

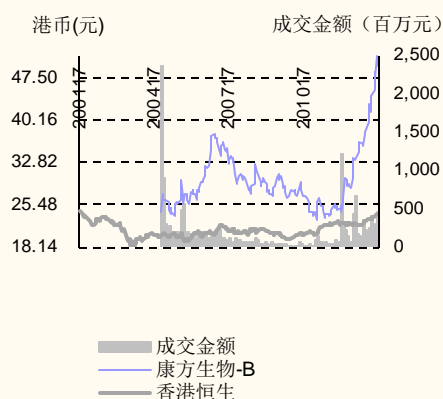
康方生物-B(09926.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市价(港币): 49.450元

市场数据(港币)

收盘价(元)	49.450
流通港股(百万股)	817.06
总市值(百万元)	40,403.48
年内股价最高最低(元)	51.350/23.000
香港恒生指数	28573.86



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	82.14	48.50	
相对香港恒生	64.97	34.61	

相关报告

1.《康方生物:单抗及双抗共舞,肿瘤与免疫齐飞-康方生物公司深度报...》, 2020.12.4

郭琳 联系人
guolin@gjzq.com.cn

王麟 分析师 SAC 执业编号: S1130520030001

核心产品临床数据进一步披露, 研发顺利推进

主要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万)	9	79	10	410	1046
同比增长	n.a	760%	-87%	4000%	155%
母公司股东溢利(百万)	-142	-335	-402	-353	-287
同比增长	n.a	-136%	-19.8%	12.3%	18.7%
毛利率	n.a	n.a	n.a	86.0%	87.6%
每股收益	n.a	n.a	-0.49	-0.43	-0.35
每股经营现金流	n.a	n.a	-0.46	-0.48	-0.30
市盈率(倍)	n.a	n.a	-84.02	-95.97	-117.51
市净率(倍)	n.a	n.a	15.58	12.22	13.71

事件

- 1月15日至1月17日进行的 ASCO GI 临床学术会议上, 公司进一步披露了阶段性临床数据, 包括 AK104 双抗 (PD-1/CTLA-4) 用于一线胃癌及胃肠道结合部癌患者治疗的阶段性数据、派安普利单抗联合安罗替尼用于一线肝癌患者的阶段性数据。

评论

- AK104 用于一线胃癌及胃肠道结合部癌患者治疗阶段性数据进一步披露, AK104 未来有望向大适应症一线治疗拓展:** 在该 1b 期临床研究中, 截止 2020.9.9, 共 34 名患者接受了不同剂量 (4mg/kg、6mg/kg、10mg/kg) AK104 的治疗, 其中 24 名患者得到了缓解, 其中包括 2 例 CR, 14 例 PR, 总体 ORR 为 66.7%, DCR 为 95.8%。在 4mg/kg 剂量组中, 6 个月 PFS 率为 69.5%。与之前公布的阶段性数据相比, ORR 有所提升。且安全性数据良好, 所有治疗相关不良反应发生率 79.4%, 其中三级及以上 29.4%。
- 派安普利单抗联合安罗替尼用于一线肝癌患者治疗的阶段性数据披露:** 在该 1b/2a 期临床研究中, 截止 2020.8.31, 共 31 名患者接受了派安普利单抗及安罗替尼联合治疗, 中位随访时间 11.9 个月, 中位 PFS 为 7.6 个月, 中位 TTP 为 8.5 个月, 中位 OS 尚未达到。总体 ORR 为 31%, DCR 为 82.8%。安全性数据良好, 所有治疗相关不良反应发生率 90.3%, 其中三级及以上 16.1%。
- 两款重磅产品即将获批上市, 管线研发进展顺利:** 目前公司进度最快的产品为派安普利单抗 (PD-1), 预计今年年中获批上市。AK104 双抗 (PD-1/CTLA-4) 今年 H1 有望披露宫颈癌完整数据, 预计 2022 年获批上市。其他在研产品研发顺利推进, 今年预计将披露更多临床数据。

盈利预测与投资建议

- 预计派安普利单抗、AK104 分别于 2021 年、2022 年获批上市, 根据在研管线拆分与估值, 2020-2022 年公司预计收入分别约 0.1/4.1/10.5 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

