

康诺亚-B (02162.HK)

临床开发快速推进，商业化准备积极进行

核心观点

司普奇拜单抗临床开发快速推进，积极为商业化做准备。康诺亚的核心产品 IL4R 单抗司普奇拜单抗 (CM310) 治疗成人中重度特应性皮炎 (AD) 的上市申请于 23 年 12 月获药监局受理并纳入优先审评，有望在 24 年下半年获批，成为首个获批上市的国产 IL4R 单抗。并且，司普奇拜单抗读出了成人 AD 优秀的长期随访数据。CRSwNP、过敏性鼻炎适应症的上市申请也已经获得 CDE 受理。其他适应症中，青少年 AD、结节性痒疹等的 3 期临床正在进行中。司普奇拜单抗开发进度领先，覆盖人群广泛，有望成为自免领域的重磅产品。截至 2024 年 7 月，公司商业化团队已接近 200 人规模，积极为司普奇拜单抗的商业化进行前期准备。

管线布局丰富，临床推进顺利。公司的 GLDN18.2 ADC (CMG901) 早期临床数据优秀，合作伙伴阿斯利康已开启针对 2/3L 胃癌的全球多中心 3 期临床，并在胰腺癌、胃癌等实体瘤中进行联合用药的 2 期临床探索。CM313 (CD38 单抗) 在 ITP 适应症的 IIT 临床数据优秀，并持续推进 SLE 适应症的 ph1b/2a 临床。CM512 和 CM536 达成对外授权协议，即将进入临床开发阶段。

费用控制合理，在手现金充沛。康诺亚 2024 上半年实现收入 0.55 亿元 (-83%)，下降主要是因为去年同期确认了与阿斯利康合作的首付款；归母净利润为-3.37 亿元 (去年同期为 0.48 亿元)。公司的研发费用为 3.31 亿元 (+33%)，管理费用为 0.90 亿元 (+9%)。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的现金及现金等价物等合计约 25.8 亿元，相比 2023 年底仅减少约 1.4 亿元。公司在手现金充沛，支出控制合理，具备足够的资源推进在研产品的开发和商业化。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；商业化不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

公司的重磅产品司普奇拜单抗有望于年内获批上市，成为国产首个获批上市的 IL4R 单抗；除了特应性皮炎之外，司普奇拜单抗还在多个自免适应症中进度领先。公司早期研发管线顺利推进，在手现金充沛。我们维持对公司未来三年的盈利预测，预计 2024-26 年营收 1.04/6.49/13.83 亿元，同比增长 -70.6%/524.5%/112.9%，归母净利润-6.41/-7.75/-3.54 亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	100	354	104	649	1,383
(+/-%)	-9.3%	253.9%	-70.6%	524.5%	112.9%
净利润(百万元)	-308	-359	-641	-776	-355
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-1.10	-1.28	-2.29	-2.77	-1.27
EBIT Margin	-543.4%	-128.7%	-680.7%	-130.6%	-31.2%
净资产收益率 (ROE)	-9.2%	-12.0%	-27.3%	-49.4%	-29.3%
市盈率 (PE)	-29.1	-24.9	-14.0	-11.6	-25.2
EV/EBITDA	-20.0	-25.6	-16.4	-14.0	-31.4
市净率 (PB)	2.68	3.00	3.82	5.71	7.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn
 S0980521120001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 35.50 港元
 总市值/流通市值 9931/9931 百万港元
 52 周最高价/最低价 64.80/26.60 港元
 近 3 个月日均成交额 26.18 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《康诺亚-B (02162.HK) - 司普奇拜单抗商业化在即，看好国内销售潜力》——2024-04-01
- 《康诺亚-B (02162.HK) - CMG901 1 期临床数据发布，有望率先进入注册性临床》——2023-11-08
- 《康诺亚-B (02162.HK) - CM310 预计年内提交上市申请，后续管线顺利推进》——2023-08-25
- 《康诺亚-B (02162.HK) - CM310 注册性临床顺利推进，CMG901 完成对外授权》——2023-03-21

司普奇拜单抗临床开发快速推进，积极为商业化做准备。康诺亚的核心产品 1L4R 单抗司普奇拜单抗（CM310）治疗成人中重度特应性皮炎（AD）的上市申请于 23 年 12 月获药监局受理并纳入优先审评，有望在 24 年下半年获批，成为首个获批上市的国产 1L4R 单抗。并且，司普奇拜单抗读出了成人 AD 优秀的长期随访数据。CRSwNP、过敏性鼻炎适应症的上市申请也已经获得 CDE 受理。其他适应症中，青少年 AD、结节性痒疹等的 3 期临床正在进行中。司普奇拜单抗开发进度领先，覆盖人群广泛，有望成为自免领域的重磅产品。截至 2024 年 7 月，公司商业化团队已接近 200 人规模，积极为司普奇拜单抗的商业化进行前期准备。

