

2024年9月4日

康方生物 (9926.HK)

——业绩符合预期，产品销售持续高增，重磅临床加速推进

买入 (维持)

投资要点:

- **公司事件:** 康方生物发布 2024 年中期业绩公告，产品收入为 9.4 亿元，同比+24%(去年同期 7.6 亿元)，主要得益于公司两款双抗产品的获批上市和销售增长。其中，卡度尼利单抗 (PD-1/CTLA-4 双抗)销售稳定增长，收入 7.06 亿元，同比增长 16.5%。今年 5 月底获批的依沃西单抗(PD-1/VEGF 双抗)，2024H1 实现发货收入 1.03 亿元。
- **卡度尼利单抗 AK104: 销售延续高增长态势，后续大适应症稳步推进。**
- 销售业绩:** 得益于优异的临床疗效和市场需求，产品销量持续高增长，24H1 收入 7.06 亿元，同比+16.5%(去年同期 6.06 亿元)。自 2022 年 6 月 29 日上市以来，累积销售 26.1 亿元。
 - 两项新适应症 NDA+多项 III 期在研:** 1L 胃癌和 1L 宫颈癌的 NDA 分别于 24 年 1 月和 24 年 4 月获 CDE 受理。此外，肝癌术后辅助、中期肝癌、2L 胃癌和 1L PD-L1 阴性 NSCLC 均处于 3 期临床试验阶段。
 - 适应症布局广泛:** 卡度尼利通过联合用药布局众多大适应症，已开展临床试验 20 余项，旨在通过联合用药进一步拓展市场潜力。
- **依沃西单抗 AK112: 上市初期贡献强劲销售，海外确定性逐渐清晰**
- 销售业绩:** 依沃西单抗于今年 5 月 24 日获，联合获批上市，用于治疗 EGFR-TKI 治疗进展的 EGFR 突变非鳞状 NSCLC，获批一周内实现快速首批发货，获批短短 30 余天内，实现了约 1.03 亿元的发货收入。
 - 一线肺癌 NDA 受理+多项头对头 PD-(L)1 疗法的 III 期临床:** 依沃西单抗单药一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的新适应症 NDA 于今年 7 月获 CDE 受理，并纳入优先审评。此外，依沃西单抗+化疗对比替雷利珠+化疗一线治疗鳞状 NSCLC、依沃西单抗+化疗对比度伐利尤单抗+化疗一线治疗胆道癌、依沃西单抗+化疗对比帕博利珠单抗+化疗一线治疗鳞状 NSCLC 三项头对头 PD-(L)1 疗法的 III 期临床正在积极推进中。
 - 海外:** 合作伙伴 SUMMIT 积极推进 HARMONi 和 HARMONi-3 两项三期临床的入组。今年 6 月康方生物与 SUMMIT 签署了补充许可协议，并确认约 8000 万元授权收入。
- **在研肿瘤/非肿瘤管线丰富，HER3 ADC 等新药进入临床阶段。** 伊努西单抗 PCSK9 和依若奇单抗 IL-12/23 两款新药均处于 NDA 阶段，有望 24-25 年获批。古莫奇单抗 IL17A 处于 III 期阶段。莱法利单抗 CD47 针对血液瘤和实体瘤已在全球启动多项临床研究。普络西 VEGFR2 单抗联合 AK104 和化疗，针对 PD-(L)1+化疗一线治疗失败的晚期 GC/GEJC 的 III 期临床已实现首例入组。此外，公司中报披露，AK135 (IL-1RAP)、AK137 (CD73/LAG3)、AK138D1 (HER3 ADC)三款新药进入临床阶段。
- **盈利预测与估值。** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.67/41.64/65.96 亿元，归母净利润分别为-3.48/2.19/12.80 亿元。通过 DCF 方法计算，假设永续增长率为 3%，WACC 为 9.70%，公司合理股权价值为 555 亿元，对应 593 亿港元（汇率取人民币 1 元=1.07 港元）。鉴于公司创新管线出色，商业化强劲，海外临床确定性逐渐清晰，维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- 《康方生物 (9926.HK): 打造新一代 I/O 创新药旗舰，强势出海未来可期》，2024.07.29

股价数据: 2024年9月3日

收盘价 (港元)	49.05
年内最高/最低 (港元)	60.00/26.45
总市值 (亿港元)	424.70

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	838	4526	2567	4164	6596
同比增长率 (%)	271.26%	440.35%	-43.29%	62.20%	58.41%
毛利率 (%)	88.76%	97.06%	92.00%	91.00%	90.00%
归母净利润 (百万元人民币)	-1168	2028	-348	219	1280
同比增长率 (%)					484.49%
每股收益 (元人民币/股)	-1.35	2.34	-0.40	0.25	1.48
ROE (%)				4.8%	21.7%
市盈率				193.86	33.17

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、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人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)