



康诺亚 (2162.HK) : 2023 年净亏损略高于预期; CM310 首年销售指引为 5 亿元

公司首次披露 CM310 2025 年销售目标为 5 亿元, 大致符合我们预期。重申“买入”评级, 微调目标价至 58 港元。

• **2023 年收入符合预期, 净亏损略高于预期:** 2023 年实现收入 3.5 亿元 (全部为合作收入), 大致符合我们预期; 净亏损为 3.6 亿元, 略高于我们预期, 主要系研发费用、行政费用高于我们预期, 及其他收入低于我们预期。

• **CM310 (IL-4R α) 首年销售目标 5 亿元, 商业化准备有条不紊推进中:** 管理层首次披露公司 2025 年 CM310 销售目标为 5 亿元, 维持之前所述的长期销售峰值目标为 50 亿元。CM310 有望于 2024 年底获批, 目前商业化准备正有条不紊地推进中, 公司计划于 2024 年底组建一支约 200 人的商业化队伍。目前从外部招聘的主要人员之前均有过皮肤科药物推广经验。此外, 一部分商业化人员将从内部临床队伍转入, 公司相信在临床试验过程中临床队伍人员和医院皮肤科建立的良好关系将有助于 CM310 的上市推广。由于 CM310 销售大概率从 2025 年初开始, 2024 年销售费用预计将较为有限。管理层希望商业化队伍可于 2025 年实现自负盈亏, 因此我们预测 2025 年销售费用约为 4 亿元。

• **CMG901 (CLDN18.2 ADC) 二线胃癌适应症已进入三期:** 目前, 根据 ClinicalTrials.gov 和药物临床试验登记与信息平台记录, 合作伙伴阿斯利康已经为 CMG901 开启了 1 项 3 期临床 (2L GC, n=825) 和 2 项 2 期临床 (包括: 单用或联用化疗治疗局部晚期不可切除性 CLDN18.2+GC/GEJC/PC [n=123], 和 PD-1 疗法联用治疗局部晚期不可切除性 GC/GEJ [n=240])。信达生物的 IBI343 和公司的 CMG901 分别是全球第一、第二个进入三期临床的 CLDN18.2 ADC, 两者三期临床开启的时间仅相差 1 个月。考虑到 CMG901 已公布的在 GC/GEJC 里不错的疗效数据 (ORR:33%, n=89) 及阿斯利康快速的推进速度, 我们有信心 CMG901 有潜力成为 FIC (first-in-class) 药物。另外, 由于三期临床的推进, 公司近期有望收到阿斯利康 1000 万美金里程碑付款。

• **2024 年主要催化剂包括:** 1) CM310: 成人特应性皮炎适应症获批 (预计年底)、成人特应性皮炎 52 周长期疗效安全性数据读出 (预计 2024 年 EAACI 大会)、慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症申报上市 (预计 3Q24); 2) 其他重要数据读出: CM326 (TSLP) 1b/2a 期鼻炎数据发表, CM313 (CD38) 1b 期 SLE 数据读出 (预计 2H24), CM336 (BCMAxCD3) 一期数据读出。

• **维持“买入”评级, 微调目标价至 58 港元:** 基于更新的首年销售目标指引, 我们将 2025/26E 收入分别上调 16.6%/8.4%。根据更新的财务数据和费用指引, 我们上调 2024E/2025E/2026E 净亏损至 8/8/6.9 亿元。基于 DCF 估值模型对 (WACC: 9.5%, 永续增长率: 3%), 我们将目标价从原来的 60 港元略微下调至 58 港元, 维持“买入”评级。

• **投资风险:** 商业化不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

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	100	354	70	563	1,175
同比变动 (%)	-9%	254%	-80%	704%	109%
归母净利润/(亏损)	-308	-359	-803	-797	-690
PS (X)	70.2	19.9	107.6	13.4	6.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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 27 日

评级

买入

目标价 (港元)	58.0
潜在升幅/降幅	+80%
目前股价 (港元)	32.3
52 周内股价区间 (港元)	28.0-78.0
总市值 (百万港元)	9,035
近 3 月日均成交额 (百万)	74

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 3 月 27 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康诺亚

利润表

(百万人民币)	FY 2022	FY 2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	100	354	70	563	1,175
营业成本	-3	-37	0	-99	-202
毛利润	97	317	70	464	973
销售费用	0	0	-100	-400	-646
管理费用	-134	-177	-190	-230	-294
研发费用	-507	-596	-700	-735	-757
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-544	-456	-920	-901	-724
利息费用	-8	-17	-17	-17	-86
利息收入	52	84	34	21	20
其他	-1	-1	0	0	0
税前利润	-304	-356	-803	-797	-690
所得税	0	-2	0	0	0
税后利润/(亏损)	-304	-358	-803	-797	-690
归属少数股东净利/(亏损)	5	2	0	0	0
归母净利润/(亏损)	-308	-359	-803	-797	-690

资产负债表

(百万人民币)	FY 2022	FY 2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	604	851	528	496	1,071
短期投资	2,571	1,868	1,068	68	68
应收账款及票据	0	16	10	169	211
存货	44	56	85	113	235
其他流动资产	90	148	148	148	148
流动资产	3,310	2,940	1,839	993	1,733
固定资产	584	894	1,054	1,149	1,214
其他非流动资产	38	50	50	50	50
非流动资产	622	943	1,104	1,199	1,264
总资产	3,932	3,883	2,943	2,192	2,997
应付账款及其他应付款项	161	249	112	158	153
短期阶段	61	46	46	46	46
租赁负债	11	19	19	19	19
其他流动负债	146	0	0	0	0
流动负债	380	314	177	223	218
长期借款	29	332	332	332	1,832
租赁负债	21	22	22	22	22
其他非流动负债	164	228	228	228	228
非流动负债	213	582	582	582	2,082
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	3,340	2,986	2,183	1,386	696
权益	3,339	2,987	2,184	1,387	697

