

医药	收盘价 港元 32.05	目标价 港元 66.00↓	潜在涨幅 +105.9%
----	-----------------	------------------	-----------------

2024年8月28日

康诺亚 (2162 HK)

1H24 商业化准备工作和管线研发稳步推进，维持买入评级

公司在1H24持续推进CM310的商业化准备工作和后续管线研发，期末现金储备充足，足以支持未来3-4年的运营。我们略微下调2025-26年产品销售预测，下调目标价至66.0港元，维持买入评级。

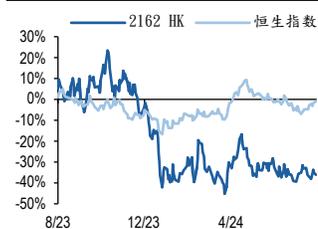
个股评级

买入

① **1H24 研发和销售费用略增，现金储备充裕**：1H24 公司收入 0.55 亿元（人民币，下同），主要来自与阿斯利康就 CMG901 相关合作带来的收入（0.54 亿元，去年同期 3.26 亿元）。扣除该部分一次性收入的影响，净亏损约 3.9 亿元，比 1H23 的 2.8 亿元扩大，主因：1）研发费用增长 0.8 亿元（或同比 33%）至 3.3 亿元，主要投向 CM310 III 期试验及 CM313 开发，公司预计全年研发支出 7 亿元（去年约 6 亿元）；2）销售费用 0.23 亿元（1H23 无），主要包含人员薪酬及 CM310 前期商业化市场推广活动费用，由于 7-8 月新招聘人员全部到岗（截至 7 月底团队接近 200 人，将在鼻科领域进一步扩张），公司预计 2H24 销售费用将显著增加。**截至 1H24 末，公司账上现金 25.8 亿元**，考虑到后续 CM310 销售收入（管理层维持上市首年 5 亿元销售的指引，预计定价将高于达必妥）和潜在 BD 收入，**公司预计当前现金储备足以支持未来 3-4 年的运营**。全年资本开支预算约 2 亿元，主要用于成都新总部大楼建设和小核酸、ADC 药物平台的搭建。

② **CM310 三项适应症已提交 NDA，临床管线日益丰富**：CM310 有望于年底前获批用于特应性皮炎（AD）的治疗，另有两个适应症（CRSwNP 和季节性过敏性鼻炎）在上市审评中、四个适应症（青少年 AD、结节性痒疹、哮喘和 COPD，前两个有望年内完成入组）在注册性临床中。公司后续开发重心包括：1）CD38 单抗 CM313 完成皮下注射剂型和 ITP、SLE 等重点自免适应症开发，近期 ITP [IIT 研究数据](#) 优异；2）CM383（Aβ）、CM380（GPRC5DxCD3 双抗）、CM512（新一代 AD 治疗药物）于 1H24 进入临床阶段，其中 CM383 在临床前研究中展现出优于 lecanemab 的结合特异性、免疫原性、透脑性和半衰期；3）基于二代 RNA 修饰技术的小核酸平台。

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	61.65
52周低位 (港元)	27.45
市值 (百万港元)	8,865.03
日均成交量 (百万)	0.30
年初至今变化 (%)	(34.73)
200天平均价 (港元)	33.51

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

盈利预测变动

百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	78	108	-27.7%	788	796	-1.0%	1,404	1,445	-2.8%
毛利润	73	108	-32.7%	587	592	-0.8%	1,156	1,186	-2.6%
毛利率	93.2%	100.0%	-6.8ppt	74.4%	74.3%	0.1ppt	82.3%	82.1%	0.2ppt
归母净利润	(831)	(793)	NA	(840)	(819)	NA	(386)	(390)	NA

