



# 康方生物(9926.HK): 依沃西和 K 药头对头三期试验中期分析结果有望于二季度末公布

康方生物 2023 年收入和净利润大致符合我们预期。2023 年开坦尼实现强劲增长，我们预计其 2024 年收入增速在 20%+ 左右。另外，2024 年研发费用预计温和增加。年内主要催化剂依沃西和 K 药头对头数据中期分析结果有望于二季度末公布，我们认为成功概率较高。维持“买入”评级，目标价为 65 港元，潜在升幅 30%。

- 2023 年业绩符合我们预期：营业收入同比+440%至人民币 45.3 亿元**，基本符合我们的预期，其中产品销售收入同比+48%至 16.3 亿元（开坦尼收入 13.6 亿元，强于预期；安尼可收入 2 亿+元，弱于预期），AK112 出海授权确认首付款收入人民币 29 亿元；**产品销售毛利率**同比提升 0.3pcts 至 91.8%；**归母净利润**为人民币 19.4 亿元，大致符合我们预期。若剔除技术授权及合作收入，公司净亏损同比收窄 45%至 7.9 亿元。
- 2024 年开坦尼销售收入预计将继续正向增长**：2023 年开坦尼强劲增长，达到销售收入 13.6 亿元(+146% YoY)。尽管管理层并未给出 2024 年具体的销售目标指引，管理层认为 2024 年开坦尼将继续正向增长且单一重磅药物长期年收入同比积极增长的重要性高过短期某一年迅猛增长。考虑到目前开坦尼并未纳入医保且适应症拓展最快也需要等待至 2024 年底/2025 年初（1L GC 适应症预计将于 2024 年底/2025 年初获批，1L CC 适应症预计将于年底进行 NDA 申报），我们认为其在 2024 年销售收入增速将较 2023 年缓和，我们预测收入增速在 20%+。
- 2024 年研发投入预计将温和增加**：2023 年公司研发费用为 12.5 亿元，较上年同比下降 5%，主要由于公司加强自有研发团队建设，此前部分交由 CXO 的业务逐步由自有研发团队负责，在降低成本的同时提升了研发效率。展望 2024 年，管理层希望在保持研发高效率的前提下温和增加研发投入。在本次业绩会上，公司更新了更多偏早期管线进展，包括曼多奇单抗（AK120, IL4R）即将进入 3 期临床研究，莱法利单抗（AK117, CD47）已经启动全球多中心 2 期 1L MDS 试验和中国 2 期 1L unfit AML 临床试验，4 款潜在 FIC 双抗已经进入临床（PD-1/LAG-3 和 TIGIT/TGF-β 已完成剂量爬坡，PD-1/CD73 和 CLAUDIN18.2/CD47 已经完成首例患者入组），首款 ADC 有望年底进入临床，AK139（IL4R-ST2）和 AK150（三靶点抗体，靶点未披露）将于 2024 年底递交 IND 申请。
- 2024 年/2025 年初主要催化剂包括**：1) **3 款新药物获批**：伊努西单抗（AK102, PCSK9）和依沃西（AK112, PD-1/VEGF）有望于 2024 年中获批，依若奇单抗（IL-12/IL-23）有望于 2H24 获批；2) **NDA**：卡度尼利（PD-1/CTLA-4）有望于 2024 年底递交一线宫颈癌上市申请，古莫奇单抗（AK101, IL-17A）有望于 2024 年递交银屑病上市申请；3) **重要三期临床试验读出**：依沃西一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌三期试验（和 K 药头对头）中期分析数据读出（有望于二季度末公布）和二线 EGFR-TKI 进展的非鳞非小细胞肺癌三期数据读出，卡度尼利

阳景

首席医药分析师  
 Jing\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师  
 ryan\_hu@spdbi.com  
 (852) 2808 6446

2024 年 3 月 20 日

## 评级

买入

目标价 (港元)	65.0
潜在升幅/降幅	+30%
目前股价 (港元)	49.95
52 周内股价区间 (港元)	30.3-55.0
总市值 (百万港元)	42,011
近 3 月日均成交额 (百万)	197

