

康方生物 (09926.HK)

研发及商业化均实现快速发展

优于大市

核心观点

依沃西头对头K药取得优效，正式进入商业化阶段。康方生物的PD1/VEGF双抗依沃西头对头K药单药一线治疗PD-L1阳性的NSCLC的3期临床在上半年达到PFS主要临床终点，且在各个亚组均显示强阳性结果。依沃西已在肺癌启动6项3期临床，并且新启动3项3期临床，广泛覆盖各大瘤种。2024年5月，依沃西获得中国药监局批准上市，用于二线治疗EGFRm nsqNSCLC；上半年依沃西实现收入1.03亿元。另外，公司与SUMMIT签署了补充协议，拓展了依沃西的许可市场范围。

卡度尼利拓展大适应症，销售端保持增长。PD1/CTLA4双抗卡度尼利已经完成GC 1L和CC 1L的3期临床并提交上市申请，并在肺癌、肝癌等大适应症中推进3期临床。卡度尼利上半年实现收入7.06亿元(+16.5%)，在上市的前两年累积销售超26亿元。公司的两大核心产品依沃西和卡度尼利均有望通过年底的谈判进入医保目录。

自免管线进入收获期，早期管线布局丰富。康方生物的AK101(IL-12/23)、AK102(PCSK9)已经递交上市申请，AK111(IL-17)的3期临床已达到终点，AK120(IL4R)在特应性皮炎适应症进行3期临床，自免管线纷纷进入收获期。肿瘤管线中，以两大双抗为基石，AK117(CD47)、AK109(VEGFR2)的联合治疗也分别进入3期临床。另外，公司有三款产品进入到临床阶段：AK135(IL-1RAP)、AK137(CD73xLAG3)和AK138D1(HER3 ADC)。

产品销售保持增长，在手现金充沛。康方生物上半年实现收入10.25亿元(-72%)，大幅下降因去年同期有大额授权收入；产品销售9.39亿元(+24%)，净亏损2.49亿元。截至2024年6月30日，公司的在手现金及现金等价物为56.9亿元。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；商业化不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

康方生物的研发和商业化均实现了快速发展，依沃西头对头K药取得PFS优效，并在全球推进3期临床；卡度尼利积极拓展大适应症。公司的商业化能力在两款单抗的销售中得到验证。我们维持对于公司未来三年的盈利预测，预计2024-26年的营收25.54/42.03/64.36亿元，同比增长-43.6%/64.6%/53.1%，归母净利润为-3.34/3.19/14.00亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	838	4,526	2,554	4,203	6,436
(+/-%)	271.3%	440.3%	-43.6%	64.6%	53.1%
净利润(百万元)	-1168	2028	-334	319	1400
(+/-%)	—	-273.6%	—	-195.4%	339.2%
每股收益(元)	-1.35	2.34	-0.39	0.37	1.62
EBIT Margin	-125.5%	64.3%	-24.4%	1.5%	20.1%
净资产收益率(ROE)	-44.3%	43.2%	-7.7%	6.8%	23.0%
市盈率(PE)	-33.9	19.5	-118.5	124.2	28.3
EV/EBITDA	-49.2	16.6	-112.9	171.9	31.4
市净率(PB)	15.02	8.44	9.09	8.47	6.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

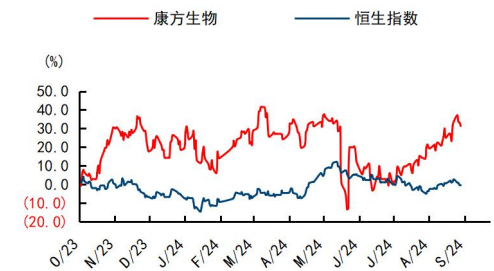
chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.20 港元
总市值/流通市值	41734/41734 百万港元
52周最高价/最低价	60.00/26.45 港元
近3个月日均成交额	211.90 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《康方生物(09926.HK)-AK112头对头K药达到优效，有望成为免疫治疗新基石》——2024-06-02

