

医药	收盘价 港元 39.95	目标价 港元 57.00↓	潜在涨幅 +42.7%
----	-----------------	------------------	----------------

2025年3月26日

## 康诺亚 (2162 HK)

### 司普奇拜首年指引 5 亿销售，多重竞争优势将推动快速放量，维持买入

尽管面临竞争，康悦达有望凭借多适应症获批、快速覆盖核心市场、优于竞品的临床数据抢占市场份额，公司维持上市首年 5 亿元销售指引。我们下调目标价至 57 港元，维持买入评级，更多早期管线出海有望催化估值修复。

#### 个股评级

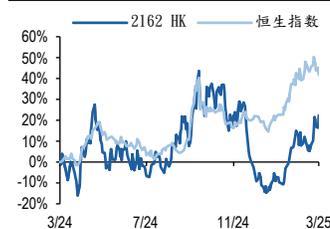
买入

① **现金储备充裕，司普奇拜单抗开始贡献收入**：2024 年公司收入 4.28 亿元（人民币，下同），同比增长 21%，主要得益于：1）合作收入 3.92 亿元，主要来自 CM512、CM536 和 CM336 对外许可收入，以及 CMG901 合作的后续收入；2）康悦达®（司普奇拜单抗）上市后初始销售收入 0.36 亿元。全年净亏损 5.15 亿元，比去年的 3.59 亿元有所扩大，主要由于管线推进、业务扩张导致研发和销售费用增长。截至 2024 年末，公司账上现金 21.6 亿元，公司预计当前现金储备能够支持未来 3 年的稳定发展。管理层对于 2025 年的指引：**1）康悦达上市首年销售 5 亿元；2）研发费用与 2024 年基本持平，销售费用持续增加；3）资本开支约 3-4 亿元，用于成都研发大楼建设，其中 70% 将使用中长期贷款，对短期现金流影响较小。**

② **司普奇拜单抗多适应症领域应用潜力可观**：我们预计康悦达在 2025 年及长期的销售增长将由以下因素驱动：1）目前康悦达已获批成人中重度特应性皮炎（AD）、CRSwNP 和季节性过敏性鼻炎三项适应症，另有青少年 AD、结节性痒疹适应症已完成 III 期临床研究，预计均将于 1H25 递交上市申请，皮肤科和鼻科应用范围有望进一步扩大；2）公司已搭建起约 300 人的商业化团队，有效覆盖超过 1,100 家医院及 220 余个城市，并在多家头部医院完成市场准入工作；3）即使面临竞品降价压力，康悦达也有望通过更优异的疗效数据（更高的应答率、更佳的头颈部疗效）取胜。

③ **维持买入评级**：我们下调 2025-26 年收入预测以反映更谨慎的合作收入预期，同时下调康悦达峰值销售 10% 至 44 亿元以反映竞争格局变化，最终下调目标价至 57 港元，公司当前股价仍被显著低估，早期管线 BD 出海前景依旧可观，维持买入。

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(港元)	46.85
52周低位(港元)	27.45
市值(百万港元)	11,010.22
日均成交量(百万)	4.32
年初至今变化(%)	29.29
200天平均价(港元)	36.97

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

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

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 盈利预测变动

百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	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	689	788	-12.6%	1,212	1,404	-13.7%	2,122		
毛利润	478	587	-18.5%	965	1,156	-16.5%	1,787		
毛利率	69.5%	74.4%	-5.0ppt	79.6%	82.3%	-2.7ppt	84.2%		
归母净利润	(870)	(840)	NA	(789)	(386)	NA	(218)		