## 市场预期区间

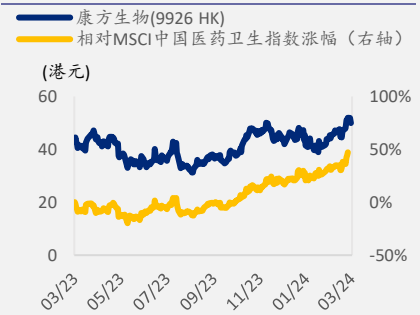


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2024 年 3 月 19 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



一线胃癌数据三期数据读出（2024 AACR）和一线宫颈癌三期数据读出，古莫奇单抗中重度银屑病三期数据读出；4）其他：潜在出海授权（重点关注卡度尼利），首个 ADC 产品年底 IND。

- **估值：**根据更新的研发进度和财务数据，我们缩窄 2024 年归母净利润预测至 1.1 亿元，略微下调 2025E 年归母净利润至 3 亿元，同时我们引入 2026 年预测。基于 DCF 估值模型（WACC：9.4%，永续增长率：3%），我们维持公司目标价为 65 港元，对应 454 亿港元市值。
- **投资风险：**商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期、出海授权不顺利。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	838	4,526	3,269	4,180	6,102
同比变动 (%)	271.3%	440.3%	-27.8%	27.8%	46.0%
归母净利润/(亏损)	-1,168	1,942	-112	302	1,501
PS (X)	38.3	7.4	10.3	8.0	5.5

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 康方生物

### 利润表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	837.7	4,526.3	3,269.2	4,179.6	6,102.3
销售成本	-94.1	-133.2	-274.4	-393.2	-745.0
毛利	743.5	4,393.0	2,994.8	3,786.5	5,357.3
其他收入及收益净额	158.6	454.2	200.0	200.0	200.0
行政开支	-199.0	-200.1	-251.7	-365.8	-582.9
研发开支	-1,323.1	-1,254.0	-1,379.4	-1,489.8	-1,609.0
销售费用	-552.7	-890.4	-1,221.7	-1,463.4	-1,776.4
其他开支净额	-206.3	-281.5	-250.0	-200.0	0.0
长期股权投资亏损&优先股公允价值	0.0	-191.7	-200.0	-100.0	0.0
财务成本	-43.3	-87.0	0.0	0.0	0.0
除税前利润/亏损	-1,422.2	1,942.5	-108.0	367.5	1,589.1
所得税开支	0.0	-0.2	0.0	0.0	238.4
净利润/净亏损	-1,422.2	1,942.4	-108.0	367.5	1,827.4
非控股权益	-253.8	0.2	4.3	65.6	326.1
母公司拥有人	-1,168.4	1,942.2	-112.3	301.9	1,501.3