《康方生物(09926.HK)-卡度尼利销售增长强劲，多款产品研发快速推进》——2024-03-25

《康方生物(09926.HK)-全球临床顺利推进，商业化销售增长迅速》——2023-09-01

《康方生物-B(09926.HK)-卡度尼利销售快速增长，研发与国际化持续推进》——2023-03-19

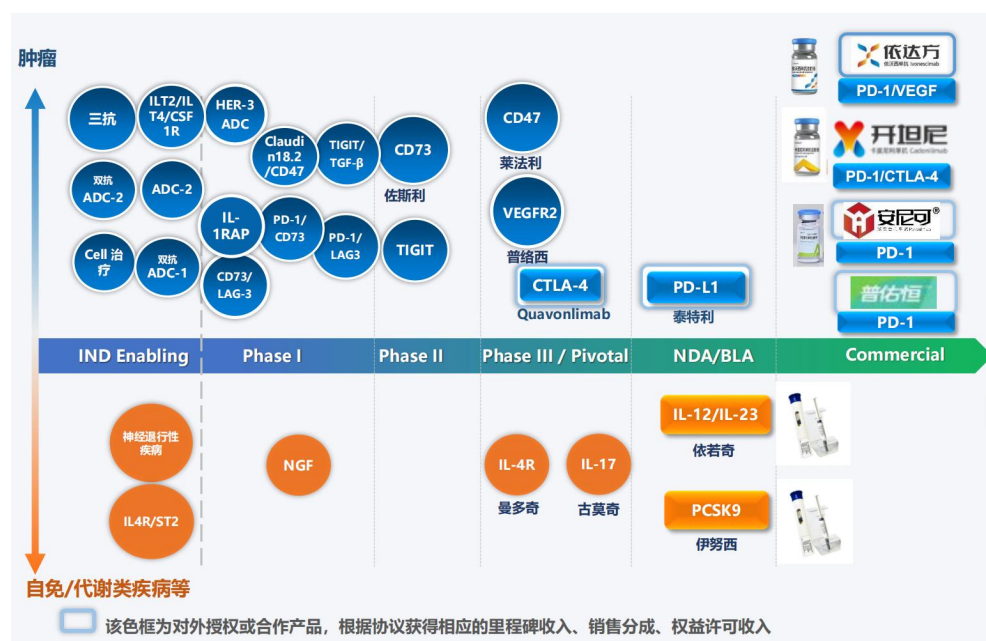
《康方生物-B(09926.HK)-AK112第一期首付款到账，关注海外临床进展》——2023-02-01

依沃西头对头 K 药取得优效，正式进入商业化阶段。康方生物的 PD1/VEGF 双抗依沃西头对头 K 药单药一线治疗 PD-L1 阳性的 NSCLC 的 3 期临床在上半年达到 PFS 主要临床终点，且在各个亚组均显示强阳性结果。依沃西已在肺癌启动 6 项 3 期临床，并且新启动 3 项 3 期临床，广泛覆盖各大瘤种。2024 年 5 月，依沃西获得中国药监局批准上市，用于二线治疗 EGFRm nsqNSCLC；上半年依沃西实现收入 1.03 亿元。另外，公司与 SUMMIT 签署了补充协议，拓展了依沃西的许可市场范围。

卡度尼利拓展大适应症，销售端保持增长。PD1/CTLA4 双抗卡度尼利已经完成 GC 1L 和 CC 1L 的 3 期临床并提交上市申请，并在肺癌、肝癌等大适应症中推进 3 期临床。卡度尼利上半年实现收入 7.06 亿元 (+16.5%)，在上市的前两年累积销售超 26 亿元。公司的两大核心产品依沃西和卡度尼利均有望通过年底的谈判进入医保目录。

