

医药

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 59.65 港元 87.00 +45.9%

2025年2月4日

康方生物 (9926 HK)

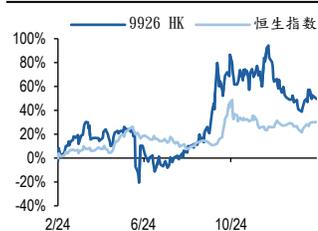
第三款非肿瘤产品申报上市，依沃西多项实体瘤 III 期启动，重申买入

- 第 8 款自研产品内地报产，非肿瘤产品组合羽翼渐丰：公司近期宣布，国家药监局已接受其自主研发的 IL-17 单抗古莫奇单抗 (AK111) 的新药上市申请，用于中重度斑块型银屑病的治疗。这是康方自主研发的第 8 个成功递交 NDA 的创新药物 (6 个已获批上市)，也是公司继伊努西单抗 (PCSK9) 和依若奇单抗 (IL-12/23) 之后第 3 个推进至上市阶段的非肿瘤领域 1 类新药。古莫奇+依若奇组成针对银屑病差异化治疗需求的组合拳，进一步提升公司在自免领域的产品组合实力和协同效应。目前内地有 5 款 IL-17 单抗获批上市，有 2 款处于上市审评阶段 (含古莫奇)。在关键 III 期研究中，古莫奇的起效速度和短长期疗效均十分突出 ([链接](#))。
- 依沃西单抗多项适应症启动 III 期，产品潜力有望进一步扩大：从 4Q24 起，公司先后启动多项依沃西针对肺癌以外适应症的 III 期研究，包括两项头对头 PD-(L)1 的研究：1) 联合化疗一线治疗胆道癌，头对头度伐利尤单抗+化疗，于 10 月启动首例入组；2) 联合莱法利单抗 (CD47) 一线治疗头颈部鳞癌，头对头 K 药，于 10 月启动首例入组；3) 联合白紫治疗一线治疗 PD-L1 阴性的三阴乳腺癌，对比安慰剂联合紫杉醇。这些研究是公司首次开展依沃西针对肺癌以外瘤种的 III 期研究，考虑到上述适应症当前一线治疗手段较为有限，我们预计若开发成功，将进一步拓展依沃西在肺癌以外的市场机会，继续抢占 PD-(L)1 单靶药物的份额。
- 调整财务预测，重申买入评级：公司的两款核心商业化品种在 2024 年医保谈判中成功纳入，医保支付标准下的年治疗费用均在 15-16 万元 (人民币，下同) 左右，略好于我们此前预期。我们下调公司 2024-26 年收入预测至 24 亿/41 亿/59 亿元，以反映各产品更谨慎的短期销售放量和对外许可收入预测，但我们维持开坦尼内地长期销售峰值预测 52 亿元，上调依沃西峰值预测至 54 亿元，以反映肺癌以外的适应症拓展机会。我们维持 87 港元目标价和买入评级，继续将公司选为行业重点推荐标的之一。

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)	77.55
52周低位 (港元)	31.80
市值 (百万港元)	53,421.94
日均成交量 (百万)	1.45
年初至今变化 (%)	(1.73)
200天平均价 (港元)	59.39

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	2,411	4,096	5,861
同比增长 (%)	271.3	440.3	-46.7	69.9	43.1
净利润 (百万人民币)	(1,168)	2,220	(509)	595	1,707
每股盈利 (人民币)	(1.46)	2.41	(0.60)	0.71	2.03
同比增长 (%)	10.4	-265.5	-125.1	-216.9	187.0
前EPS预测值 (人民币)			(0.30)	0.93	2.23
调整幅度 (%)			100.4	-24.3	-9.2
市盈率 (倍)	NA	23.1	NA	78.6	27.4
每股账面净值 (人民币)	3.13	5.58	4.87	5.40	7.34
市账率 (倍)	17.75	9.97	11.42	10.30	7.58

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	2,411	2,849	-15%	4,096	4,786	-14%	5,861	6,465	-9%
毛利润	2,235	2,654	-16%	3,806	4,456	-15%	5,449	6,009	-9%
毛利率	92.7%	93.2%	-0.5ppt	92.9%	93.1%	-0.2ppt	93.0%	93.0%	0.0ppt
归母净利润 (亏损)	(509)	(254)	NA	595	786	-24%	1,707	1,880	-9%
净利率	NA	NA	NA	14.5%	16.4%	-1.9ppt	29.1%	29.1%	0.0ppt

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	4,096	5,861	8,243	10,484	12,651	14,869	16,609	17,717	18,046
EBIT	648	1,642	2,949	4,461	5,888	7,471	8,617	9,361	9,594
EBIT* (1-t)	551	1,396	2,507	3,792	5,004	6,351	7,325	7,957	8,155
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)	(105)
减: 资本开支	(430)	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)	(531)
自由现金流	150	1,122	2,213	3,509	4,723	6,073	7,030	7,675	7,863

永续增长率 2%

自由现金流现值 24,241

终值现值 47,045

企业价值 71,286

净现金 (396)

