



康诺亚 (2162.HK): CM310 52 周数据和 CMG901 更新胃癌数据均符合预期

整体来说,公司近日披露的 CM310 中重度特应性皮炎 52 周数据和 CMG901 更新的 1b 期胃癌数据,与之前历史数据趋势一致,符合预期,稳中向好。重申“买入”评级和目标价 58 港元。

● **CM310 (IL-4R α) 52 周特应性皮炎疗效数据仍然维持较 Dupixent 更优的趋势,符合预期;52 周用药病人抗药性目前看起来低于 Dupixent,令人惊喜:**第 52 周时,司普奇拜单抗 (CM310) 组 (剂量:300mg Q2W) EASI-75 达标率为 92.5%, IGA 评分为 0/1 分且较基线下降 ≥ 2 分达标率为 67.3%, EASI-90 达标率为 77.1%, 每日 PP-NRS 评分周平均值较基线降低 ≥ 4 分, 达标率为 67.3% (N=476, 试验组和对照组分别为 238 人)。对比 Dupixent 52 周疗效数据 (全球 SOLO-CONTINUE 试验 EASI-75 达标率为 71.6%; 韩国真实世界研究 EASI-75 达标率:90.2%, EASI-90 达标率:53.7%, PP-NRS: 65.6%), CM310 疗效数据在 52 周仍然维持略胜一筹的优势,符合之前 16 周数据的趋势及我们预期。严重不良反应 (Serious AE) 为 5.1%, 严重治疗中出现的不良反应 (Severe TEAE) 为 2.9%, 由于 TEAE 停药占比 2.5%, 较之前公布的 16 周数据无新的安全性信号出现。我们留意到 52 周治疗后, 约 1.6% (4/238) 在 CM310 组出现了治疗引起的抗药抗体 (Anti-drug antibody, ADA), 但并无检测到中和抗体。对比 Dupixent 52 周 300mg Q2W 在全球试验中显示出来的 6% 的病人发展出 ADA (其中 2% 是持续性的 ADA) 和 2% 病人发展出中和抗体, 看起来特应性皮炎病人对 CM310 显示出更低的抗药性, 令人惊喜, 可能有助于 CM310 延长其在真实世界中的用药时长。

● **CMG901 (CLDN18.2 ADC) 2L+ 胃癌适应症披露更新的 1b 期数据, 稳中向好, 具备同类最佳潜力:**近日康诺亚在 ASCO 大会上公布更新的 CMG901 一期 2L+ 胃癌数据, 截至 2024 年 2 月 24 日, 在一期剂量扩展阶段, 在 89 个可评估的 CLDN18.2 高表达的 GC/GEJC 病人中 (剂量:2.2/2.6/3.0 mg/kg, 既往中位治疗线数为 2 线, CLDN18.2 高表达定义为 $\geq 20\%$ 肿瘤细胞中 CLDN18.2 染色强度 $\geq 2+$), 整体确认的 ORR 为 35%, 确认的 DCR 为 70%, 其中 2.2mg/kg 剂量组确认的 ORR 为 48%; 在所有 93 例 18.2 高表达 GC/GEJC mPFS 为 4.8m, mOS 为 11.8m。跟此前公布的一期剂量扩展数据相比 (n=89, ORR=33%, DCR=70%, 其中 2.2mg/kg 剂量组 ORR=42%; n=93, mPFS 4.76m), 此次公布的整体 ORR 和 2.2mg/kg 剂量组 ORR 均有进一步提高, mPFS 也略有提高。在 2L+ GC/GEJC 适应症上, CMG901 在同类 CLDN18.2 ADC 药物上公布了样本量最大的一期疗效数据且在 2.2mg/kg 剂量组中展示出了同类最佳的 ORR (其他公布的 CLDN18.2 ADC ORR 在 30-47% 之间, 且样本量在个位数至 30+ 个病人数之间, 详情请见图 2)。安全性方面, 三级以上 AE 及严重 TRAE 比例较之前披露的数据较为相似。

● **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)、慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症申报上市 (预计 2024 年中); 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。