自免管线进入收获期，早期管线布局丰富。康方生物的 AK101 (IL-12/23)、AK102 (PCSK9) 已经递交上市申请，AK111 (IL-17) 的 3 期临床已达到终点，AK120 (IL4R) 在特应性皮炎适应症进行 3 期临床，自免管线纷纷进入收获期。肿瘤管线中，以两大双抗为基石，AK117 (CD47)、AK109 (VEGFR2) 的联合治疗也分别进入 3 期临床。另外，公司有三款产品进入到临床阶段：AK135 (IL-1RAP)、AK137 (CD73xLAG3) 和 AK138D1 (HER3 ADC)。

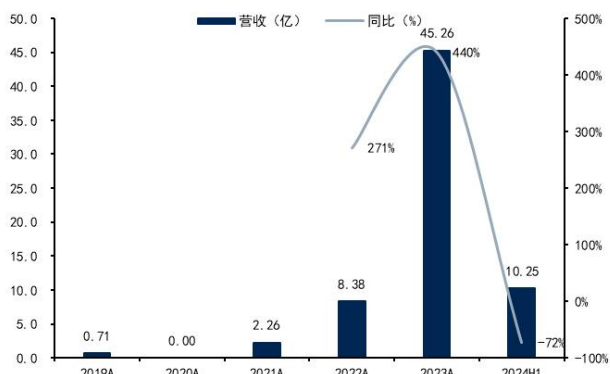
图1: 康方生物产品管线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

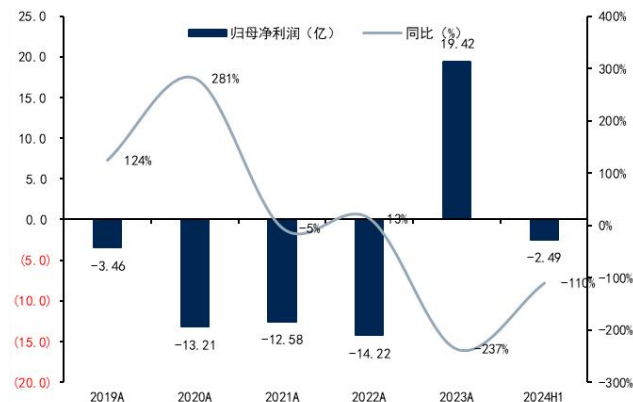
产品销售保持增长，在手现金充沛。康方生物上半年实现收入 10.25 亿元 (-72%)，大幅下降因去年同期有大额授权收入；产品销售 9.39 亿元 (+24%)，净亏损 2.49 亿元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的在手现金及现金等价物为 56.9 亿元。

图2: 康方生物营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



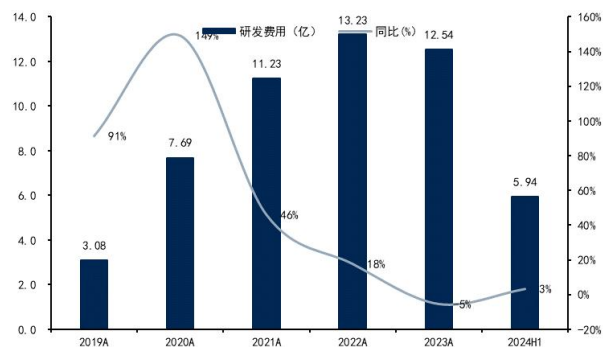
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 康方生物归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



