

2024年9月19日

买入 (维持)

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



康诺亚-B (2162.HK)

——首个国产 IL-4R α 单抗获批，开启商业化新征程

投资要点:

- 事件:** 2024年9月12日，公司自主研发的1类新药康悦达®（司普奇拜单抗注射液）正式获批上市，用于治疗成人中重度特应性皮炎，是国内首个、全球第二个获批上市的 IL-4R α 抗体药物，填补了国产特应性皮炎生物制剂领域的空白。
- 司普奇拜单抗疗效优异，国内特应性皮炎市场空间较大。**
 - 临床疗效显著，具备同类最佳潜力:** 临床数据显示，司普奇拜单抗首剂治疗一天，患者的瘙痒症状即迅速改善；治疗两周，患者的全身各部位皮损均明显改善；治疗 52 周，达到 EASI-75 的患者比例高达 92.5%，达到 EASI-90 的患者比例达到了 77.1%。司普奇拜单抗还可有效降低疾病复发率，52 周内患者的复发率仅为 0.9%，而停药 8 周后患者的复发率也仅为 0.9%。
 - 国内市场迎来新选择:** 国内特应性皮炎患者人数约 7000 万人，中重度约占 30%，患者人群基数庞大。全球首个获批的 IL-4R α 单抗度普利尤单抗（Dupilumab），得益于新适应症的快速开发，快速放量，2023 年全球销售额 115.89 亿美元，同比增长约 33%。2024 年上半年销售额约 66.6 亿美元，成为新一代自免领域的“药王”。国内方面，度普利尤单抗已获批特应性皮炎、结节性痒疹、哮喘三项适应症，销售增速同样明显，度普利尤单抗国内价格 2780.8 元/300mg。截至 2024 年 7 月，公司商业化团队已接近 200 人规模，为司普奇拜单抗上市销售做好充足准备，有望快速放量。
- 创新管线羽翼渐丰，正在打造新一轮增长引擎**
 - 司普奇拜单抗：过敏性鼻炎的 NDA 于今年 4 月受理；CRSwNP 的 NDA 于今年 6 月受理；哮喘处于关键 II/III 期阶段。
 - CMG901(18.2 ADC)：单药二线及以上胃癌的全球 III 期注册临床已于 24 年 4 月完成首例给药，进展全球第一梯队。
 - CM326(TSLP)、CM313(CD38)、CM338(MASP2)处于 II 期阶段。
 - CM355、CM336 和 CM350 三款 CD3 双抗处于临床 I/II 期。
 - CM369(CCR8)、CM383(A β)、CM512(IL-13/TSLP)、CM380(GPRC5D)处于 I 期临床。
- 盈利预测与估值。** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1.74/5.32/12.16 亿元。通过 DCF 方法计算，公司合理股权价值为 158 亿元，对应 169 亿港元（汇率取人民币 1 元=1.07 港元）。鉴于公司司普奇拜单抗获批上市，迈入商业化阶段，在研管线进展顺利，**维持公司“买入”评级。**
- 风险提示:** 临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

股价数据:

2024年9月17日

收盘价(港元)	39.75
年内最高/最低(港元)	64.80/26.60
总市值(亿港元)	111.19

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	100	354	174	532	1216
同比增长率(%)	-9.26%	253.87%	-50.96%	206.26%	128.70%
毛利率(%)	97.42%	89.59%	89.44%	90.21%	91.00%
归母净利润(百万元人民币)	-308	-359	-701	-772	-512
同比增长率(%)					
每股收益(元人民币/股)	-1.10	-1.28	-2.51	-2.76	-1.83
ROE(%)					
市盈率					

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)