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

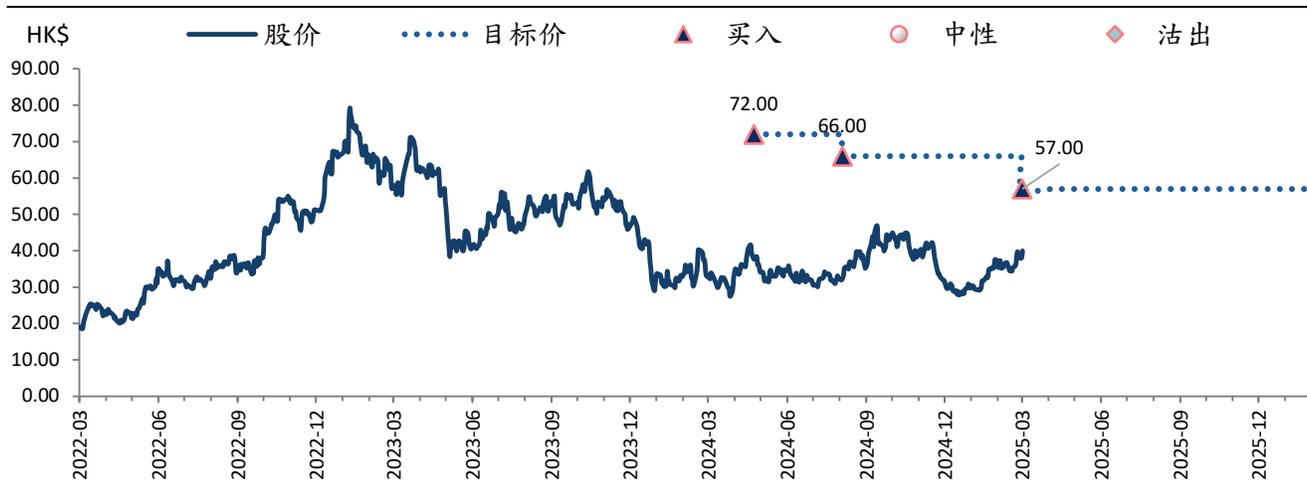
人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	689	1,212	2,122	2,820	3,678	4,593	5,494	6,430	7,061
EBIT	-889	-703	-23	411	1,047	1,718	2,393	3,110	3,674
EBIT*(1-t)	-755	-597	-19	349	890	1,460	2,034	2,643	3,123
加：折旧摊销	91	117	134	143	153	163	173	184	195
减：营运资金增加/（减少）	-88	-90	-164	-126	-142	-137	-115	-131	-100
减：资本开支	-369	-295	-236	-248	-260	-273	-287	-301	-317
自由现金流	-1,122	-865	-286	118	641	1,213	1,805	2,395	2,901
永续增长率	2%								
自由现金流现值	2,389								
终值现值	13,437								
企业价值	15,826								
净现金	-1,331								
少数股东权益	-1								
股权价值（百万人民币）	14,494								
股权价值（百万港元）	15,944								
股份数量（百万）	280								
每股价值（港元）	57.00								

