

医药	收盘价 港元 55.80	目标价 港元 77.00个	潜在涨幅 +38.0%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年9月9日

康方生物 (9926 HK)

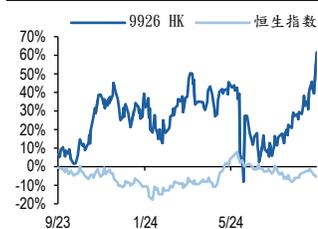
依沃西头对头 K 药数据超预期，有望成为新一代 I/O 基石，上调目标价

- ⊕ **依沃西单抗首个头对头 K 药 III 期疗效数据亮眼：**AK112-303/HARMONi-2 研究数据在 WCLC 2024 Presidential Symposium 上公布：ITT 人群中的 PFS HR 为 0.51（依沃西和 K 药组 mPFS：11.14 vs. 5.82 个月，其中 K 药数据与 KEYNOTE-042 中的 mPFS 数值相似），优于市场此前预期，9 个月 PFS 率分别为 56% vs. 40%，且随着随访时间拉长 PFS 曲线持续拉开距离（图表 1）；依沃西组的 ORR 和 DCR 也显著更优（50.0% vs. 38.5%、89.9% vs. 70.5%）。在各个主要亚组均达到统计学显著的优效：PD-L1 中低表达（TPS 1-49%）和高表达（TPS≥50%）受试者中的 PFS HR 分别为 0.54 和 0.46，鳞癌和非鳞癌 HR 分别为 0.48 和 0.54，脑转移和肝转移 HR 分别为 0.55 和 0.47，均与 ITT 人群结果相似。
- ⊕ **安全性进一步验证，产品疗效-风险特征优异：**依沃西组三级及以上 TRAE 和严重 TRAE 发生率分别为 29.4%/20.8%（vs. K 药组 15.6%/16.1%，但低于 K 药+仑伐组合在 LEAP-007 试验中 57.9%的三级及以上 TRAE），导致停药/死亡的 TRAE 发生率为 1.5%/0.5%，甚至低于 K 药组的 3.0%/1.0%（LEAP-007：29.1%/5.2%）。鳞癌受试者中中央型占比 72.2%（在贝伐珠治疗过程中更易出现咯血副作用），两组的三级及以上和严重 TRAE 并无明显差异（22.2%/18.9% vs. 18.7%/18.7%）。依沃西所有 VEGF 相关 AE 均为 1-3 级，出血发生率略高于 K 药组。考虑到出血风险显著抑制了贝伐珠在肺鳞癌患者中的应用，依沃西为鳞癌患者提供了可行的 VEGF 靶向治疗方案。
- ⊕ **上调目标价，重申九月金股推荐：**公司预计依沃西治疗 1L PD-L1+ NSCLC 将于 1H25 在中国获批，同时合作伙伴 Summit 即将启动一项全球 III 期试验 HARMONi-7，针对 PD-L1 TPS≥50% NSCLC 的一线治疗。基于优异且超预期的临床数据，我们上调依沃西的海外开发成功率及销售预测（主要影响公司长期收入预测），并上调 DCF 目标价至 77.0 港元（前为 72.0 港元），继续将公司选为行业重点推荐标的及九月金股。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	55.80
52周低位 (港元)	31.80
市值 (百万港元)	48,169.35
日均成交量 (百万)	38.29
年初至今变化 (%)	20.26
200天平均价 (港元)	44.33

