

买入

2024年12月9日

## 研发管线初步展现世界级潜力

► **24年上半年公司归母利润亏损 2.4 亿元：**24 年上半年公司产品收入同比+24%至 9.4 亿元，其中卡度尼利收入同比上升 16.5%至 7.1 亿元；派安普利单抗 1.3 亿元，伊沃西 1.0 亿元，加上许可费收入公司录得总收入 10.3 亿元，毛利率为 91.3%，研发开支+3%至 5.9 亿元，归母利润亏损 2.4 亿元。24 年中公司在手净现金为 24 亿元。24 年 2 次配售（3 月和 10 月）分别融资 11.7 亿和 19.2 亿港元。

► **产品管线进展：**（1）**卡度尼利 AK104 (PD-1 / CTLA-4)：**一线宫颈癌达到 PFS (12.7 vs 8.1 个月, HR 0.62) 和 OS (未达到 vs 22.8, HR 0.64) 双终点，唯一全人群及 PD-L1 低表达/阴性均疗效显著 (CPS <1 人群将死亡风险降低了 23%)，24 年 4 月递交上市申请；一线胃癌 24 年 10 月获批，达到 OS 终点 (15 vs 10.8 个月, HR 0.62)，是唯一全人群获益一线胃癌三期研究，有效弥补当下 PD-1 单抗在 PD-L1 低表达及阴性胃癌中疗效有限的临床空白 (PD-L1 CPS <1 mOS 为 17.6 个月，而 PD-1 的 mOS 一般在 11 个月左右)；PD-(L)1 进展后胃癌、肝细胞癌术后辅助治疗、中晚期不可切除肝细胞癌和一线 PD-L1 表达阴性非小细胞肺癌、同步/序贯放疗后非小细胞肺癌处于 III 期。（2）**依沃西 AK112 (PD-1 / VEGF)：**EGFR 治疗后进展的非小细胞肺癌 24 年 5 月获批，Summit 海外 III 期已完成招募，获得 FDA 快速通道资格，预计 25 年中将获得多区域试验的顶线数据。一线 PD-L1 阳性 NSCLC 单药头对头 PK 帕博利珠单抗 III 期临床达到 PFS 主要终点 (11.14 vs 5.82 个月, HR 0.51)，7 月递交 NDA, Summit 计划在 25 年初启动 PD-L1 TPS ≥ 50% 1L NSCLC 的 III 期临床 (单药对比 K 药)。一线鳞状非小细胞肺癌中国 III 期入组中，海外 Summit 将一线鳞癌修订人群拓展至非鳞癌人群，Vs K 药+化疗，样本量扩展至 1080 例。同期启动一线胆道癌、一线胰腺癌和一线 PD-L1 表达阳性头颈鳞癌 (联合 AK117-CD47) 的 III 期临床。AK104 和 112 都纳入医保。（3）**派安普利单抗 AK105 (PD-1)：**1L 鼻咽癌在评审中，一线肝癌递交 NDA。（4）**伊努西单抗 AK102 (PCSK)：**24 年 10 月获批。（5）**依若奇单抗 AK101 (IL-12/IL-23)：**中重度斑块银屑病 23 年 8 月递交上市申请。（6）**古莫奇单抗 AK111 (IL-17)：**中重度银屑病 III 期临床完成入组，强直性脊柱炎 III 期入组中。（7）其他产品包括：临床 III 期的莱法利单抗 AK117 (CD47, 该靶点全球首个实体瘤三期临床) 和普络西单抗 AK109 (VEGFR-2) 和曼多奇单抗 AK120 (IL-4R)。临床 II 期的 AK119 (CD73)、AK127 (TIGIT)、AK130 (TIGIT/TGF-β)。临床 I 期的、AK115 (NGF)、AK129 (PD-1/LAG-3)、AK131 (PD-1/CD73)、AK132 (Claudin18.2/CD47)、AK139 (IL4R/ST2)、AK137 (CD73/LAG-3)、AK138D1 (HER3 ADC) 和 AK135 (IL-1RAP)。

► **提升目标价至 77.7 港元：**我们以 DCF 估值法，假设 WACC 为 10.0%，永续增长为 3.0%对公司进行估值，主要考虑临床后线产品的估值，并计入 AK112 的部分海外价值 (60 亿美金销售, 60%成功概率)，得出目标价 77.7 港元，较现价有 19%上升空间，买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852 2532 1960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

## 主要数据

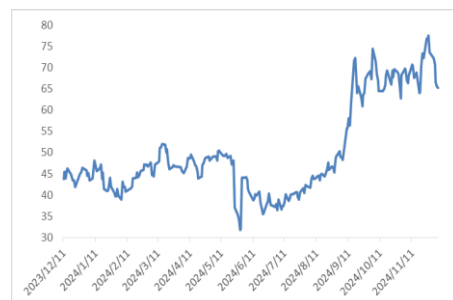
行业	医药
股价	65.2 港元
目标价	77.7 港元 (+19.0%)
股票代码	9926
已发行股本	8.98 亿股
市值	585.21 亿港元
52 周高/低	78.75 港元/26.45 港元
每股净现值	5.7 港元
主要股东	夏瑜 (25.45%)

