

康诺亚-B (02162.HK)

优于大市

关注司普奇拜单抗商业化进展，以及后续创新管线研发推进

核心观点

对外合作+商业化销售双轮驱动。康诺亚 2024 年营收 4.28 亿元 (+21%)，主要来自对外授权收入以及司普奇拜单抗 (CM310) 的销售收入；全年研发费用 7.35 亿元 (+23%)，管理费用 1.88 亿元 (+6%)，销售费用 1.11 亿元 (上年同期为 0)，归母净利润-5.15 亿元 (上年同期为-3.59 亿元)。截至 2024 年底，公司在手现金约 21.6 亿元。

关注司普奇拜单抗商业化进展。司普奇拜单抗于 2024 年 9 月获批上市，全年销售收入约 4300 万元 (扣除分销商折扣及降价补贴后净额约 3600 万元)。目前司普奇拜单抗已经获批了特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉和季节性过敏性鼻炎三项适应症，其中两项鼻科的适应症是在中国的独家适应症；差异化适应症有助于司普奇拜单抗的销售放量。预计司普奇拜单抗将通过今年的医保谈判进入医保。

ADC、双抗等后续管线顺利推进。公司的 CMG901 (CLDN18.2 ADC) 已经授权 AZ，目前正在进行全球注册性临床。CM313 (CD38 单抗) 正在自免适应症进行 2 期临床，CM512 (TSLP \times IL13 双抗) 即将启动特应性皮炎和哮喘的 2 期临床，CM336 (BCMA \times CD3 双抗) 正在进行 MM 临床的剂量拓展阶段，CM355 (CD20 \times CD3 双抗) 也正在进行血液瘤的临床试验；上述 4 个分子均通过 NewCo 的形式授权出海，并且预计在今年将有海外临床的开启。另外，CM518D1 (GDH17 ADC) 也已经递交了临床申请，公司的后续管线顺利推进。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于司普奇拜单抗进行了价格调整，我们小幅下调公司 2025-26 年的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 6.05/10.95/20.46 亿元 (25-26 年前值 6.49/13.83 亿元)，归母净利润-8.02/-5.82/0.48 亿元 (25-26 年前值-7.76/-3.55 亿元)。公司的核心产品司普奇拜单抗进入商业化阶段，后续创新管线顺利推进，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	354	428	605	1,095	2,046
(+/-%)	253.9%	20.9%	41.3%	80.9%	86.9%
净利润 (百万元)	-359	-515	-802	-582	48
(+/-%)	--	--	--	--	-108.2%
每股收益 (元)	-1.28	-1.84	-2.87	-2.08	0.17
EBIT Margin	-128.4%	-144.3%	-158.1%	-65.8%	-3.7%
净资产收益率 (ROE)	-12.0%	-20.8%	-48.0%	-53.3%	4.2%
市盈率 (PE)	-32.2	-22.5	-14.4	-19.9	241.6
EV/EBITDA	-34.5	-22.2	-16.3	-23.4	738.6
市净率 (PB)	3.88	4.68	6.92	10.61	10.17

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：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	46.65 港元
总市值/流通市值	13050/13050 百万港元
52 周最高价/最低价	47.50/26.60 港元
近 3 个月日均成交额	64.29 百万港元

市场走势



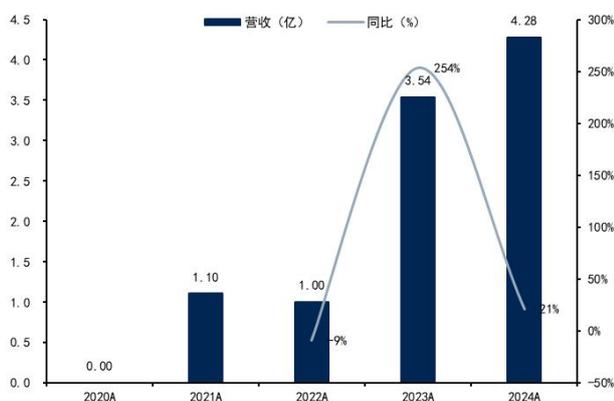
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《康诺亚-B (02162.HK) - 司普奇拜单抗过敏性鼻炎适应症快速获批上市》——2025-02-09
- 《康诺亚-B (02162.HK) - 临床开发快速推进，商业化准备积极推进》——2024-09-03
- 《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

