

买入

2025 年 12 月 15 日

AK112 展现下一代核心 IO 基石药物潜力

➤ **25 年上半年公司归母利润亏损 5.7 亿元：**25 年上半年公司产品收入同比+49.2%至 14.0 亿元，加上许可费收入公司录得总收入 14.1 亿元，毛利率为 79.4%，研发开支+23.0%至 7.3 亿元，归母利润亏损+139%至 5.7 亿元，亏损增加主要是因为：1、summit 长期股权投资亏损 1.9 亿元；2、研发和股权激励费用增加。25 年 8 月底公司以 149.54 港元配售 23.55 亿股，得到 34.93 亿港元净融资额，预计配售后公司在手净现金为 58 亿元。

➤ **产品管线进展：**（1）**卡度尼利 AK104 (PD-1 / CTLA-4)：**获批 1-3 线宫颈癌和一线胃癌，并纳入医保；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、一线 PD-L1 表达阴性非小细胞肺癌和同步/序贯放化疗后非小细胞肺癌处于 III 期，其中 IO 耐药鳞状非小细胞肺癌 25 年 4 月纳入突破性疗法，IO 耐药肝细胞癌开展全球 II 期临床，一线胃癌全球 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 月获批并纳入 25 年医保，Summit 全球 HARMONI 研究 OS 更新至 HR=0.78, p=0.0332，其中北美亚组数据突出 (HR=0.70)，Summit 预计于 2025 年第四季度递交美国 BLA。一线 PD-L1 阳性 NSCLC 于 25 年 4 月获批和纳入 26 年医保，今年 4 月在 39% 成熟度时进行的总生存期 (OS) 的期中分析 (本次分析 α 分配值仅为 0.0001)，结果显示依沃西对比帕博利珠单抗 OS HR=0.777，降低死亡风险 22.3%。一线鳞状非小细胞肺癌中国 2025 年 7 月获 NMPA 受理，免疫治疗后进展的非小细胞肺癌、接受标准同步放化疗后未进展的局限期小细胞肺癌、一线胆道癌、一线结直肠癌、一线胰腺癌、一线 PD-L1 表达阳性头颈鳞癌和一线三阴性乳腺癌进行 III 期临床。海外 Summit 正在开展一线非小细胞肺癌 III 期临床 (HARMONI-3)，预计鳞癌 26 年 H1 完成 600 人入组，下半年达到 PFS 分析所需的预设事件数，同期可能开展 OS 的中期分析。非鳞癌 26 年 H1 完成 1000 人入组，27 年 H1 达到 PFS 分析所需的预设事件数，OS 中期分析将在达到预设事件数后开展。Summit 已开展一线结直肠癌，计划开展一线头颈鳞癌 III 期。（3）**派安普利单抗 AK105 (PD-1)：**25 年 4 月，FDA 批准安尼可®1、2 线鼻咽癌，这是公司第一个全程独立主导且成功获得 FDA 批准上市的创新生物药，标志着公司创新药研发实力与药品生产质量管理体系获得国际最高标准的权威认证。（4）**伊努西单抗 AK102 (PCSK) 和依若奇单抗 AK101 (IL-12/IL-23) 纳入 26 年医保。**（5）**古莫奇单抗 AK111 (IL-17)：**中重度银屑病 25 年 1 月获受理。（6）其他产品包括：来法利单抗 AK117 (CD47)、普络西单抗 AK109 (VEGFR-2) 和曼多奇单抗 AK120 (IL-4R) 临床 III 期。AK138D1 (HER3 ADC) 和 AK146D1 (Trop2/Nectin4 ADC) 开展全球临床 I 期，并筹备 IO 2.0 + ADC 联用。

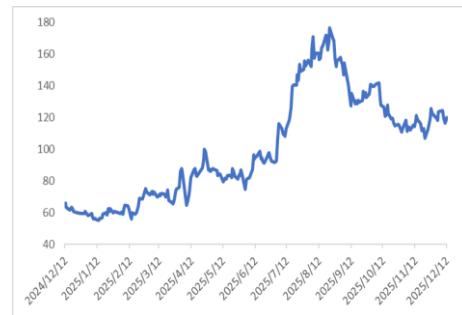
➤ **提升目标价至 144.9 港元：**我们以 DCF 估值法，假设 WACC10.0%，永续增长为 3.0%，主要考虑临床后线产品的估值，计入 AK112 的海外已开展临床价值 (80 亿美金峰值销售)，得出目标价 144.9 港元，较现价有 23.4% 上升空间，买入评级。

盈利摘要

截止 12 月 31 日 财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入 (人民币千元)	4,526,253	2,123,944	2,850,699	4,102,875	5,632,628
变动 (%)	440.3%	-53.1%	34.2%	43.9%	37.3%
归母净利润/(亏损) (人民币千元)	2,028,300	-514,514	-920,627	-307,898	260,103
每股基本盈利 (人民币元)	2.42	-0.60	-1.00	-0.33	0.28
变动 (%)	/	/	/	/	/
市盈率@117.4 港元(倍)	44.0	N/A	N/A	N/A	N/A
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