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

财务数据一览

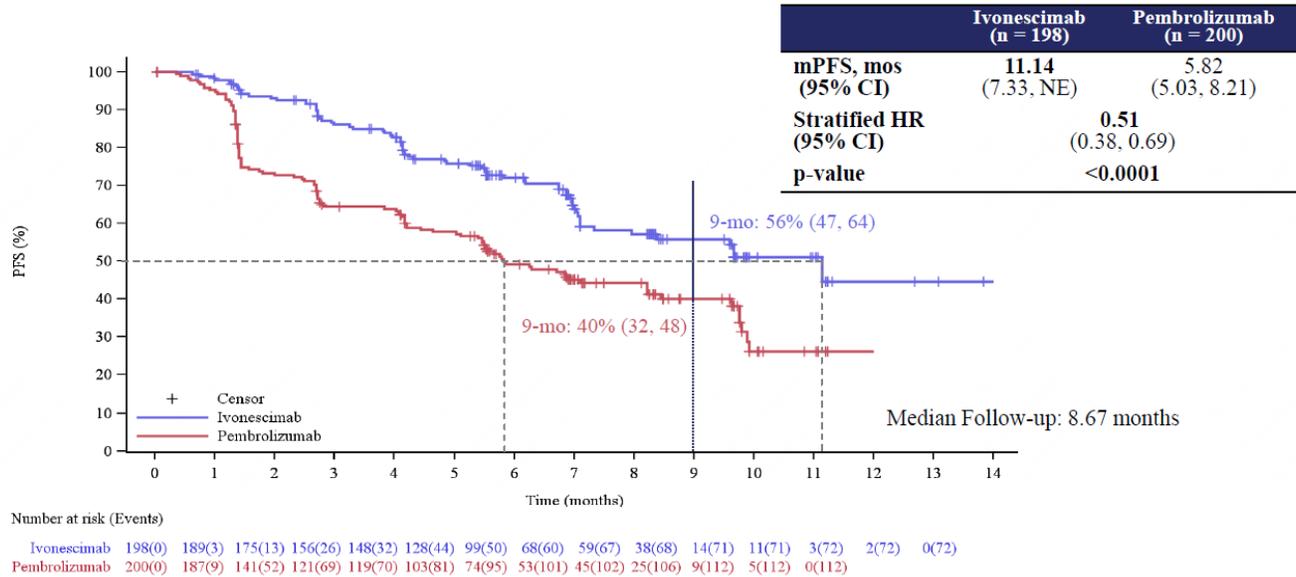
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	838	4,526	2,692	4,342	5,989
同比增长 (%)	271.3	440.3	-40.5	61.3	37.9
净利润 (百万人民币)	(1,168)	2,220	(302)	683	1,664
每股盈利 (人民币)	(1.46)	2.41	(0.36)	0.81	1.98
同比增长 (%)	10.4	-265.5	-114.9	-325.9	143.8
前EPS预测值 (人民币)				0.81	1.96
调整幅度 (%)				0.2	1.1
市盈率 (倍)	NA	21.0	NA	62.5	25.6
每股账面净值 (人民币)	3.13	5.58	5.11	5.94	7.90
市账率 (倍)	16.19	9.10	9.93	8.55	6.42

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

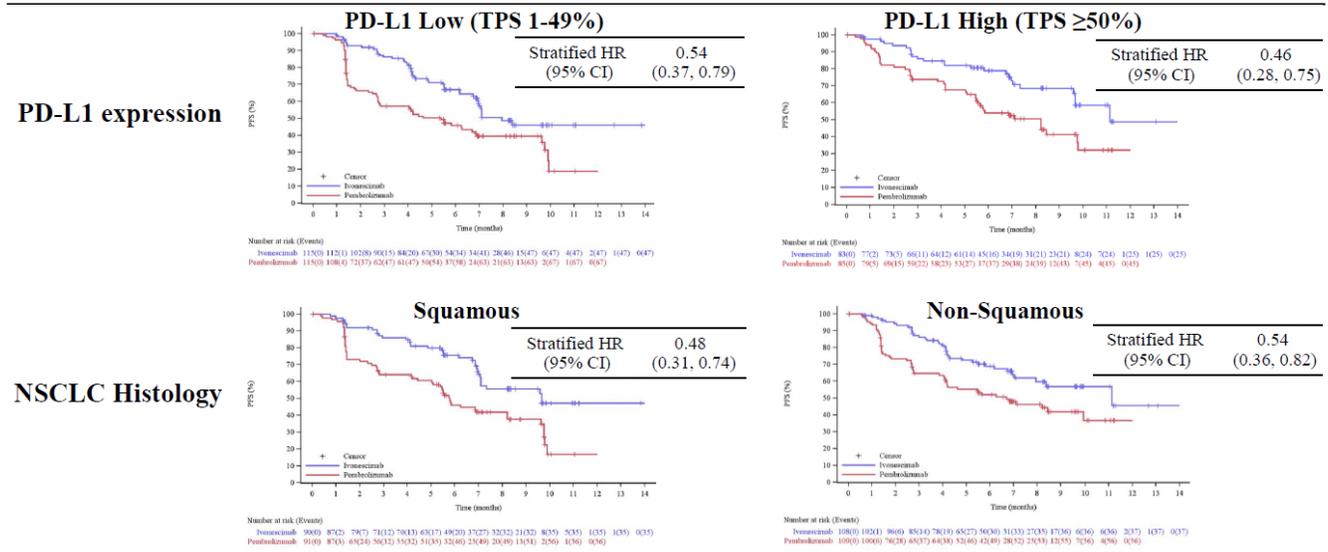
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: AK112-303/HARMONI-2 研究主要终点：由 IRRC 评估的 PFS