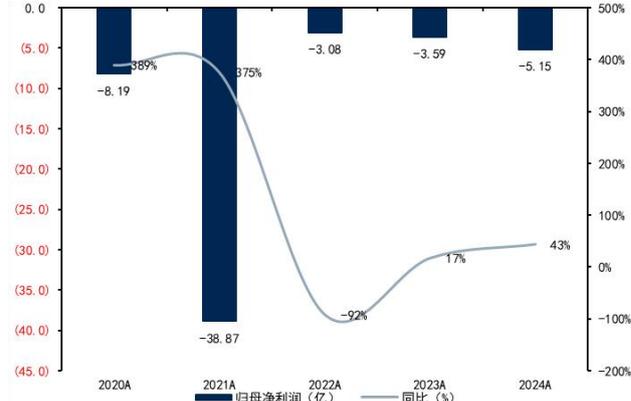
对外合作+商业化销售双轮驱动。康诺亚 2024 年营收 4.28 亿元（+21%），主要来自对外授权收入以及司普奇拜单抗（CM310）的销售收入；全年研发费用 7.35 亿元（+23%），管理费用 1.88 亿元（+6%），销售费用 1.11 亿元（上年同期为 0），归母净利润-5.15 亿元（上年同期为-3.59 亿元）。截至 2024 年底，公司在手现金约 21.6 亿元。

图1：康诺亚营业收入及增速（单位：亿元、%）



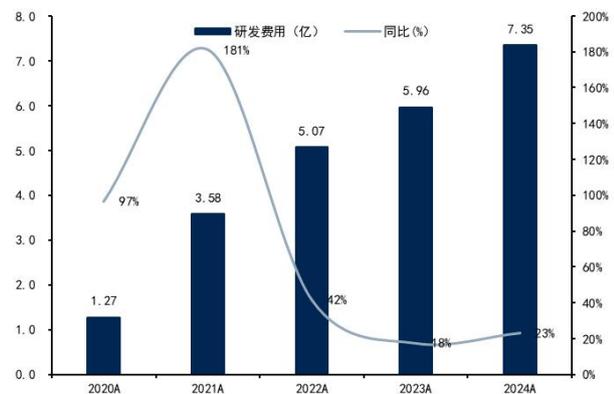
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康诺亚归母净利润及增速（单位：亿元、%）



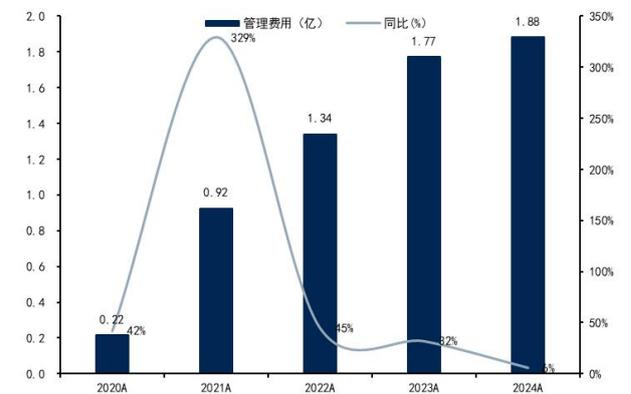
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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4：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

关注司普奇拜单抗商业化进展。司普奇拜单抗于 2024 年 9 月获批上市，全年销售收入约 4300 万元（扣除分销商折扣及降价补贴后净额约 3600 万元）。目前司普奇拜单抗已经获批了特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉和季节性过敏性鼻炎三项适应症，其中两项鼻科的适应症是在中国的独家适应症；差异化适应症有助于司普奇拜单抗的销售放量。预计司普奇拜单抗将通过今年的医保谈判进入医保。

ADC、双抗等后续管线顺利推进。公司的 CMG901（CLDN18.2 ADC）已经授权 AZ，目前正在进行全球注册性临床。CM313（CD38 单抗）正在自免适应症进行 2 期临床，CM512（TSLP \times IL13 双抗）即将启动特应性皮炎和哮喘的 2 期临床，CM336（BCMA \times CD3 双抗）正在进行 MM 临床的剂量拓展阶段，CM355（CD20 \times CD3 双抗）也正在进行血液瘤的临床试验；上述 4 个分子均通过 NewCo 的形式授权出海，并且预计在今年将有海外临床的开启。另外，CM518D1（CDH17 ADC）也已经递交了临