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	FY 2022	2023E	2024E	2025E	2026E
税后利润	-304	-358	-803	-797	-690
折旧及摊销	36	0	89	105	115
应收账款减少(增加)	0	-16	6	-159	-43
库存减少(增加)	-28	-12	-28	-28	-122
其他营运资本变动	22	88	-137	46	-5
其他经营现金流	-129	2	0	0	0
经营现金流	-402	-297	-873	-833	-745
固定资产增加	-279	-309	-250	-200	-180
其他	-367	0	800	1,000	0
投资现金流	-646	-309	550	800	-180
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	90	288	0	0	1,500
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-98	565	0	0	0
融资现金流	-8	853	0	0	1,500
汇率变动影响	139	0	0	0	0
现金及现金等价物变动	-917	247	-323	-33	575
年初现金	1,521	604	851	528	496
年末现金	604	851	528	496	1,071

财务和估值比率

	FY 2022	FY 2023	2024E	2024E	2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-1.18	-1.37	-2.87	-2.85	-2.47
每股净资产	12.79	11.43	7.81	4.96	2.49
每股销售额	0.38	1.35	0.25	2.01	4.20
同比变动(%)					
收入	-9%	254%	-80%	704%	109%
归母净利润	-92%	17%	124%	-1%	-13%
利润率(%)					
毛利率	97.4%	89.6%	100.0%	82.5%	82.8%
营业利润率	-543.5%	-128.8%	-1314.3%	-159.9%	-61.6%
归母净利润率	-307.9%	-101.5%	-1147.5%	-141.5%	-58.7%
回报率(%)					
平均股本回报率	-9%	-11%	-31%	-45%	-66%
平均资产回报率	-8%	-9%	-24%	-31%	-27%
财务杠杆					
流动比率(x)	8.7	9.4	10.4	4.5	8.0
速动比率(x)	8.6	9.2	9.9	4.0	6.9
现金比率(x)	1.6	2.7	3.0	2.2	4.9
负债/权益(%)	18%	30%	35%	58%	330%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	2.1	2.4	3.4	5.4	10.8
市销率(x)	70.2	19.9	107.6	13.4	6.4

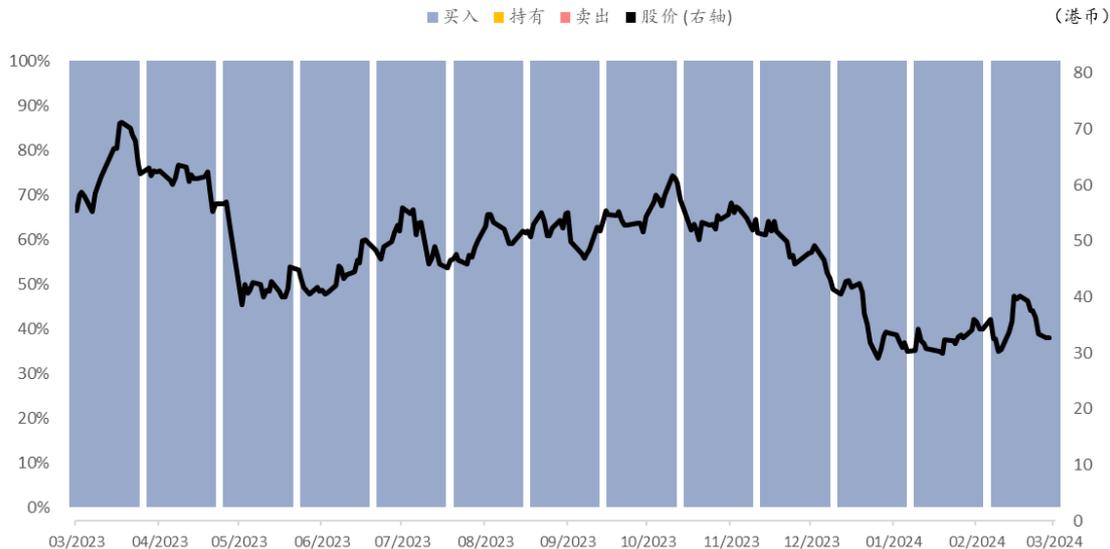
图表 2：浦银国际目标价：康诺亚



资料来源：Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 康诺亚市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 康诺亚 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 72.0 港元

概率: 20%

- CM310 峰值销售额超过人民币 60 亿元;
- 稳态下毛利率均高于 90%;
- 管线药物研发进度快于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 29.0 港元

概率: 20%

- CM310 峰值销售额低于人民币 35 亿元;
- 稳态下毛利率均低于 80%;
- 管线药物研发进度慢于预期;
- 在研管线研发失败。

资料来源: 浦银国际

图表 5: 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	26.7	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.7	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.5	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.0	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	153.8	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	92.7	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	130.2	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	21.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	25.7	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.7	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.5	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.0	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	46.7	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	32.3	买入	58.0	2024年3月27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	13.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.0	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	1.2	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.0	买入	4.5	2024年3月15日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.9	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	46.6	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.3	买入	17.5	2024年3月15日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.2	持有	23.3	2024年3月15日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.8	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	283.4	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	13.6	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	3.8	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.2	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.7	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.7	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	427.8	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.1	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.2	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.8	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 3 月 27 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