● **重申我们的“买入”评级和目标价 58 港元。**

● **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。

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 6 月 3 日

评级

买入

目标价 (港元)	58.0
潜在升幅/降幅	+84%
目前股价 (港元)	31.5
52 周内股价区间 (港元)	26.6-64.8
总市值 (百万港元)	8,798
近 3 月日均成交额 (百万)	53

市场预期区间

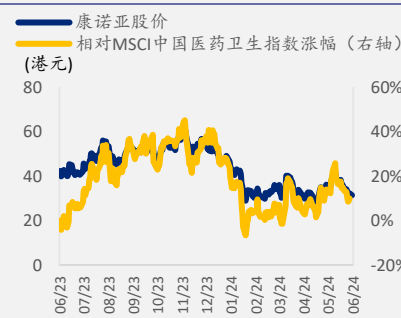


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 6 月 3 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



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)	68.4	19.3	104.7	13.0	6.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 2: CLDN18.2 ADC 临床数据对比

药物	CMG901	SYSA1801	ATG-022	LM-302
分子	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 ADC
原研药企	康诺亚/阿斯利康	石药	德琪	礼新
适应症	2L+ GC/GEJ	2L+ GC/GEJ	2L+ GC	2L+ GC/GEJ
临床试验	临床 I 期-剂量爬坡	临床 I 期- 剂量爬坡	临床 I 期- 剂量爬坡	临床 I/II 期
NCT 编号	NCT04805307	NCT05009966	NCT05718895	NCT05718895
用药频率及剂量	CMG901 Q3W (2.2-3mg/kg)	SYSA1801 Q3W (0.5-3mg/kg)	ATG-022 Q3W (0.3-2.4 mg/kg Q3W)	LM-302 Q3W (0.2-2.8 mg/kg Q3W)
基线信息				
入组人数	113	26	10	135
亚洲人占比	100%亚洲人	100%中国人	-	100%中国人
ECOG 1+ %	84%	84.80%	100%	/
中位随访时间(m)	10.1			
此前接受系统治疗线数	2	1/3 接受过深度治疗 (≥3 线)	3 位受试者接受过多于 3 线的前期系统性治疗	2
有效性数据				
ORR	ORR, DCR n=89; PFS, OS, n=93 35% (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 48%/24%/38%)	n=17 47.10%	n=7 29%	n=36 30.60%
DCR	70% (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 71%/67%/75%)	64.70%	43%	75%
mPFS	4.8 (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 4.8/3.3/9.9)	/	/	7.16
mOS	11.8 (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 11.8/11.5/11.1)	/	/	NR, 6m-OS rate: 95%
安全性数据				
≥3 级 TRAE/TEAE	以下为 TEAE 65%	以下为 TRAE; n=33 24.20%	n=10, 以下为 TRAE 30%	以下为 TRAE /
TRAE/TEAE 导致的停药	8%			7%

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 - 康诺亚

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	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/(亏损)	-308	-359	-803	-797	-690

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税后利润	-304	-358	-803	-797	-690
折旧及摊销	36	52	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	49	-137	46	-5
其他经营现金流	-129	-19	0	0	0
经营现金流	-402	-304	-873	-833	-745
固定资产增加	-279	-327	-250	-200	-180
其他	-367	795	800	1,000	0
投资现金流	-646	468	550	800	-180
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	90	360	0	0	1,500
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-98	-288	0	0	0
融资现金流	-8	72	0	0	1,500
汇率变动影响	139	10	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

	2022A	2023A	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)	2.0	2.3	3.4	5.3	10.8
市销率(x)	68.4	19.3	104.7	13.0	6.4

图表 3：浦银国际目标价：康诺亚



图表 4: 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	28.6	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.5	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.2	买入	47.0	2024年5月10日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	17.8	买入	60.0	2024年5月10日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	148.9	买入	275.0	2024年5月9日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	87.0	买入	165.0	2024年5月9日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	121.0	买入	175.0	2024年5月9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	21.6	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	23.9	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.4	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.4	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.5	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	44.0	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.5	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	31.5	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.7	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	18.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	17.7	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.2	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	2.8	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	34.1	买入	48.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.0	买入	60.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.3	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	19.3	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.3	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	296.6	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.8	买入	15.1	2024年4月3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	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.2	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.2	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.2	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	455.1	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	10.9	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.5	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 6 月 3 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经授权的行为。

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