床申请, 公司的后续管线顺利推进。

图5: 康诺亚研发管线

研究领域	候选药物	靶点	形态	重点适应症	临床前	临床试验申请	I期	II期	III期	NDA申报	获批上市	合作夥伴	康诺亚权益	
自身免疫及慢性疾病	司普奇拜单抗 CM310 ★	IL-4Ra	单抗	特应性皮炎—成年人	CDE临床适应症特准 / CDE优先审评审批程序 / 2024年9月10日获批上市									全球
				特应性皮炎—儿童及青少年										
				慢性鼻窦炎伴息肉	CDE优先审评审批程序 / 2024年12月23日获批上市									
				季节性过敏性鼻炎	2025年2月7日获批上市									
				过敏性鼻炎										
	呼吸相关过敏症													
	CM512	TSLP/IL-13	单抗	特应性皮炎									Belenos	大中华区
				哮喘										
	CM313	CD38	单抗	慢性阻塞性肺病									TIMBERLYNE TIMBERLYNE	大中华区
				系统性红斑狼疮										
CM383	AP-2转核	单抗	免疫性血小板减少症									TIMBERLYNE TIMBERLYNE	全球	
			IgA肾病											
CM326	TSLP	单抗	慢性鼻窦炎伴息肉、哮喘等									石药集团	除中国大陆外 其他区域	
肿瘤	CMG901 ★	Claudin 18.2	ADC	胃癌及其他實體瘤	FDA快速通道及孤儿药资格认定 / CDE突破性治疗药物认定 / 全球III期临床								AstraZeneca	全球
	CM518D1	CDH17	ADC	實體瘤										全球
	CM313	CD38	单抗	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									TIMBERLYNE TIMBERLYNE	大中华区
	CM355	CD20xCD3	单抗	淋巴瘤									Prolium INNOVOCARE	亚洲
	CM336	BCMAxCD3	单抗	复发/难治性多发性骨髓瘤									OURO	大中华区
	CM350	GPC3xCD3	单抗	實體瘤										全球
	CM380	GPC3DxCD3	单抗	复发/难治性多发性骨髓瘤										全球
	CM369	CCR8	单抗	腫瘤									INNOVOCARE	全球

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。由于司普奇拜单抗进行了价格调整, 我们小幅下调公司 2025-26 年的盈利预测, 预计 2025-2027 年公司营收 6.05/10.95/20.46 亿元 (25-26 年前值 6.49/13.83 亿元), 归母净利润 -8.02/-5.82/0.48 亿元 (25-26 年前值 -7.76/-3.55 亿元)。公司的核心产品司普奇拜单抗进入商业化阶段, 后续创新管线顺利推进, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	851	418	500	500	500	营业收入	354	428	605	1095	2046
应收款项	151	199	166	300	560	营业成本	37	12	25	80	156
存货净额	56	111	39	13	67	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13	0	6	11	20	销售费用	0	111	547	696	875
流动资产合计	2940	2466	1911	1624	1747	管理费用	772	923	990	1039	1089
固定资产	803	974	1421	1658	1783	财务费用	71	82	39	56	64
无形资产及其他	41	83	63	42	21	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	77	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	22	210	210	210	210	其他收入	148	191	74	84	96
资产总计	3883	3767	3637	3566	3794	营业利润	(377)	(509)	(922)	(691)	(44)
短期借款及交易性金融负债	46	472	958	1318	1368	营业外净收支	21	0	120	110	100
应付款项	31	26	16	7	33	利润总额	(356)	(509)	(802)	(581)	56
其他流动负债	237	249	446	605	709	所得税费用	2	6	0	0	8
流动负债合计	314	748	1420	1930	2110	少数股东损益	2	0	1	0	(0)
长期借款及应付债券	332	257	257	257	257	归属于母公司净利润	(359)	(515)	(802)	(582)	48
其他长期负债	250	286	286	286	286	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	582	544	544	544	544	净利润	(359)	(515)	(802)	(582)	48
负债合计	896	1291	1964	2474	2654	2 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	1	1	1	2	1139	折旧摊销	68	(0)	74	84	96
股东权益	2986	2475	1672	1091	1139	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3883	3767	3637	3566	3794	财务费用	71	82	39	56	64
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(132)	(2)	286	37	(193)
每股收益	(1.28)	(1.84)	(2.87)	(2.08)	0.17	其它	2	0	1	0	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(422)	(517)	(441)	(460)	(50)
每股净资产	10.68	8.85	5.98	3.90	4.07	资本开支	0	(171)	(500)	(300)	(200)
ROIC	-14%	-20%	-42%	-45%	-3%	其它投资现金流	703	131	537	400	200
ROE	-12%	-21%	-48%	-53%	4%	投资活动现金流	702	(228)	37	100	0
毛利率	90%	97%	96%	93%	92%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-128%	-144%	-158%	-66%	-4%	负债净变化	303	(75)	0	0	0
EBITDA Margin	-109%	-144%	-146%	-58%	1%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	254%	21%	41%	81%	87%	其它融资现金流	(640)	462	486	360	50
净利润增长率	--	--	--	--	-108%	融资活动现金流	(34)	313	486	360	50
资产负债率	23%	34%	54%	69%	70%	现金净变动	247	(433)	82	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	604	851	418	500	500
P/E	(32.2)	(22.5)	(14.4)	(19.9)	241.6	货币资金的期末余额	851	418	500	500	500
P/B	3.9	4.7	6.9	10.6	10.2	企业自由现金流	0	(799)	(1096)	(898)	(362)
EV/EBITDA	(34)	(22)	(16)	(23)	739	权益自由现金流	0	(494)	(650)	(594)	(366)

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±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±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