### 资产负债表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	1,999.6	2,824.0	3,226.3	3,400.5	3,462.4
使用权资产	163.1	338.0	341.7	345.0	348.1
无形资产	8.5	6.4	6.4	6.4	6.4
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	266.3	335.9	335.9	335.9	335.9
非流动资产总值	2,437.5	3,504.3	3,910.3	4,087.7	4,152.8
存货	341.8	391.9	435.0	534.4	608.5
预付款、其他应收款及其他资产	157.2	94.9	104.4	114.9	126.3
按公允价值计入损益的金融资产	195.9	852.4	852.4	852.4	852.4
其他	0.1	2,499.7	2,499.7	2,499.7	2,499.7
现金及现金等价物	2,092.4	1,542.3	1,320.0	1,632.2	3,395.6
流动资产总值	3,058.5	5,676.8	5,632.5	6,128.7	8,258.0
资产总计	5,495.9	9,181.1	9,542.7	10,216.5	12,410.8
贸易应付款项	308.9	354.8	321.7	432.3	588.2
其他应付款项及应计费用	599.2	443.6	487.9	512.3	537.9
计息银行及其他借款	446.0	390.5	429.6	472.5	519.8
租赁负债	5.9	14.5	16.0	17.6	19.3
应付税项	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
流动负债总额	1,361.1	1,204.6	1,256.3	1,435.9	1,666.4
可转换赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	1,421.3	2,577.3	2,877.3	2,877.3	2,877.3
租赁负债	6.0	8.6	9.5	10.4	11.5
递延收入&合约负债	159.6	871.9	959.0	1,054.9	1,160.4
非流动负债总额	1,586.8	3,457.7	3,845.8	3,942.6	4,049.2
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	2,635.6	4,692.3	4,609.8	4,941.6	6,472.7
非控股权益	-87.6	-173.6	-169.2	-103.7	222.5
权益总额	2,548.0	4,518.8	4,440.6	4,838.0	6,695.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(人民币百万)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
除税前亏损:	-1,422.2	1,942.5	-108.0	367.5	1,589.1
物业、厂房及设备折旧	91.7	140.0	197.7	225.8	238.0
使用权资产折旧	11.8	12.7	26.4	26.7	26.9
存货(增加)/减少	-154.2	-50.0	-43.1	-99.5	-74.1
预付款项、其他应收款及其他资产增加/减少	24.8	62.3	-9.5	-10.4	-11.5
贸易应付款项增加/(减少)	102.6	45.9	-33.1	110.6	155.9
其他	105.0	314.4	38.3	78.5	121.7
经营活动所用现金流量净额	-1,240.4	2,467.8	68.6	699.3	2,046.1
购买物业、厂房及设备项目	-775.6	-600.0	-600.0	-400.0	-300.0
购买按公允价值计入损益的金融资产	-2,870.1	-656.5	0.0	0.0	0.0
出售按公允价值计入损益的金融资产所得	2,664.7	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	91.3	-2,740.7	-30.0	-30.0	-30.0
投资活动所用现金流量净额	-889.7	-3,997.3	-630.0	-430.0	-330.0
新增/(偿还)银行及其他借款	1,005.0	1,100.5	339.1	43.0	47.3
股份发行开支	-5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	485.8	-139.6	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金流量净额	1,485.9	960.9	339.1	43.0	47.3
现金及现金等价物增加净额	-644.3	-568.6	-222.3	312.2	1,763.3
年初现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	1,542.3	1,320.0	1,632.2
外币汇率变动影响净值	95.1	18.5	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等价物	2,092.4	1,542.3	1,320.0	1,632.2	3,395.6

### 财务和估值比率

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股收益	-1.4	2.4	-0.1	0.4	1.8
每股净资产	3.0	5.4	5.3	5.8	8.0
每股销售额	1.0	5.4	3.9	5.0	7.3
<b>同比变动(%)</b>					
收入	271%	440%	-28%	28%	46%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用率(%)</b>					
销售费用/收入	-66%	-20%	-37%	-35%	-29%
管理费用/收入	-24%	-4%	-8%	-9%	-10%
研发费用/收入	-158%	-28%	-42%	-36%	-26%
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	89%	97%	92%	91%	88%
归母净利率	-139%	43%	-3%	7%	25%
<b>回报率(%)</b>					
平均股本回报率	-40%	55%	-3%	7%	26%
平均资产回报率	-28%	26%	-1%	4%	16%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	2.2	4.7	4.5	4.3	5.0
速动比率(x)	2.0	4.4	4.1	3.9	4.6
现金比率(x)	1.5	1.3	1.1	1.1	2.0
<b>估值</b>					
市盈率(x)	NM	16.5	NM	111.4	22.4
市净率(x)	13.2	7.4	7.6	7.0	5.0
市销率(x)	38.3	7.4	10.3	8.0	5.5

图表 2: 浦银国际目标价: 康方生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	27.5	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.1	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.3	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.1	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	168.5	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	101.8	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	139.7	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.1	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	25.2	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	28.8	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.9	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.8	买入	55.0	2024年3月15日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	0.9	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	50.0	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.0	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	37.5	买入	60.0	2024年3月15日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.4	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.9	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	4.5	2024年3月15日	制药
2359 HK Equity	药明康德	39.6	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	50.8	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.1	买入	17.5	2024年3月15日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.8	持有	23.3	2024年3月15日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.9	持有	30.0	2024年3月15日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	292.8	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	14.6	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.6	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.0	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	27.8	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.8	买入	16.0	2023年11月24日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	438.8	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.2	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.2	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 3 月 19 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际



## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: www.spdbi.com  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

