

医药	收盘价 港元 69.15	目标价 港元 87.00个	潜在涨幅 +25.8%	2024年10月2日
----	-----------------	------------------	----------------	------------

康方生物 (9926 HK)

新品/新适应症获批、优异临床数据读出密集落地，上调目标价

- ① 两项上市申请获批，商业化产品组合首次延伸至非肿瘤领域：9月30日，公司宣布开坦尼获批用于胃癌的一线治疗，这是开坦尼在中国获批的第二项适应症。国际癌症研究机构（IARC）的数据显示，2020年我国新发胃癌病例约48万，在所有癌症种类中排名第三。因此，我们预计该适应症的获批将显著扩大开坦尼的潜在适用人群，若年底医保谈判成功，明年有望快速进院、渗透潜力巨大的目标市场。同日，公司抗PCSK9伊努西单抗（AK102）获批上市，用于接受他汀类药物治疗后，仍无法达到LDL-C目标的原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常的成人患者。这是公司首个非肿瘤领域商业化产品，也是第二个获批上市的国产PCSK9单抗；随着另一款同处上市审评阶段的竞品未获批准，产品当前竞争格局良好。基于上述批准，我们提高相应适应症的POS假设至100%，开坦尼和伊努西的经POS调整峰值销售预测分别上调至52亿/12亿元人民币。

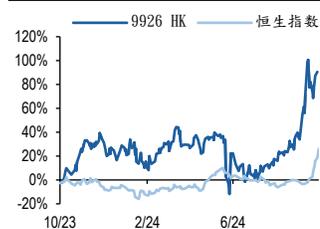
- ② 临床数据密集公布：除在WCLC大会上公布的依沃西头对头K药研究数据（此前报告），公司近期还在EADV、ESMO等大会上公布了多项重要数据，建议重点关注：1）IL-17古莫奇单抗治疗中重度斑块型银屑病的II期结果显示，古莫奇治疗组在第12周显著提高了PASI90、PASI75和sPGA0/1反应率，且疗效可维持至第68周。此前，古莫奇治疗中重度斑块型银屑病的关键注册III期临床研究已达到包括PASI100和sPGA0/1在内的全部疗效终点。2）依沃西多项实体瘤一线治疗的II期研究优异数据发表于ESMO大会，包括一线MSS/pMMR mCRC（+CD47）、一线TNBC和一线PD-L1+HNSCC（+CD47），有望进一步扩大产品临床应用空间、延长生命周期。

- ③ 上调目标价：我们上调公司2024-26年收入6-10%，以反映近期新产品/新适应症的获批和积极临床进展。我们最新的DCF目标价为87.0港元，对应未来12个月26%的潜在升幅，重点催化剂包括开坦尼和依沃西医保谈判情况及国内新适应症上市审批进展、依沃西海外大III期研究进展等。

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)	72.20
52周低位 (港元)	31.80
市值 (百万港元)	59,737.99
日均成交量 (百万)	9.38
年初至今变化 (%)	49.03
200天平均价 (港元)	46.19

资料来源: FactSet

丁政宁

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

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

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	2,849	4,786	6,465
同比增长 (%)	271.3	440.3	-37.1	68.0	35.1
净利润 (百万人民币)	(1,168)	2,220	(254)	786	1,880
每股盈利 (人民币)	(1.46)	2.41	(0.30)	0.93	2.23
同比增长 (%)	10.4	-265.5	-112.5	-409.4	139.3
前EPS预测值 (人民币)			(0.36)	0.81	1.98
调整幅度 (%)			-16.0	15.1	12.9
市盈率 (倍)	NA	25.9	NA	66.8	27.9
每股账面净值 (人民币)	3.13	5.58	5.17	6.11	8.32
市账率 (倍)	19.91	11.18	12.08	10.21	7.50

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: 康方生物：财务预测变动

人民币百万	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	2,849	2,692	6%	4,786	4,342	10%	6,465	5,989	8%
毛利润	2,654	2,509	6%	4,456	4,046	10%	6,009	5,569	8%
毛利率	93.2%	93.2%	-0.1ppt	93.1%	93.2%	-0.1ppt	93.0%	93.0%	0.0ppt
归母净利润 (亏损)	(254)	(302)	NA	786	683	15%	1,880	1,664	13%
净利率	NA	NA	NA	16.4%	15.7%	0.7ppt	29.1%	27.8%	1.3ppt

