

2025 年 3 月 26 日 星期三

【公司评论】

高小迪

852 2532 1960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

行业 医药

股价 39.95 港元

市值 113.7 亿港元

已发行股本 2.797 亿股

52 周高/低 47.50 港元/26.60 港元

每股净现值 8.85 港元

股价表现



康诺亚 (2162): 司普奇拜单抗鼻科先拔头筹, 密集 BD 出海尽显管线价值

2024 年全年业绩回顾

公司 2024 全年实现收入 4.3 亿元, 其中商业化收入 4300 万元, BD 收入 3.9 亿元。全年研发费用同比增加 23%, 共约 7.4 亿元。销售费用 1.1 亿。截止 2025 年 2 月, 公司已建立了超 300 人的商业化团队, 销售网络已覆盖 226 个城市, 超 1100 家医院。由于研发投入的持续扩大和商业化能力建设, 公司全年亏损同比扩大 44%, 达 5.1 亿元。截止 2024 年末, 公司持有现金及银行理财产品合计 21 亿, 可充分支持公司未来 3 年的稳定发展。

司普奇拜单抗开启商业化, 疗效与差异化布局建立优势

2024 年是康诺亚的商业化元年。9 月司普奇拜单抗获 CDE 批准上市, 商品名康悦达。这是继度普利尤单抗后, 全球第二款获批上市的 IL-4R α 抗体药物。IL-4R α 抑制剂能够同时抑制 IL-4 和 IL-13 通路的信号传导, 进而抑制 2 型炎症反应。度普利尤单抗于 2017 年上市, 目前已获批特应性皮炎、哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、嗜酸性食管炎、结节性痒疹、慢阻肺等适应症。2024 年度普利尤单抗收入超 140 亿美元, 超越阿达木单抗成为自免领域药王。

司普奇拜单抗分别于 2024 年 9 月、12 月、2025 年 2 月连续获批了特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、季节性过敏性鼻炎 3 项适应症。

特应性皮炎是全球最常见的慢性皮肤病之一, 全球约有 2-8% 的成年人和 10-25% 的儿童患有特应性皮炎。中国特应性皮炎患者约 7000 万人, 其中中重度患者约占 28%。目前针对特应性皮炎的靶向治疗, 已开发了包括 IL-4R α 抗体、IL-13 抗体、IL-31 抗体、IgE 抗体、JAK 抑制剂在内的多种靶点, 并有更多靶点在持续开发中。尽管相关药物研发相对拥挤, 但由于该病患者基数大, 病程长, 易复发, 并且靶向治疗存在耐药问题, 因此仍然有庞大的未满足需求。司普奇拜单抗在 3 期临床研究中展现了非常优秀的疗效, 52 周 EASI-90 比例高达 77.1%, 将特应性皮炎治疗目标提升至了新的高度。除了临床数据上亮眼的疗效外, 上市后医生反馈司普奇拜单抗在同类竞品表现不佳的头颈部仍有良好的疗效, 且针对原发性和继发性耐药患者同样有效。这些都强化了司普奇拜单抗在特应性皮炎适应症的竞争力。2025 年达必妥 (度普利尤单抗) 300mg 约价格为 1508 元/支, 降幅超 40%。康悦达也将价格调整为 1812 元/支, 伴随买二赠一的优惠, 单支价格约 1208 元, 并保持了销售的增长。公司也在积极准备今年的医保国谈, 以在医保加持下实现更为快速的放量。

在中国市场, 除了与度普利尤存在直接竞争关系的特应性皮炎适应症外, 司普奇拜单抗率先获批了鼻窦炎伴鼻息肉适应症, 并且差异化布局了季节性过敏性鼻炎适应症。目前针对季节性过敏性鼻炎的靶向疗法, 仅有日本获批的奥玛珠单抗。司普奇拜单抗为季节性过敏性鼻炎患者带来了新的用药选择。中国季节性过敏性鼻炎发病率约 10-15%, 存在巨大的市场。过敏性鼻炎患者往往会直接在销售端获取药物, 而非通过就诊, 因此能够自下而上地提升医生对司普奇拜单抗的认知。鼻窦炎伴鼻息肉与季节性过敏性鼻炎两项适应症的销售相互促进, 且相比特应性皮炎相对激烈的竞争格局, 也更易于进院准入。公司表示伴随花粉季的来临, 鼻

科收入贡献已超越特应性皮炎。

除了已获批的三项适应症癌，公司 2025 年将陆续递交儿童和青少年特应性皮炎以及结节性痒疹适应症的上市申请，进一步挖掘司普奇拜单抗的潜在市场。

License-out 密集，NewCo 加速海外临床布局

早在 2023 年，康诺亚就与阿斯利康达成交易，授予其 CMG901 的全球权益，交易总金额超过 11 亿美元。CMG901 是目前进度最快的 CLDN18.2 ADC，已开展了多项国际多中心临床研究，涉及胃癌、胆道癌和胰腺癌。其 2L+ 胃癌及胃食管交界处腺癌的 3 期临床预计将于 2026 年读出数据。除此之外，2024 年 7 月至今，康诺亚通过 NewCo 形式实现了 4 笔 License-out 交易，共涉及 CM512 (TSLP x IL-13)、CM536 (临床前)、CM336 (BCMA x CD3)、CM313 (CD38)、CM355 (CD20 x CD3) 5 个分子。这凸显了公司管线的价值及 BD 团队的高效。目前三家 NewCo 的团队已完成搭建。CM512 是全球第二款及潜在 BIC 的 TSLP x IL-13 双抗，作为司普奇拜单抗之后的下一代产品，除了特应性皮炎外，也将肩负起开发呼吸领域的适应症的使命。2025 年 1 月，Belenos 已向 FDA 递交了 CM512 治疗哮喘的 IND 申请。CM313 和 CM336 也申报 IND 工作会在今年启动。

2025 年指引

公司维持了 2025 年 5 亿元的销售目标，并预计研发支出与 2024 年持平。公司将继续加大商业化投入的预算费用。预计 2025 年还会有小幅亏损。资本支出方面，公司已完成了生产制造基地的一期建设。目前在建的成都研发大楼，预计全年支出 3-4 亿，70% 将由银行贷款解决，对短期现金流影响比例非常小。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)