管线布局丰富，临床推进顺利。公司的 CLDN18.2 ADC（CMG901）早期临床数据优秀，合作伙伴阿斯利康已开启针对 2/3L 胃癌的全球多中心 3 期临床，并在胰腺癌、胃癌等实体瘤中进行联合用药的 2 期临床探索。CM313（CD38 单抗）在 ITP 适应症的 IIT 临床数据优秀，并持续推进 SLE 适应症的 ph1b/2a 临床。CM512 和 CM536 达成对外授权协议，即将进入临床开发阶段。

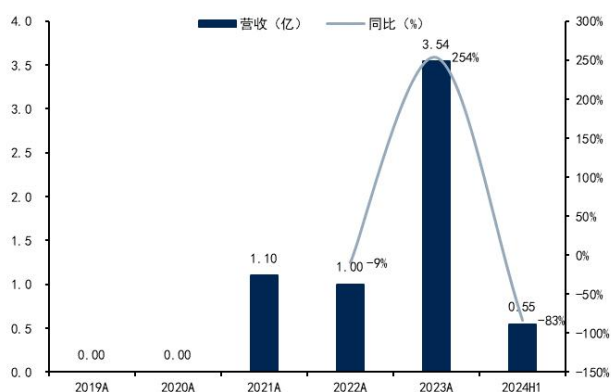
图1：康诺亚研发管线

研究领域	候选药物	靶点(形态)	重点适应症	先导化合物确定	临床前	临床试验申请	I期	II期	III期	NDA申报	合作伙伴	商业权利		
自身免疫	司普奇拜单抗 CM310	IL-4/13 (mAb)	特应性皮炎—成年人	CDE突破性治疗药物认定 / CDE优先审评药品程序 / 已提交NDA								全球		
			特应性皮炎—儿童及青少年											
			慢性鼻窦炎伴鼻息肉	CDE优先审评药品程序 / 已提交NDA										
			季节性过敏性鼻炎	已提交NDA										
			结节性痒疹											
	CM326	TSLP (mAb)	哮喘									石药集团	全球(中国大陆除外)	
			慢性阻塞性肺病											
			慢性鼻窦炎伴鼻息肉											全球
			哮喘										石药集团	全球(中国大陆除外)
			慢性阻塞性肺病											
CM512			特应性皮炎							BELENOS 总金额1.55亿美元	大中华区			
CM313	CD38 (mAb)		系统性红斑狼疮								全球			
CM383	AS (mAb)		阿尔兹海默症									全球		
肿瘤	CMG901	ClauDn 18.2 (抗体偶联物)	胃癌及其他实体瘤	FDA突破性治疗药物认定 / 已提交NDA / CDE突破性治疗药品 / 全球III期临床							AstraZeneca			
	CM313	CD38 (mAb)	复发/难治性多发性骨髓瘤 淋巴瘤及其他血液系统恶性肿瘤									全球		
	CM355	CD20/CD3 (双特异)	淋巴瘤								INNOVACARE			
	CM336	BCMA/CD3 (双特异)	复发/难治性多发性骨髓瘤									全球		
	CM350	GPC3/CD3 (双特异)	实体瘤											
	CM380	GPC3/CD3/CD3 (双特异)	复发/难治性多发性骨髓瘤											
	CM369	CCR5 (mAb)	肿瘤									INNOVACARE		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

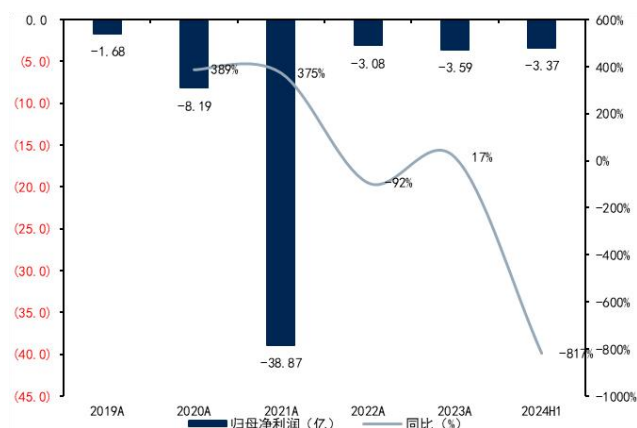
费用控制合理，在手现金充沛。康诺亚 2024 上半年实现收入 0.55 亿元（-83%），下降主要是因为去年同期确认了与阿斯利康合作的首付款；归母净利润为-3.37 亿元（去年同期为 0.48 亿元）。公司的研发费用为 3.31 亿元（+33%），管理费用为 0.90 亿元（+9%）。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的现金及现金等价物等合计约 25.8 亿元，相比 2023 年底仅减少约 1.4 亿元。公司在手现金充沛，支出控制合理，具备足够的资源推进在研产品的开发和商业化。