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 康方生物：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	
收入	4,786	6,465	9,144	11,361	13,218	15,184	16,514	17,414	17,709	
EBIT	862	1,808	3,180	4,844	6,185	7,528	8,379	9,117	9,245	
EBIT * (1-t)	732	1,537	2,703	4,118	5,257	6,399	7,123	7,749	7,858	
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)	(103)	
减：资本开支	(430)	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)	(531)	
自由现金流	331	1,263	2,410	3,834	4,976	6,121	6,828	7,467	7,568	
永续增长率	2%									
自由现金流现值	24,802									
终值现值	45,281									
企业价值	70,083									
净现金	(1,629)									
少数股东权益	29									
股权价值 (百万人民币)	68,483									
股权价值 (百万港元)	75,332									
股份数量 (百万)	866									
每股价值 (港元)	87.0									

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 3: 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 4: 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	69.15	87.00	25.8%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	46.60	60.00	28.7%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	27.35	44.00	60.9%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	43.95	66.00	50.2%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	18.84	24.00	27.4%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.88	28.75	107.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	47.48	76.00	60.1%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	143.60	156.00	8.6%	2024 年 08 月 08 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	33.10	40.40	22.1%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.86	4.40	412.1%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.38	7.40	68.9%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	26.00	44.00	69.2%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	20.15	12.30	-39.0%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	25.95	24.50	-5.6%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	78.67	93.30	18.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	52.90	33.10	-37.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	32.00	42.50	32.8%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.15	10.00	39.9%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.98	4.80	20.7%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.77	14.00	59.7%	2024 年 04 月 01 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	21.85	20.40	-6.6%	2024 年 08 月 28 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	52.30	47.00	-10.1%	2024 年 08 月 26 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	6.43	6.30	-2.0%	2024 年 08 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 10 月 2 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	838	4,526	2,849	4,786	6,465
主营业务成本	(94)	(133)	(195)	(330)	(455)
毛利	744	4,393	2,654	4,456	6,009
销售及管理费用	(199)	(200)	(223)	(327)	(432)
研发费用	(1,323)	(1,254)	(1,379)	(1,656)	(1,792)
其他经营净收入/费用	(600)	(718)	(1,195)	(1,361)	(1,636)
经营利润	(1,379)	2,221	(144)	1,112	2,150
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	(282)	958	1,993
税费	0	(0)	0	0	299
非控股权益	254	86	28	(172)	(413)
净利润	(1,168)	2,220	(254)	786	1,880
作每股收益计算的净利润	(1,168)	2,028	(254)	786	1,880

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,092	1,542	1,086	1,749	3,881
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	5,514	6,498	8,897
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	8,818	9,999	12,540
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	4,473	5,293	7,206
股东权益	2,636	4,692	4,473	5,293	7,207
非控股权益	(88)	(174)	(202)	(29)	383
总权益	2,548	4,519	4,271	5,263	7,590

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	(282)	958	1,993
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)	(18)
税费	0	(0)	0	0	299
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	(43)	1,193	2,613
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)	(143)	(138)
融资活动现金流	1,486	961	217	(100)	(91)
汇率收益/损失	95	19	0	0	0
年初现金	2,642	2,092	1,542	1,086	1,749
年末现金	2,092	1,542	1,086	1,749	3,881

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	(0.302)	0.934	2.235
全面摊薄每股收益	(1.457)	2.412	(0.302)	0.934	2.235
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	5.166	6.113	8.323
利润率分析 (%)					
毛利率	88.8	97.1	93.2	93.1	93.0
EBITDA利润率	12.6	3.2	7.0	4.9	3.8
EBIT利润率	(158.9)	45.3	(6.6)	18.0	28.0
净利率	(139.5)	49.0	(8.9)	16.4	29.1
盈利能力 (%)					
ROA	(21.3)	24.2	(2.9)	7.9	15.0
ROE	(45.9)	49.1	(5.9)	14.9	24.8
ROIC	(26.5)	29.7	(3.4)	9.1	17.1
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	31.5	52.0	30.4	净现金
流动比率	2.2	4.7	4.0	4.2	5.1
存货周转天数	1,325.7	1,073.4	1,099.9	780.7	678.6
应收账款周转天数	118.1	23.8	49.2	44.0	39.0
应付账款周转天数	3,521.9	2,187.0	1,776.2	1,179.6	963.8

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**

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。