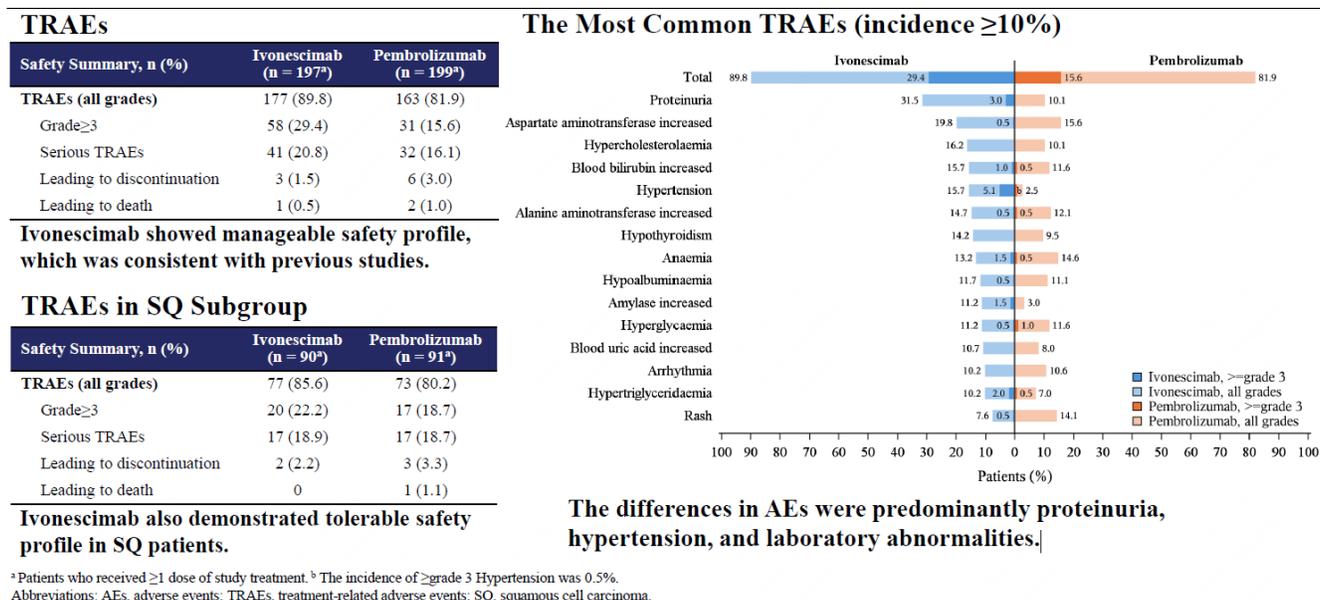
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: AK112-303/HARMONI-2 研究：PFS 亚组分析