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

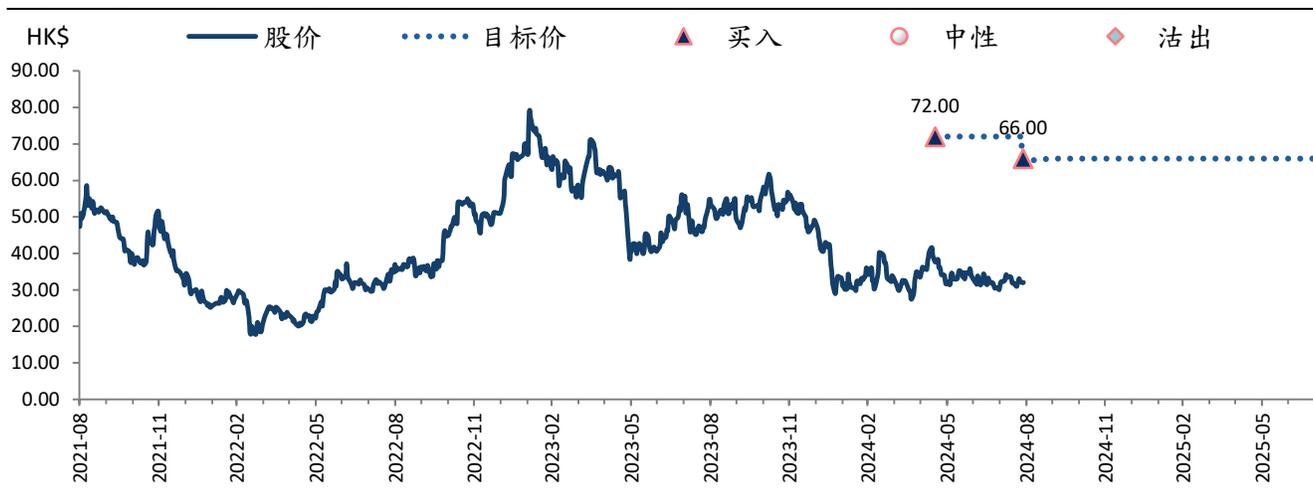
图表 1: 康诺亚：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	788	1,404	1,956	2,813	3,740	4,747	5,758	6,808	7,531
EBIT	-897	-408	-129	416	1,035	1,678	2,369	3,101	3,679
EBIT*(1-t)	-762	-346	-110	353	879	1,426	2,014	2,636	3,127
加：折旧摊销	97	108	113	114	116	119	122	125	129
减：营运资金增加/（减少）	-135	-149	-113	-118	-130	-109	-126	-122	-115
减：资本开支	-200	-160	-128	-134	-141	-148	-156	-163	-172
自由现金流	-1,000	-548	-238	216	725	1,288	1,854	2,475	2,970
永续增长率	2%								
自由现金流现值	3,097								
终值现值	13,758								
企业价值	16,855								
净现金	-62								
少数股东权益	-8								
股权价值（百万人民币）	16,785								
股权价值（百万港元）	18,464								
股份数量（百万）	280								
每股价值（港元）	66.00								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.3
股权成本	13.1%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.3%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 康诺亚 (2162 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
2162 HK	康诺亚	买入	32.05	66.00	105.9%	2024年08月28日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	12.12	24.00	98.0%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.18	28.75	136.1%	2024年08月12日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	56.63	76.00	34.2%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	121.80	156.00	28.1%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	27.40	40.40	47.4%	2024年08月01日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	21.00	41.00	95.2%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	44.30	48.00	8.4%	2024年05月17日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	46.60	70.00	50.2%	2024年03月19日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.56	4.40	686.4%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.53	7.40	192.4%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	19.82	44.00	122.0%	2024年08月21日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	10.72	12.30	14.7%	2024年08月22日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	19.76	49.00	148.0%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	87.21	93.30	7.0%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.12	33.10	-31.2%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	5.54	10.00	80.5%	2024年08月23日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.15	4.80	52.5%	2024年07月11日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.53	40.00	23.0%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.79	14.00	79.8%	2024年04月01日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.22	20.40	12.0%	2024年08月28日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	43.60	47.00	7.8%	2024年08月26日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.84	6.30	30.2%	2024年08月22日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	100	354	78	788	1,404
主营业务成本	(3)	(37)	(5)	(202)	(249)
毛利	97	317	73	587	1,156
销售及管理费用	(134)	(177)	(330)	(773)	(842)
研发费用	(507)	(596)	(704)	(749)	(758)
其他经营净收入/费用	206	38	38	38	38
经营利润	(338)	(418)	(923)	(897)	(408)
财务成本净额	44	67	101	65	27
其他非经营净收入/费用	(10)	(5)	(5)	(5)	(5)
税前利润	(304)	(356)	(827)	(836)	(385)
税费	0	(2)	0	0	0
非控股权益	NA	(2)	(4)	(4)	(2)
净利润	(304)	(359)	(831)	(840)	(386)
作每股收益计算的净利润	(304)	(359)	(831)	(840)	(386)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	604	851	598	326	242
应收账款及票据	0	16	16	63	105
存货	44	56	141	237	351
其他流动资产	2,661	2,016	1,266	148	148
总流动资产	3,310	2,940	2,020	774	846
物业、厂房及设备	584	803	973	1,076	1,128
其他长期资产	38	140	91	409	409
总长期资产	622	943	1,064	1,485	1,537
总资产	3,932	3,883	3,084	2,259	2,384
短期贷款	61	46	46	46	46
应付账款	161	249	256	264	272
其他短期负债	157	19	19	19	19
总流动负债	380	314	322	329	337
长期贷款	29	332	349	349	349
其他长期负债	185	250	250	250	250
总长期负债	213	582	599	599	599
总负债	593	896	920	928	936
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,339	2,987	2,163	1,331	1,448
股东权益	3,339	2,987	2,164	1,331	1,448
总权益	3,339	2,987	2,164	1,331	1,448

