

康诺亚 (2162.HK): 2024 年业绩好于预期, 维持 CM310 2025 年销售指引

公司 2024 年收入和净亏损均好于我们预期。重申“买入”评级, 上调目标价至 60 港元。

● **2024 年收入和净亏损均好于预期:** 2024 年实现收入人民币 4.28 亿元 (+20.9% YoY), 包括合作收入 3.92 亿元 (+10.8% YoY), 产品收入 3,594 万元 (vs. 2023 年: 0), 好于我们预期和 Visible Alpha (VA) 一致预期; 净亏损为 5.15 亿元 (vs. 2023 年: 3.59 亿元), 好于我们预期和 VA 一致预期, 主要由于收入好于我们预期。费用端, 研发费用上升至 7.35 亿元 (+23.3% YoY), 主要由于研发人员和临床项目的增加, 销售费用为 1.11 亿元, 主要由于 CM310 于去年获批导致商业化人员和活动增加。截至 2024 年底, 公司在手现金充裕 (21.6 亿元 vs. 2023 年 27 亿元), 可支持公司未来 3 年运营。

● **维持 CM310 (IL-4R α) 首年销售目标 5 亿元不变:** 自 2024 年 9 月首个适应症特应性皮炎获批后, CM310 已于 2024 年内实现近 3,600 万元收入, 由于第二个适应症鼻窦炎伴鼻息肉于 2024 年 12 月才获批, 我们预计该收入主要由特应性皮炎贡献。截至 2025 年 2 月, 公司已组建超 300 人商业化团队, 完成 29 个省份挂网工作, 销售网络覆盖 226 个城市。管理层表示, 2 个鼻科适应症的快于预期获批 (鼻窦炎伴鼻息肉、过敏性鼻炎), 将有助于 CM310 加速入院工作, 2025 年至今公司看到销售增长态势强劲, 尤其是鼻科领域, 终端客户的直接购买有望倒逼鼻科医生直接开具处方 (过敏性鼻炎约 70% 销售直接由终端用户自行购买), 而特应性皮炎适应症增长亦顺利 (20% 的耐药人群仍然为 CM310 带来不错的增长空间)。展望未来, 管理层维持此前披露的 2025 年 CM310 销售收入 5 亿元指引及之前所述的长期销售峰值目标 50 亿元。CM310 头两个适应症 (特应性皮炎与鼻窦炎) 有望于 2025 年下半年参加医保谈判及于 2026 年纳入医保, 届时销售将进一步加速增长。适应症拓展方面, 青少年 AD 有望于 1H25 申报上市, 结节性痒疹或有望于 2H25 申报上市。

● **其他资产研发推进顺利, 包括 Newco 授权出海资产海外临床正在开启中:** 对于备受关注的 CM901 (CLDN18.2 ADC), 公司表示国际三期胃癌临床试验实际入组快于预期, 我们注意到合作伙伴阿斯利康在此前的 [4Q24 业绩会材料](#) 显示预计将于 2026 年读出数据。另外, [三款通过 Newco 形式出海的分子相关的海外团队搭建已完成, 并分别有望于今年开启海外临床, 将以自免适应症为主 \(包括血液自免\), 即:](#)

(1) CM512 (TSLP x IL-13, 海外授权至 Belenos): 海外已于 2025 年 2 月获批 IND, 首例哮喘患者已于 3 月正式入组, (2) CM313 (CD38, 海外授权至 Timberlyne): 海外计划开启多项自免适应症的临床探索, 首项海外临床有望于 1H25 申报 IND, (3) CM336 (BCMAxCD3, 海外授权至 Ouro) 也有望于 1H25 申报海外 IND。其他早期资产研发方面, 公司表示小核酸药物将是研发重点, 康诺亚将聚焦于非肝靶向小核酸药物开发。

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

2025 年 3 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元) 60.0

潜在升幅/降幅 +58%

目前股价 (港元) 38.0

52 周内股价区间 (港元) 26.6-47.5

总市值 (百万港元) 11,231

近 3 月日均成交额 (百万港元) 58

市场预期区间

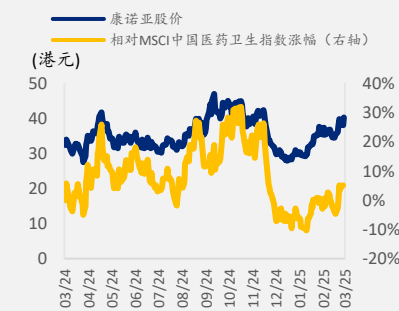


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2025 年 3 月 24 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

康诺亚 (2162.HK)