- 阶段性临床数据并不代表最终临床数据; 研发项目进展不确定性; 核心品种上市后生产、销售不确定性; 初创型创新药公司管理层、研发和销售核心人员可能存在变动; 医保谈判后 2021 年 PD1 市场竞争格局不确定。

图表 1: 康方生物公司财务模型 (单位: 百万人民币)

盈利预测:				
单位/百万	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	79	10	410	1046
(+/-) (%)	760%	-87%	4000%	155%
净利润	-335	-402	-353	-287
(+/-) (%)	-136%	-20%	12%	19%
EPS	-0.56	-0.49	-0.43	-0.35
P/E	0.00	-84.02	-95.75	-117.51

附录: 公司财务预测表				
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,256	1,995	2,553	2,360
现金	1,186	1,592	2,046	1,684
应收账款	0	0	82	209
存货	16	30	30	30
其他	54	373	395	437
非流动资产	417	600	683	761
固定资产	214	301	383	462
无形资产	7	6	6	6
租金按金				
使用权资产				
其他	196	294	294	294
资产总计	1,673	2,596	3,236	3,121
流动负债	120	163	208	393
短期借款	38	0	0	0
应付账款	43	80	115	260
其他	39	83	93	133
非流动负债	1,337	265	265	265
长期借款	173	214	214	214
租赁负债				
其他	1,164	52	52	52
负债合计	1,457	428	473	658
少数股东权益	222	167	152	139
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	-6	2,000	2,611	2,324
归属母公司股东权益	-6	2,000	2,611	2,324
负债和股东权益	1,673	2,596	3,236	3,121

现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-220	-380	-394	-246
净利润	-335	-402	-353	-287
折旧摊销	16	13	18	22
少数股东权益	-11	-55	-15	-13
营运资金变动及其他	110	64	-43	32
投资活动现金流	-128	-1,610	-100	-100
资本支出	-236	-99	-100	-100
其他投资	108	-1,511	0	0
筹资活动现金流	1,230	2,395	948	-16
借款增加	153	2	0	0
普通股增加	1,207	2,408	964	0
已付股利	0	-15	-16	-16
其他	-130	0	0	0
现金净增加额	872	406	454	-362

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	79	10	410	1,046
营业成本	0	0	57	130
销售费用	0	0	205	523
管理费用	55	106	123	136
财务费用	1	-19	-17	-18
营业利润	-285	-476	-385	-318
利润总额	-346	-457	-368	-300
所得税	0	0	0	0
净利润	-346	-457	-368	-300
少数股东损益	-11	-55	-15	-13
归属母公司净利润	-335	-402	-353	-287
EBITDA	-339	-463	-368	-297
EPS (元)	-0.56	-0.49	-0.43	-0.35

主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	760.3%	-87.3%	4000.0%	155.1%
营业利润	65.6%	67.1%	-19.0%	-17.4%
归属母公司净利润	-135.7%	-19.8%	12.3%	18.5%
获利能力				
毛利率	0.0%	—	86.0%	87.6%
净利率	-438.7%	-4566.5%	-89.8%	-28.7%
ROE	5279.2%	-20.1%	-13.5%	-12.4%
ROIC	-83.3%	-20.0%	-12.9%	-11.9%
偿债能力				
资产负债率	87.1%	16.5%	14.6%	21.1%
净负债比率	-451.8%	-63.6%	-66.3%	-59.7%
流动比率	10.49	12.23	12.28	6.01
速动比率	10.36	12.04	12.14	5.93
营运能力				
总资产周转率	0.068	0.005	0.141	0.329
应收账款周转率	—	5.00	5.00	5.00
应付账款周转率	0.00	0.00	0.50	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	-0.56	-0.49	-0.43	-0.35
每股经营现金	-0.27	-0.46	-0.48	-0.30
每股净资产	0.26	2.65	3.38	3.01
估值比率				
P/E	0.00	-84.02	-95.75	-117.51
P/B	0.00	15.58	12.22	13.71
EV/EBITDA	-119.07	-87.30	-109.83	-136.21

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402