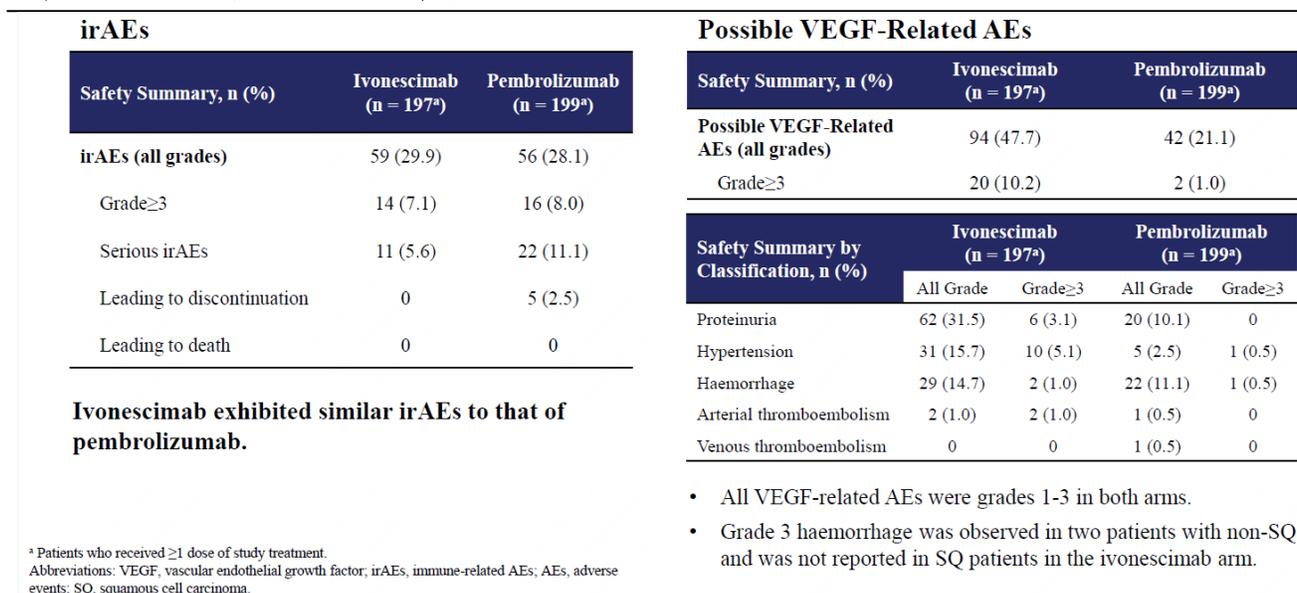
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: AK112-303/HARMONI-2 研究：安全性结果总结



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: AK112-303/HARMONI-2 研究：irAE 及 VEGF 相关 AE



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 康方生物：财务预测变动

百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,692	2,692	0%	4,342	4,341	0%	5,989	5,971	0%
毛利润	2,509	2,509	0%	4,046	4,044	0%	5,569	5,551	0%
毛利率	93.2%	93.2%	0.0ppt	93.2%	93.2%	0.0ppt	93.0%	93.0%	0.0ppt
归母净利润 (亏损)	(302)	(302)	NA	683	681	0%	1,664	1,647	1%
净利率	NA	NA	NA	15.7%	15.7%	0.0ppt	27.8%	27.6%	0.2ppt