## 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (人民币千元)	837,656	4,526,253	2,501,884	3,318,193	5,017,288
变动 (%)	271.3%	440.3%	-44.7%	32.6%	51.2%
归母净利润(亏损) (人民币千元)	-1,168,388	2,028,300	-183,986	-204,377	775,317
每股基本盈利 (人民币元)	-1.42	2.42	-0.21	-0.23	0.87
变动 (%)	7.3%	/	/	/	-475.6%
市盈率@65.2港元 (倍)	N/A	24.9	N/A	(260.5)	69.3
每股派息 (人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 股价表现



资料来源：彭博

# 主要财务报表

## 财务报表摘要

9926.HK

损益表

&lt;人民币千元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	837,656	4,526,253	2,501,884	3,318,193	5,017,288
毛利	743,539	4,393,005	2,365,077	3,002,970	4,496,348
销售及管理费用	-751,668	-1,090,478	-1,262,899	-1,545,460	-1,686,599
研发费用	-1,323,098	-1,254,023	-1,340,127	-1,672,389	-2,018,600
其他净收益	-47,699	172,730	142,172	142,172	142,172
EBIT	-1,378,926	2,221,234	-95,777	-72,707	933,322
财务开支	-43,290	-86,987	-109,726	-131,672	-158,006
税前盈利	-1,422,211	1,942,525	-205,502	-204,377	775,317
所得税	0	-174	0	0	0
归母净利润	-1,168,388	2,028,300	-183,986	-204,377	775,317
折旧及摊销	-50,745	-126,496	-174,896	-204,755	-222,316
EBITDA	-1,328,181	2,347,730	79,119	132,048	1,155,638
增长					
总收入 (%)	271.3%	440.3%	-44.7%	32.6%	51.2%
EBITDA (%)	-10.8%	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS (%)	-7.3%	N/A	N/A	-10.0%	N/A

## 资产负债表

&lt;人民币千元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	2,092,388	1,542,313	3,873,208	3,170,021	3,515,877
应收账款	157,199	94,918	166,276	379,180	445,579
存货	341,832	391,868	201,658	230,153	483,463
其他流动资产	467,052	3,647,667	3,370,829	3,447,675	3,539,891
总流动资产	3,058,471	5,676,766	7,611,971	7,227,030	7,984,810
固定资产	1,999,616	2,823,982	3,489,373	3,905,909	4,124,092
无形资产	8,496	6,417	8,094	7,769	7,338
其他非流动资产	419,365	368,445	399,853	447,103	494,353
总资产	5,485,948	8,875,610	11,509,290	11,587,811	12,610,594
应付帐款	908,126	798,403	799,346	1,052,745	1,248,860
短期借款	445,979	390,513	272,616	272,616	272,616
其他短期负债	7,031	15,666	15,666	15,666	15,666
总短期负债	1,361,136	1,204,582	1,087,628	1,341,027	1,537,142
长期借款	1,421,278	2,577,270	3,029,673	3,029,673	3,029,673
其他长期负债	165,520	248,636	248,636	248,636	248,636
总负债	2,947,934	4,030,488	4,365,937	4,619,336	4,815,451
股东权益	2,548,014	4,518,777	6,934,752	6,861,299	7,763,461
每股账面值	3.09	5.39	7.93	7.77	8.70
营运资金	1,697,335	4,472,184	6,524,343	5,886,003	6,447,669

## 财务分析

&lt;人民币千元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	88.8%	97.1%	94.5%	90.5%	89.6%
EBITDA 利率 (%)	-158.6%	51.9%	3.2%	4.0%	23.0%
净利率 (%)	-139.5%	44.8%	-7.4%	-6.2%	15.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	89.7%	24.1%	50.5%	46.6%	33.6%
实际税率 (%)	N/A	N/A	0.0%	0.0%	0.0%
存货周转天数	1,044	500	300	250	250
应收账款天数	81	63	49	46	37
财务状况					
负债/权益	1.2	0.9	0.6	0.7	0.6
收入/总资产	0.2	0.5	0.2	0.3	0.4
总资产/股本	6.6	10.6	13.2	13.1	14.1
盈利对利息倍数	-30.7	27.0	0.7	1.0	7.3

## 现金流量表

&lt;人民币千元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	-1,422,211	1,942,525	-205,502	-204,377	775,317
融资成本	43,290	86,987	109,726	131,672	158,006
营运资金变化	108,607	-731,366	165,614	102,251	-28,402
所得税	0	-174	0	0	0
营运现金流	-1,270,315	1,297,972	69,838	29,545	904,921
资本开支	-650,000	-910,691	-800,000	-600,000	-400,000
其他投资活动	-5,300	-1,060	-1,060	-1,060	-1,060
投资活动现金流	-655,300	-911,751	-801,060	-601,060	-401,060
负债变化	1,017,926	1,100,526	334,506	0	0
股本变化	477,266	20,885	2,837,337	0	0
股息	-43,290	-86,987	-109,726	-131,672	-158,006
融资活动现金流	1,451,902	1,034,424	3,062,117	-131,672	-158,006
现金变化	-473,713	1,420,645	2,330,895	-703,186	345,855
汇率影响	95,073	18,511	0	0	0
期初持有现金	2,641,625	2,092,388	1,542,313	3,873,208	3,170,021
期末持有现金	2,262,985	3,531,544	3,873,208	3,170,021	3,515,877

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。