少数股东权益 100

股权价值 (百万人民币) 70,990

股权价值 (百万港元) 78,089

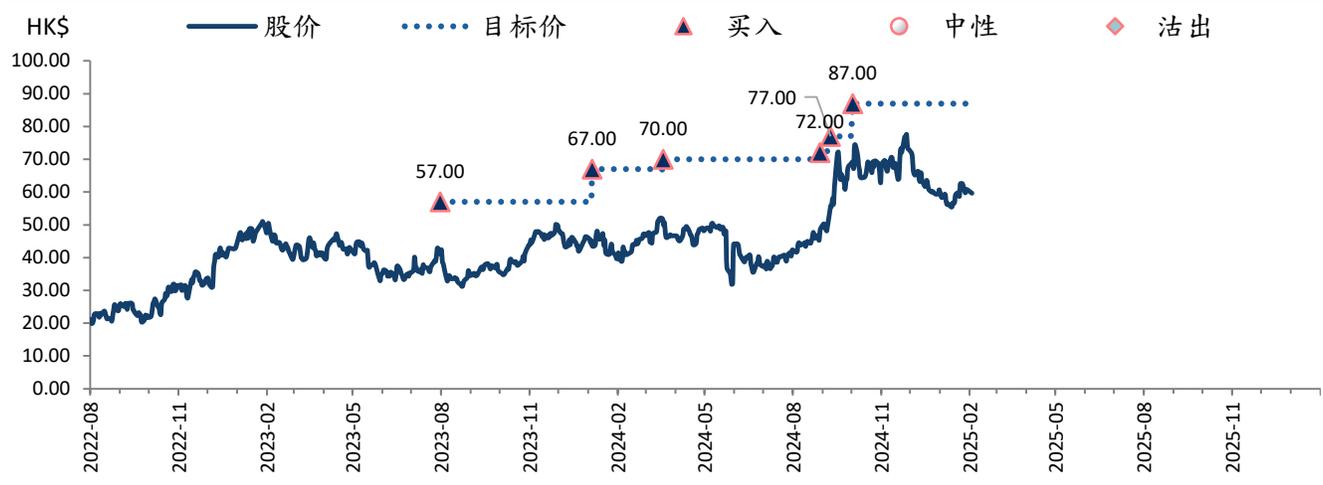
股份数量 (百万) 898

每股价值 (港元) 87.00

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
13 HK	和黄医药	买入	20.50	44.00	114.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	41.15	56.20	36.6%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	135.00	159.00	17.8%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	59.65	87.00	45.9%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	32.75	60.00	83.2%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	29.15	66.00	126.4%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	13.60	24.00	76.5%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.52	28.75	173.3%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	38.10	76.00	99.5%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.74	4.40	495.1%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	3.33	5.00	50.2%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	28.05	44.00	56.9%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	18.48	12.30	-33.4%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	12.58	24.50	94.8%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	69.86	93.30	33.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	59.95	33.10	-44.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	17.80	24.00	34.8%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	28.13	42.50	51.1%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	6.92	10.00	44.5%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.86	4.80	67.9%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.69	14.00	82.1%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.48	5.80	29.4%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.65	45.00	0.8%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	26.80	42.00	56.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.50	3.05	21.8%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 2 月 3 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	838	4,526	2,411	4,096	5,861
主营业务成本	(94)	(133)	(176)	(290)	(413)
毛利	744	4,393	2,235	3,806	5,449
销售及管理费用	(199)	(200)	(202)	(287)	(392)
研发费用	(1,323)	(1,254)	(1,379)	(1,455)	(1,623)
其他经营净收入/费用	(600)	(718)	(1,080)	(1,185)	(1,467)
经营利润	(1,379)	2,221	(427)	879	1,966
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	(565)	725	1,810
税费	0	(0)	0	0	271
非控股权益	254	86	57	(131)	(375)
净利润	(1,168)	2,220	(509)	595	1,707
作每股收益计算的净利润	(1,168)	2,028	(509)	595	1,707

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,092	1,542	2,552	2,982	4,903
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	6,980	7,731	9,920
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	(1,461)	(1,461)	(1,461)
总长期资产	2,437	3,504	1,554	1,752	1,894
总资产	5,496	9,181	8,535	9,483	11,814
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	4,218	4,847	6,588
股东权益	2,636	4,692	4,218	4,847	6,588
非控股权益	(88)	(174)	(230)	(100)	275
总权益	2,548	4,519	3,988	4,747	6,863

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,422)	1,943	(565)	725	1,810
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)	(27)	(31)
税费	0	(0)	0	0	271
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	(326)	945	2,389
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	1,749	0	0
其他融资活动现金流	(20)	(138)	(122)	(128)	(125)
融资活动现金流	1,486	961	1,966	(85)	(78)
汇率收益/损失	95	19	0	0	0
年初现金	2,642	2,092	1,542	2,552	2,982
年末现金	2,092	1,542	2,552	2,982	4,903

财务比率					
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	(0.605)	0.707	2.029
全面摊薄每股收益	(1.457)	2.412	(0.605)	0.707	2.029
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	4.871	5.400	7.340
利润率分析 (%)					
毛利率	88.8	97.1	92.7	92.9	93.0
EBITDA利润率	12.6	3.2	8.3	5.7	4.2
EBIT利润率	(158.9)	45.3	(19.4)	15.8	28.0
净利率	(139.5)	49.0	(21.1)	14.5	29.1
盈利能力 (%)					
ROA	(21.3)	24.2	(6.0)	6.3	14.4
ROE	(45.9)	49.1	(12.8)	12.5	24.9
ROIC	(26.5)	29.7	(7.0)	7.3	16.6
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	31.5	18.9	7.7	净现金
流动比率	2.2	4.7	5.0	5.0	5.7
存货周转天数	1,325.7	1,073.4	1,216.6	888.6	749.0
应收账款周转天数	118.1	23.8	58.2	51.4	43.1
应付账款周转天数	3,521.9	2,187.0	1,964.6	1,342.8	1,063.7

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**

2025年2月4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有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、湖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、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技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。