资料来源: 交银国际预测

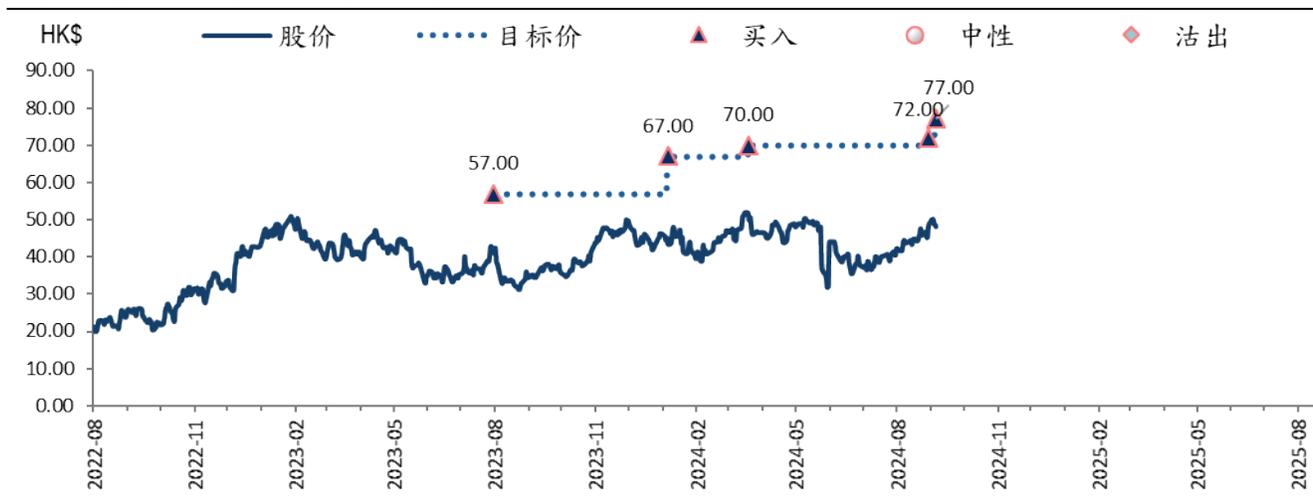
图表 6: 康方生物：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	4,342	5,989	8,397	10,501	12,272	14,127	15,382	16,263	16,542
EBIT	759	1,605	2,823	4,380	5,651	6,793	7,513	8,146	8,257
EBIT * (1-t)	645	1,365	2,400	3,723	4,803	5,774	6,386	6,924	7,019
加: 折旧摊销	233	248	259	271	285	299	314	329	344
减: 营运资金增加/ (减少)	(203)	(132)	(126)	(109)	(99)	(88)	(97)	(91)	(100)
减: 资本开支	(430)	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)	(531)
自由现金流	244	1,091	2,106	3,440	4,522	5,496	6,091	6,642	6,732
永续增长率	2%								
自由现金流现值	22,080								
终值现值	40,280								
企业价值	62,359								
净现金	(1,808)								
少数股东权益	57								
股权价值 (百万人民币)	60,609								
股权价值 (百万港元)	66,669								
股份数量 (百万)	866								
每股价值 (港元)	77.0								

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.2
股权成本	11.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	10.0%

资料来源: 交银国际预测

图表 7: 康方生物 (9926 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	55.80	77.00	38.0%	2024 年 09 月 09 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	41.75	60.00	43.7%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	23.40	44.00	88.1%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	36.20	66.00	82.3%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	12.46	24.00	92.6%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.70	28.75	168.7%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	48.29	76.00	57.4%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	115.60	156.00	34.9%	2024 年 08 月 08 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	26.90	40.40	50.2%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.64	4.40	588.1%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.29	7.40	223.0%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	20.65	44.00	113.1%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.34	12.30	8.5%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.62	24.50	56.9%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	83.05	93.30	12.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	48.70	33.10	-32.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	31.35	42.50	35.6%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.95	10.00	68.1%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.14	4.80	53.0%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.44	14.00	88.2%	2024 年 04 月 01 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.68	20.40	9.2%	2024 年 08 月 28 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.55	47.00	5.5%	2024 年 08 月 26 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.66	6.30	35.3%	2024 年 08 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 9 月 9 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	838	4,526	2,692	4,342	5,989
主营业务成本	(94)	(133)	(183)	(296)	(420)
毛利	744	4,393	2,509	4,046	5,569
销售及管理费用	(199)	(200)	(209)	(313)	(428)
研发费用	(1,323)	(1,254)	(1,379)	(1,526)	(1,711)
其他经营净收入/费用	(600)	(718)	(1,118)	(1,220)	(1,509)
经营利润	(1,379)	2,221	(197)	987	1,921
财务成本净额	(43)	(87)	(138)	(154)	(156)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(1,422)	2,134	(336)	833	1,765
税费	0	(0)	0	0	265
非控股权益	254	86	34	(150)	(365)
净利润	(1,168)	2,220	(302)	683	1,664
作每股收益计算的净利润	(1,168)	2,028	(302)	683	1,664