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(304)	(356)	(827)	(836)	(385)
折旧及摊销	22	52	80	97	108
营运资本变动	(6)	21	(77)	(135)	(149)
其他经营活动现金流	(115)	(20)	4	4	2
经营活动现金流	(402)	(304)	(820)	(871)	(424)
资本开支	(280)	(331)	(250)	(200)	(160)
其他投资活动现金流	(366)	800	800	800	0
投资活动现金流	(646)	468	550	600	(160)
负债净变动	90	360	17	0	0
权益净变动	(51)	(33)	0	0	500
其他融资活动现金流	(47)	(255)	0	0	0
融资活动现金流	(8)	72	17	0	500
汇率收益/损失	139	10	0	0	0
年初现金	1,521	604	851	598	326
年末现金	604	851	598	326	242

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(1.180)	(1.370)	(2.969)	(3.003)	(1.382)
全面摊薄每股收益	(1.180)	(1.370)	(2.969)	(3.003)	(1.382)
每股账面值	11.937	10.677	7.734	4.757	5.175
利润率分析 (%)					
毛利率	97.4	89.6	93.2	74.4	82.3
EBIT利润率	(337.3)	(118.2)	(1,179.4)	(113.8)	(29.0)
净利率	(303.4)	(101.5)	(1,061.5)	(106.6)	(27.5)
盈利能力 (%)					
ROA	(7.7)	(9.3)	(26.9)	(37.2)	(16.2)
ROE	9.1	12.0	38.4	63.1	26.7
ROIC	(8.9)	(10.7)	(32.5)	(48.7)	(21.0)
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	5.1	10.5
流动比率	8.7	9.4	6.3	2.4	2.5
存货周转天数	6,282.7	557.8	9,619.1	428.4	515.4
应收账款周转天数	162.3	58.1	657.2	109.5	91.3
应付账款周转天数	(22,781.9)	(2,463.8)	(17,505.7)	(478.4)	(399.4)

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月28日
康诺亚 (2162 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。