损益表 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						财务分析 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	4,526,253	2,123,944	2,850,699	4,102,875	5,632,628	盈利能力					
毛利	4,393,005	1,834,902	2,261,266	3,246,053	4,459,436	毛利率 (%)	97.1%	86.4%	79.3%	79.1%	79.2%
销售及管理费用	-1,090,478	-1,205,434	-1,516,978	-1,836,046	-2,178,786	EBITDA 利率 (%)	51.9%	-8.9%	-11.6%	1.6%	12.3%
研发费用	-1,254,023	-1,187,690	-1,463,003	-1,754,444	-2,011,187	净利率 (%)	44.8%	-24.2%	-32.3%	-7.5%	4.6%
其他净收益	172,730	193,898	163,258	163,258	163,258	营运表现					
EBIT	2,221,234	-364,324	-555,456	-181,180	432,722	SG&A/收入 (%)	24.1%	56.8%	53.2%	44.8%	38.7%
财务开支	-86,987	-68,260	-126,720	-126,720	-126,720	实际税率 (%)	N/A	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%
税前盈利	1,942,525	-501,092	-920,627	-307,898	306,003	存货周转天数	500	300	250	250	250
所得税	-174	0	0	0	-45,900	应收账款天数	63	73	74	65	59
归属净利润	2,028,300	-514,514	-920,627	-307,898	260,103	财务状况					
折旧及摊销	-127,562	-174,784	-225,006	-246,636	-259,033	负债/权益	0.9	0.8	0.9	1.2	1.1
EBITDA	2,348,796	-189,540	-330,450	65,457	691,755	收入/总资产	0.5	0.2	0.4	0.5	0.6
增长						总资产/股本	10.6	14.5	8.4	9.1	9.2
总收入 (%)	440.3%	-53.1%	34.2%	43.9%	37.3%	盈利对利息倍数	27.0	-2.8	-2.6	0.5	5.5
EBITDA (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A						
EPS (%)	N/A	N/A	-66.6%	-66.9%	-183.6%						

资产负债表 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						现金流量表 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	1,542,313	6,918,065	1,765,920	1,709,148	1,327,288	税前利润	1,942,525	-501,093	-920,627	-307,898	306,003
应收账款	94,918	116,291	364,459	309,986	615,926	融资成本	159,358	255,322	126,720	126,720	126,720
存货	391,868	706,533	355,536	818,193	788,920	营运资金变化	363,858	-284,913	400,766	624,298	-268,790
其他流动资产	3,647,667	950,696	1,055,678	1,244,646	1,408,418	所得税	0	0	0	0	-45,900
总流动资产	5,676,766	8,691,585	3,541,593	4,081,972	4,140,552	营运现金流	2,465,741	-530,684	-393,140	443,120	118,032
固定资产	2,823,982	3,230,686	3,689,552	3,871,134	4,041,456						
无形资产	6,417	11,802	16,051	19,165	21,143	资本开支	-719,382	-585,771	-656,790	-400,000	-400,000
其他非流动资产	368,445	406,083	454,900	460,785	466,384	其他投资活动	-3,277,868	-937,092	-7,808	-7,808	-7,808
总资产	8,875,610	12,340,156	7,702,096	8,433,057	8,669,535	投资活动现金流	-3,997,250	-1,522,863	-664,598	-407,808	-407,808
应付账款	798,403	1,140,336	1,112,142	2,119,875	2,065,697						
短期借款	390,513	535,460	535,460	535,460	535,460	负债变化	1,098,935	961,922	-6,527	0	0
其他短期负债	15,666	10,834	10,834	10,834	10,834	股本变化	-14,336	2,810,062	0	0	0
总短期负债	1,204,582	1,686,630	1,658,436	2,666,169	2,611,991	股息	-123,708	-115,326	-126,720	-126,720	-126,720
长期借款	2,577,270	3,406,128	3,406,128	3,406,128	3,406,128	融资活动现金流	960,891	3,656,658	-133,247	-126,720	-126,720
其他长期负债	248,636	290,927	290,927	290,927	290,927						
总负债	4,030,488	5,383,685	5,355,491	6,363,224	6,309,046	现金变化	-570,618	1,603,111	-1,190,985	-91,408	-416,496
股东权益	4,518,777	6,753,474	5,832,847	5,524,949	5,785,052	汇率影响	18,511	34,636	34,636	34,636	34,636
每股账面值	5.39	7.94	6.33	5.94	6.16	期初持有现金	2,092,388	1,542,313	2,915,742	1,765,920	1,709,148
营运资金	4,472,184	7,004,955	1,883,157	1,415,804	1,528,561	期末持有现金	1,540,281	3,180,060	1,759,393	1,709,148	1,327,288

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的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。