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,092	1,542	1,032	1,570	3,439
应收账款及票据	271	296	384	576	692
存货	342	392	588	705	846
其他流动资产	353	3,447	3,457	3,467	3,478
总流动资产	3,058	5,677	5,461	6,318	8,455
物业、厂房及设备	2,000	2,824	2,805	2,985	3,111
无形资产	172	344	210	228	244
其他长期资产	266	336	288	288	288
总长期资产	2,437	3,504	3,303	3,501	3,643
总资产	5,496	9,181	8,764	9,819	12,099
短期贷款	446	391	430	473	520
应付账款	908	798	949	1,066	1,202
其他短期负债	7	16	17	19	20
总流动负债	1,361	1,205	1,396	1,557	1,742
长期贷款	1,421	2,577	2,877	2,877	2,877
其他长期负债	166	880	273	301	331
总长期负债	1,587	3,458	3,151	3,178	3,208
总负债	2,948	4,662	4,547	4,735	4,951
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,636	4,692	4,424	5,141	6,840
股东权益	2,636	4,692	4,424	5,141	6,840
非控股权益	(88)	(174)	(207)	(57)	308
总权益	2,548	4,519	4,217	5,084	7,148

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,422)	1,943	(336)	833	1,765
折旧及摊销	106	143	199	233	248
营运资本变动	(32)	10	(143)	(203)	(132)
利息调整	(6)	(95)	(16)	(11)	(16)
税费	0	(0)	0	0	265
其他经营活动现金流	114	468	199	218	223
经营活动现金流	(1,240)	2,468	(97)	1,068	2,352
资本开支	(802)	(879)	(630)	(430)	(390)
投资活动	(200)	(603)	0	0	0
其他投资活动现金流	113	(2,515)	0	0	0
投资活动现金流	(890)	(3,997)	(630)	(430)	(390)
负债净变动	1,005	1,099	339	43	47
权益净变动	500	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(20)	(138)	(122)	(144)	(140)
融资活动现金流	1,486	961	217	(101)	(93)
汇率收益/损失	95	19	0	0	0
年初现金	2,642	2,092	1,542	1,032	1,570
年末现金	2,092	1,542	1,032	1,570	3,439

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1,457)	2,412	(0,359)	0,812	1,979
全面摊薄每股收益	(1,457)	2,412	(0,359)	0,812	1,979
Non-GAAP标准下的每股收益	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
每股账面值	3,134	5,579	5,110	5,938	7,900
利润率分析(%)					
毛利率	88.8	97.1	93.2	93.2	93.0
EBITDA利润率	12.6	3.2	7.4	5.4	4.1
EBIT利润率	(158.9)	45.3	(8.9)	17.5	26.8
净利率	(139.5)	49.0	(11.2)	15.7	27.8
盈利能力(%)					
ROA	(21.3)	24.2	(3.4)	7.0	13.8
ROE	(45.9)	49.1	(7.2)	13.4	23.3
ROIC	(26.5)	29.7	(4.0)	8.1	15.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	31.5	53.9	35.0	净现金
流动比率	2.2	4.7	3.9	4.1	4.9
存货周转天数	1,325.7	1,073.4	1,174.4	869.2	735.2
应收账款周转天数	118.1	23.8	52.1	48.4	42.2
应付账款周转天数	3,521.9	2,187.0	1,896.4	1,313.4	1,044.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年9月9日
康方生物 (9926 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。