@cgws.com

相关研究	
1、《聚焦肿瘤和代谢领域，自研 ActRIIA 单抗增肌减脂成药潜力大—来凯医药-B (02105.HK) 首次覆盖报告》	2024-01-10

投资建议：公司针对未满足的癌症临床需求，专注于创新疗法的开发，核心管线 LAE002 和 LAE001 商业化渐近，以增肌减脂药物 LAE102 为代表的自研管线具备良好创新前景。我们看好公司产品未来商业化发展，预计 2024-2026 年归母净亏损 3.68/3.73/3.78 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：临床管线推进不及预期风险、市场竞争加剧风险、核心研发管理人员流失风险、产品生产质控不达标风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	334.63	788.05	650.69	698.56	651.85
现金	267.33	171.63	44.47	104.72	70.01
应收票据及应收账款	-	-	-	-	-
其他应收款	-	-	-	-	-
预付账款	11.56	9.11	11.05	10.58	10.25
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	55.74	607.31	595.16	583.26	571.59
非流动资产	145.23	144.25	137.02	129.46	122.43
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	5.27	4.51	3.80	3.09	2.39
无形资产	131.88	130.74	124.20	117.67	111.13
其他非流动资产	8.08	9.01	9.02	8.70	8.91
资产总计	479.86	932.30	787.70	828.02	774.27
流动负债	97.51	119.76	0.00	0.00	0.00
短期借款	19.78	49.40	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	-	-	-	-	-
其他流动负债	77.73	70.36	0.00	0.00	0.00
非流动负债	2,287.44	8.57	351.52	764.84	1,088.67
长期借款	0.00	0.00	342.95	756.27	1,080.10
其他非流动负债	2,287.44	8.57	8.57	8.57	8.57
负债合计	2,384.95	128.33	351.52	764.84	1,088.67
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03
资本公积	-1,905.09	803.95	803.95	803.95	803.95
留存收益	0.00	0.00	-367.79	-740.79	-1,118.37
归属母公司股东权益	-1,905.09	803.97	436.18	63.18	-314.40
负债和股东权益	479.86	932.30	787.70	828.02	774.27

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-306.28	-295.60	-378.46	-313.32	-317.14
净利润	-781.59	-368.81	-367.79	-373.00	-377.58
折旧摊销	6.67	5.33	7.24	7.24	7.24
财务费用	1.39	1.73	4.12	13.37	22.52
营运资金变动	-	-	-	-	-
其他经营现金流	467.26	66.15	-22.03	39.07	30.68
投资活动现金流	-4.22	-323.16	-38.13	-26.38	-18.89
资本支出	-	-	-	-	-
其他投资现金流	-4.22	-323.16	-38.13	-26.38	-18.89
筹资活动现金流	312.58	735.97	289.44	399.95	301.31
短期借款	17.78	29.62	-49.40	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	342.95	413.31	323.83
普通股增加	294.80	706.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	0.00	0.00	-4.12	-13.37	-22.52
现金净增加额	2.08	117.21	-127.16	60.25	-34.72

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-	-	-	-	-
营业成本	-	-	-	-	-
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	80.24	75.88	78.06	76.97	77.52
研发费用	313.36	230.49	243.62	251.14	253.88
财务费用	1.39	1.73	4.12	13.37	22.52
其他收益	4.35	6.26	3.87	4.83	4.98
营业利润	-399.34	-314.35	-329.66	-346.31	-358.90
营业外收入	-382.26	-54.47	-38.13	-26.69	-18.68
营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	-781.59	-368.81	-367.79	-373.00	-377.58
所得税	-	-	-	-	-
净利润	-781.59	-368.81	-367.79	-373.00	-377.58
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	-781.59	-368.81	-367.79	-373.00	-377.58
EBITDA	-773.54	-361.75	-356.43	-352.39	-347.82
EPS (元/股)	-2.00	-0.95	-0.94	-0.96	-0.97

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
EBIT 增长率 (%)		-0.04	0.53	0.01	0.01
EBITDA 增长率 (%)		-0.04	0.53	0.01	0.01
税后利润增长率 (%)		-0.04	0.53	0.00	-0.01
获利能力					
ROE (%)	0.41	-0.46	-0.84	-5.90	1.20
ROA (%)	-1.63	-0.40	-0.47	-0.45	-0.49
ROIC (%)	0.28	0.15	-0.48	-0.45	-0.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	497.01	13.76	44.63	92.37	140.61
估值比					
P/E	-2.77	-5.87	-5.89	-5.80	-5.73
P/B	-1.14	2.69	4.96	34.27	-6.89
EV/EBIT	0.32	0.33	-0.82	-1.81	-2.85
EV/EBITDA	0.32	0.34	-0.84	-1.85	-2.90
EV/NOPLAT	0.62	0.39	-0.92	-1.96	-3.00

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686