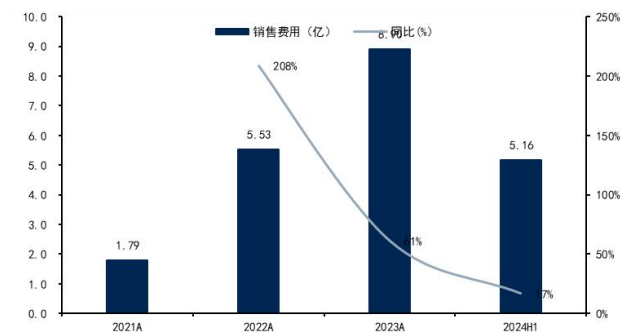
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 康方生物研发费用及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 康方生物销售费用及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。康方生物的研发和商业化均实现了快速发展, 依沃西头对头K药取得PFS优效, 并在全球推进3期临床; 卡度尼利积极拓展大适应症。公司的商业化能力在两款单抗的销售中得到验证。我们维持对于公司未来三年的盈利预测, 预计2024-26年的营收25.54/42.03/64.36亿元, 同比增长-43.6%/64.6%/53.1%, 归母净利润为-3.34/3.19/14.00亿元, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2092	1542	2960	2645	3079	营业收入	838	4526	2554	4203	6436
应收款项	428	390	700	1151	1763	营业成本	94	133	255	399	579
存货净额	342	392	50	158	295	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	2500	26	42	64	销售费用	271	28	1189	1760	2387
流动资产合计	3058	5677	4588	5019	6429	管理费用	1524	1454	1732	1980	2177
固定资产	2000	2824	2929	2922	2902	财务费用	(29)	(65)	131	128	129
无形资产及其他	20	29	22	14	7	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	408	346	346	346	346	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	10	305	305	305	305	其他收入	(529)	(1159)	202	214	227
资产总计	5496	9181	8190	8607	9990	营业利润	(1552)	1817	(553)	150	1391
短期借款及交易性金融负债	446	391	294	377	354	营业外净收支	129	126	150	150	150
应付款项	328	398	25	79	148	利润总额	(1422)	1943	(403)	300	1541
其他流动负债	587	416	298	314	295	所得税费用	0	0	0	36	185
流动负债合计	1361	1205	617	770	796	少数股东损益	(254)	(86)	(69)	(55)	(44)
长期借款及应付债券	1421	2577	2577	2577	2577	归属于母公司净利润	(1168)	2028	(334)	319	1400
其他长期负债	166	880	880	880	880	现金流量表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	1587	3458	3458	3458	3458	净利润	(1168)	2028	(334)	319	1400
负债合计	2948	4662	4074	4227	4254	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(88)	(174)	(242)	(297)	(341)	折旧摊销	106	0	202	214	227
股东权益	2636	4692	4358	4677	6077	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	5496	9181	8190	8607	9990	财务费用	(29)	(65)	131	128	129
关键财务与估值指标	2021	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	24	(1836)	2015	(506)	(722)
每股收益	(1.35)	2.34	(0.39)	0.37	1.62	其它	(254)	(86)	(69)	(55)	(44)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1292)	107	1814	(28)	861
每股净资产	3.04	5.42	5.03	5.40	7.02	资本开支	0	(824)	(300)	(200)	(200)
ROIC	-25%	50%	-11%	2%	26%	其它投资现金流	(196)	(657)	0	(170)	(205)
ROE	-44%	43%	-8%	7%	23%	投资活动现金流	(206)	(1776)	(300)	(370)	(405)
毛利率	89%	97%	90%	90%	91%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-126%	64%	-24%	2%	20%	负债净变化	618	1156	0	0	0
EBITDA Margin	-113%	64%	-17%	7%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	271%	440%	-44%	65%	53%	其它融资现金流	(286)	(1192)	(96)	83	(23)
净利润增长率	--	-274%	--	-195%	339%	融资活动现金流	949	1120	(96)	83	(23)
资产负债率	52%	49%	47%	46%	39%	现金净变动	(549)	(550)	1418	(315)	434
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2642	2092	1542	2960	2645
P/E	(33.9)	19.5	(118.5)	124.2	28.3	货币资金的期末余额	2092	1542	2960	2645	3079
P/B	15.0	8.4	9.1	8.5	6.5	企业自由现金流	0	251	1294	(435)	443
EV/EBITDA	(49)	17	(113)	172	31	权益自由现金流	0	280	1066	(465)	306

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032