- **维持“买入”评级，上调目标价至 60 港元：**根据更新的财务数据和费用指引，我们下调 2025E/2026E 净亏损 9.3%/6.3%，主要由于上调收入预测、销售费用预测及轻微下调研发费用预测导致。同时，我们引入 2027E 预测。基于 DCF 估值模型（WACC：9.5%，永续增长率:3%），我们将目标价从原来的 58 港元轻微上调至 60 港元，维持“买入”评级。
- **投资风险：**CM310 商业化不及预期、核心管线药物研发延误或临床试验数据不如预期、国际化进展不顺利。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	354	428	645	1,540	2,104
同比变动 (%)	254%	21%	51%	139%	37%
归母净利润/(亏损)	-359	-515	-912	-715	-569
PS (X)	23.4	19.4	13.7	5.8	4.2

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	354	428	645	1,540	2,104
营业成本	-37	-12	-115	-273	-367
毛利润	317	416	530	1,267	1,736
销售费用	0	-111	-500	-847	-947
管理费用	-177	-188	-250	-385	-421
研发费用	-596	-735	-757	-795	-968
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-456	-618	-977	-760	-599
利息费用	-17	-18	-31	-56	-56
利息收入	84	88	43	48	33
其他	-1	-8	0	0	0
税前利润	-356	-509	-912	-715	-569
所得税	-2	-6	0	0	0
税后利润/(亏损)	-358	-515	-912	-715	-569
归属少数股东净利/(亏损)	2	0	0	0	0
归母净利/(亏损)	-359	-515	-912	-715	-569

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	851	418	468	318	-545
短期投资	1,868	1,737	737	737	737
应收账款及票据	16	63	193	277	357
存货	56	111	193	308	316
其他流动资产	148	136	136	136	136
流动资产	2,940	2,466	1,728	1,777	1,001
固定资产	894	1,048	1,293	1,549	1,798
其他非流动资产	50	252	252	252	252
非流动资产	943	1,301	1,546	1,801	2,051
总资产	3,883	3,767	3,274	3,578	3,052
应付账款及其他应付款项	249	261	181	200	243
短期阶段	46	472	972	972	972
租赁负债	19	12	12	12	12
其他流动负债	0	2	2	2	2
流动负债	314	748	1,167	1,187	1,229
长期借款	332	257	257	1,257	1,257
租赁负债	22	11	11	11	11
其他非流动负债	228	275	275	275	275
非流动负债	582	544	544	1,544	1,544
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	2,986	2,474	1,562	847	278
权益	2,987	2,475	1,563	848	279

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后利润	-358	-515	-912	-715	-569
折旧及摊销	52	89	105	129	155
应收账款减少(增加)	-16	-47	-131	-84	-79
库存减少(增加)	-12	-55	-82	-115	-8
其他营运资本变动	49	12	-81	20	42
其他经营现金流	-19	0	0	0	0
经营现金流	-304	-515	-1,101	-764	-459
固定资产增加	-327	-244	-350	-385	-404
其他	795	800	1,000	0	0
投资现金流	468	556	650	-385	-404
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	360	352	500	1,000	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-288	0	0	0	0
融资现金流	72	352	500	1,000	0
汇率变动影响	10	0	0	0	0
现金及现金等价物变动	247	-433	49	-149	-863
年初现金	604	851	418	468	318
年末现金	851	418	468	318	-545

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-1.37	-1.97	-3.26	-2.56	-2.03
每股净资产	11.43	9.45	5.59	3.03	1.00
每股销售额	1.35	1.63	2.30	5.51	7.52
同比变动(%)					
收入	254%	21%	51%	139%	37%
归母净利/(亏损)	17%	43%	77%	-22%	-20%
利润率(%)					
毛利率	89.6%	97.2%	82.2%	82.3%	82.5%
营业利润率	-128.8%	-144.4%	-151.6%	-49.3%	-28.5%
归母净利/(亏损)	-101.5%	-120.3%	-141.5%	-46.4%	-27.1%
回报率(%)					
平均股本回报率	-11%	-19%	-45%	-59%	-101%
平均资产回报率	-9%	-13%	-26%	-21%	-17%
财务杠杆					
流动比率(x)	9.4	3.3	1.5	1.5	0.8
速动比率(x)	9.2	3.1	1.3	1.2	0.6
现金比率(x)	2.7	0.6	0.4	0.3	-0.4
负债/权益(%)	30%	52%	109%	322%	993%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	2.8	3.4	5.7	10.4	31.7
市销率(x)	23.4	19.4	13.7	5.8	4.2