图2: 康诺亚营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



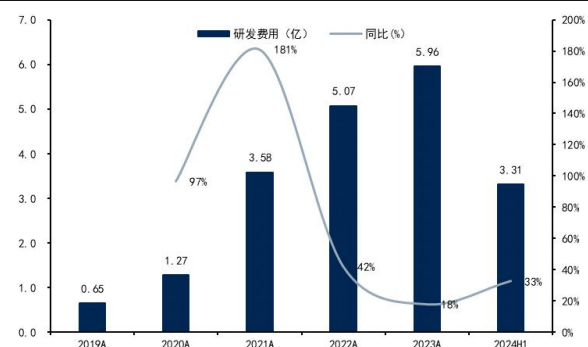
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 康诺亚归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



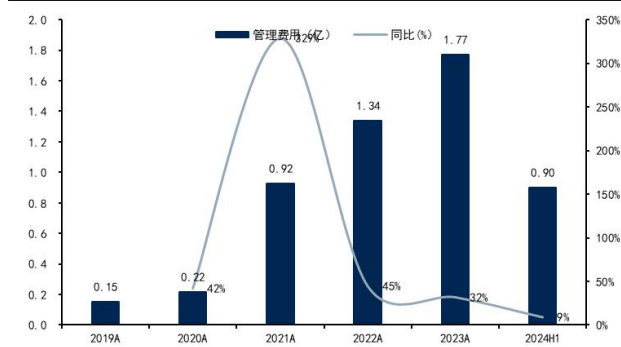
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 康诺亚研发费用及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 康诺亚管理费用及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。公司的重磅产品司普奇拜单抗有望于年内获批上市, 成为国产首个获批上市的 IL4R 单抗; 除了特应性皮炎之外, 司普奇拜单抗还在多个自免适应症中进度领先。公司早期研发管线顺利推进, 在手现金充沛。我们维持对公司未来三年的盈利预测, 预计 2024-26 年营收 1.04/6.49/13.83 亿元, 同比增长-70.6%/524.5%/112.9%, 归母净利润-6.41/-7.75/-3.54 亿元, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	604	851	747	500	500	营业收入	100	354	104	649	1383
应收款项	90	151	28	178	379	营业成本	3	37	10	97	166
存货净额	44	56	45	40	91	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	13	1	6	14	销售费用	0	0	0	519	691
流动资产合计	3310	2940	2021	1524	1584	管理费用	641	773	801	880	957
固定资产	554	803	1060	1111	1157	财务费用	(1)	37	14	16	23
无形资产及其他	32	41	31	21	10	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	16	77	77	77	77	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	21	22	22	22	22	其他收入	173	115	53	59	65
资产总计	3932	3883	3211	2755	2850	营业利润	(369)	(377)	(669)	(804)	(390)
短期借款及交易性金融负债	61	46	36	74	388	营业外净收支	66	21	30	32	36
应付款项	16	31	18	20	46	利润总额	(304)	(356)	(639)	(772)	(354)
其他流动负债	303	237	227	503	612	所得税费用	0	2	0	0	0
流动负债合计	380	314	281	597	1046	少数股东损益	5	2	3	3	2
长期借款及应付债券	29	332	332	332	332	归属于母公司净利润	(308)	(359)	(641)	(776)	(355)
其他长期负债	185	250	250	250	250	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	213	582	582	582	582	净利润	(308)	(359)	(641)	(776)	(355)
负债合计	593	896	863	1179	1627	8 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(1)	1	3	7	8	折旧摊销	21	35	53	59	65
股东权益	3340	2986	2345	1569	1214	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3932	3883	3211	2755	2850	财务费用	(1)	37	14	16	23
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	416	(132)	123	128	(125)
每股收益	(1.10)	(1.28)	(2.29)	(2.77)	(1.27)	其它	5	2	3	3	2
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	133	(454)	(462)	(585)	(414)
每股净资产	11.94	10.68	8.38	5.61	4.34	资本开支	0	(286)	(300)	(100)	(100)
ROIC	-15%	-14%	-30%	-70%	-34%	其它投资现金流	(567)	703	668	400	200
ROE	-9%	-12%	-27%	-49%	-29%	投资活动现金流	(568)	416	368	300	100
毛利率	97%	90%	90%	85%	88%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-543%	-129%	-681%	-131%	-31%	负债净变化	(112)	303	0	0	0
EBITDA Margin	-523%	-119%	-629%	-121%	-26%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-9%	254%	-71%	524%	113%	其它融资现金流	(257)	(322)	(10)	38	314
净利润增长率	--	--	--	--	--	融资活动现金流	(482)	285	(10)	38	314
资产负债率	15%	23%	27%	43%	57%	现金净变动	(917)	247	(104)	(247)	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1521	604	851	747	500
P/E	(29.1)	(24.9)	(14.0)	(11.6)	(25.2)	货币资金的期末余额	604	851	747	500	500
P/B	2.7	3.0	3.8	5.7	7.4	企业自由现金流	0	(840)	(831)	(761)	(592)
EV/EBITDA	(20)	(26)	(16)	(14)	(31)	权益自由现金流	0	(895)	(856)	(738)	(301)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032