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
6996 HK	德琪医药	买入	3.69	6.60	78.9%	2025年03月24日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	36.33	72.00	98.2%	2025年03月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	152.60	208.80	36.8%	2025年03月03日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.00	44.00	91.3%	2025年01月07日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	60.90	56.20	-7.7%	2024年12月04日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	65.75	87.00	32.3%	2024年10月02日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	39.15	60.00	53.2%	2024年08月29日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	39.95	57.00	42.7%	2025年03月26日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	20.35	24.00	17.9%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.12	28.75	137.2%	2024年08月12日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.20	5.00	-30.5%	2024年11月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	40.00	51.00	27.5%	2025年03月25日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	25.90	12.30	-52.5%	2024年08月22日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.04	24.50	74.5%	2024年09月02日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	74.09	93.30	25.9%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	61.05	33.10	-45.8%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	7.52	11.20	48.9%	2025年03月25日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	21.05	24.60	16.8%	2025年03月24日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.98	42.50	37.2%	2024年08月30日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.55	4.80	35.3%	2024年07月11日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.65	14.00	83.1%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.70	5.80	23.3%	2024年11月18日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.87	45.00	0.3%	2024年10月28日	制药
2273 HK	固生堂	买入	36.50	42.00	15.1%	2025年01月27日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.25	3.05	-6.3%	2025年01月27日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 3 月 25 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	354	428	689	1,212	2,122
主营业务成本	(37)	(12)	(210)	(247)	(335)
<b>毛利</b>	<b>317</b>	<b>416</b>	<b>478</b>	<b>965</b>	<b>1,787</b>
销售及管理费用	(177)	(299)	(698)	(1,006)	(1,146)
研发费用	(596)	(735)	(723)	(727)	(743)
其他经营净收入/费用	38	45	54	65	79
<b>经营利润</b>	<b>(418)</b>	<b>(573)</b>	<b>(889)</b>	<b>(703)</b>	<b>(23)</b>
财务成本净额	67	69	25	(81)	(190)
其他非经营净收入/费用	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>税前利润</b>	<b>(356)</b>	<b>(509)</b>	<b>(869)</b>	<b>(788)</b>	<b>(218)</b>
税费	(2)	(6)	0	0	0
非控股权益	(2)	(0)	(1)	(1)	(0)
<b>净利润</b>	<b>(359)</b>	<b>(515)</b>	<b>(870)</b>	<b>(789)</b>	<b>(218)</b>
作每股收益计算的净利润	(359)	(515)	(870)	(789)	(218)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	851	418	(601)	(1,657)	(2,142)
应收账款及票据	16	63	69	88	155
存货	56	111	207	291	403
其他流动资产	2,016	1,873	136	136	136
<b>总流动资产</b>	<b>2,940</b>	<b>2,466</b>	<b>(190)</b>	<b>(1,142)</b>	<b>(1,448)</b>
物业、厂房及设备	803	974	1,252	1,431	1,533
其他长期资产	140	326	1,848	1,848	1,848
<b>总长期资产</b>	<b>943</b>	<b>1,301</b>	<b>3,101</b>	<b>3,279</b>	<b>3,382</b>
<b>总资产</b>	<b>3,883</b>	<b>3,767</b>	<b>2,911</b>	<b>2,137</b>	<b>1,934</b>
短期贷款	46	472	472	472	472
应付账款	249	261	275	288	303
其他短期负债	19	14	14	14	14
<b>总流动负债</b>	<b>314</b>	<b>748</b>	<b>761</b>	<b>775</b>	<b>789</b>
长期贷款	332	257	257	257	257
其他长期负债	250	286	286	286	286
<b>总长期负债</b>	<b>582</b>	<b>544</b>	<b>544</b>	<b>544</b>	<b>544</b>
<b>总负债</b>	<b>896</b>	<b>1,291</b>	<b>1,304</b>	<b>1,318</b>	<b>1,333</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,987	2,475	1,606	819	601
<b>股东权益</b>	<b>2,987</b>	<b>2,475</b>	<b>1,607</b>	<b>819</b>	<b>601</b>
<b>总权益</b>	<b>2,987</b>	<b>2,475</b>	<b>1,607</b>	<b>819</b>	<b>601</b>

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(356)	(509)	(869)	(788)	(218)
折旧及摊销	52	93	91	117	134
营运资本变动	21	(368)	(88)	(90)	(164)
其他经营活动现金流	(20)	(6)	1	1	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(304)</b>	<b>(790)</b>	<b>(866)</b>	<b>(761)</b>	<b>(248)</b>
资本开支	(331)	(246)	(369)	(295)	(236)
其他投资活动现金流	800	178	178	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>468</b>	<b>(68)</b>	<b>(191)</b>	<b>(295)</b>	<b>(236)</b>
负债净变动	360	352	37	0	0
权益净变动	(33)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(255)	(68)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>284</b>	<b>37</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	10	141	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>604</b>	<b>851</b>	<b>418</b>	<b>(601)</b>	<b>(1,657)</b>
<b>年末现金</b>	<b>851</b>	<b>418</b>	<b>(601)</b>	<b>(1,657)</b>	<b>(2,142)</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(1.370)	(1.967)	(3.109)	(2.820)	(0.778)
全面摊薄每股收益	(1.370)	(1.967)	(3.109)	(2.820)	(0.778)
每股账面值	10.677	8.848	5.743	2.927	2.149
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	89.6	97.2	69.5	79.6	84.2
EBIT利润率	(118.2)	(133.8)	(129.0)	(58.0)	(1.1)
净利率	(101.5)	(120.3)	(126.3)	(65.1)	(10.3)
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(9.3)	(13.7)	(29.9)	(36.9)	(11.3)
ROE	12.0	20.8	54.1	96.3	36.2
ROIC	(10.7)	(16.1)	(37.2)	(50.9)	(16.4)
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	12.6	82.8	291.5	477.6
流动比率	9.4	3.3	(0.2)	(1.5)	(1.8)
存货周转天数	557.8	3,333.5	358.6	429.8	439.4
应收账款周转天数	58.1	95.0	109.5	87.6	69.4
应付账款周转天数	(2,463.8)	(7,821.0)	(476.4)	(426.0)	(329.8)

## 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**

## 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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。