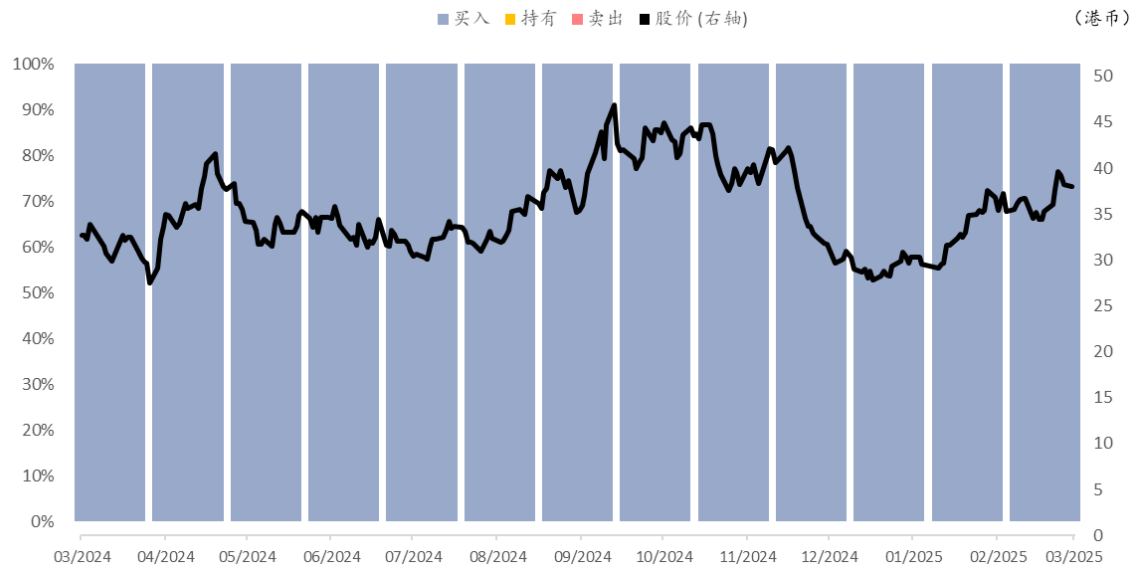
图表 2：浦银国际目标价：康诺亚



资料来源：Bloomberg、浦银国际

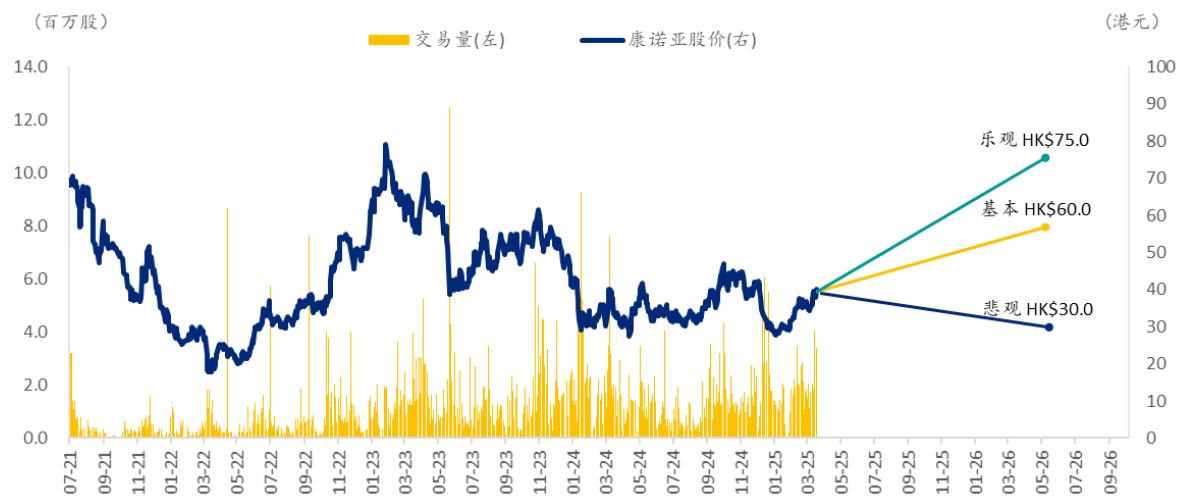
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：康诺亚市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：康诺亚 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：75.0 港元

概率：20%

- CM310 峰值销售额超过人民币 65 亿元；
- 稳态下毛利率均高于 90%；
- 管线药物研发进度快于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：30.0 港元

概率：20%

- CM310 峰值销售额低于人民币 35 亿元；
- 稳态下毛利率均低于 80%；
- 管线药物研发进度慢于预期；
- 在研管线研发失败。

资料来源：浦银国际

图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	260.6	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.0	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.1	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.1	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.7	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	253.2	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	152.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	223.1	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.2	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	65.2	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	21.3	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	36.7	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.5	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	16.9	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	40.4	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.2	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	66.4	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	38.0	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	31.6	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	37.2	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.3	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	44.4	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.5	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	69.4	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	67.4	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	16.4	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.2	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	26.4	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	42.1	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	239.5	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.3	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.8	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.7	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.4	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	15.4	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	377.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.2	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.0	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.4	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	4.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.1	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 3 月 24 日; 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关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人士。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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

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

