

康诺亚 (2162.HK): 近期管理层线下路演总结

近期我们组织了公司管理层香港线下路演。整体来说, CM310 商业化进展顺利, 一季度销售放量令人满意, 下一代核心管线产品 CM512 预计有望于 3Q25 公布 1 期数据, 多款出海分子有望于 2026 年读出海外数据。更多细节请见下文。重申我们“买入”评级和 60 港元目标价。

• **CM310 商业化进展顺利, 一季度销售指标达成度令人满意:** CM310 商业化团队搭建以及下半年医保谈判准入是公司 2025 年工作的重中之重。(1) 目前商业化团队共计 300+人, 预计在 2025 年底之前扩充至 500 人规模。快速补充的商业化团队今年的目标任务在于将更多的医院及皮肤科/鼻科医生破冰, 为明年医保放量打好坚实的基础;(2) 今年医保谈判预计 3 个适应症均会参与谈判, 争取将 AD 和慢鼻适应症明年纳入医保, 过敏性鼻炎将根据届时医保谈判降价情况灵活决定是否纳入医保;(3) 一季度商业化进展顺利: 目前公司已完成 29 个省份挂网工作, 医院准入较此前管理层料想的更加顺利, 主要得益于 CM310 在特应性皮炎上的优秀数据以及 CM310 是多年来鼻科第一款获批的创新制剂。定价策略上, CM310 赠药之后每针价格为 1,208 元 (价格为 1,812 元/针, 买二赠一), 较达必妥每针便宜约 300 元。目前 CM310 在 AD 上主要瞄准达必妥无效患者或医保限额超标患者, 在鼻科上主要通过 C 端过敏性鼻炎消费者倒逼鼻科医生开具处方, 以及慢鼻适应症通过围手术期使用减少鼻息肉体积来提高鼻息肉手术成功率及向手术无效的鼻息肉患者来推广使用。管理层表示特应性皮炎需求端稳定增长, 而过敏性鼻炎在过敏季节放量迅猛;(4) 维持全年 5 亿元销售指引, 预计下半年销售占比贡献较大;(5) 就竞争格局而言, CM310 领先其他国产 IL4R 厂家约 2-3 年, 且较达必妥额外获批 2 个鼻科适应症 (达必妥慢鼻适应症预计仍需 1-2 年时间在中国申报 NDA), 管理层认为 CM310 的优秀数据及先发优势有望帮助其实现 50 亿元峰值销售。

• **下一代自免双抗 CM512 是核心研发管线药物, 公司将重点推进:** CM512 (TSLP x IL-13) 靶点全球开发进度位居第二 (仅次于赛诺菲 lunsekimig), 其长半衰期可支持 3-6 个月/针长效给药方式, 有望继 CM310 之后作为下一代长效自免药物推出。公司未来将聚焦自免和呼吸科适应症。目前公司正在推进中国 1b 期 AD 试验, 预计有望于 3Q25 读出 1 期健康人及 AD 患者数据。此外, 公司有望年内开启哮喘 1 期试验 (预计 1H25)。海外方面, 海外权益已通过 NewCo 形式授予 Belenos, 目前 Belenos 正在推进 CM512 海外哮喘临床 1 期试验 (海外首例哮喘患者已于 3 月正式入组)。

• **对于已出海分子, 推进海外临床试验是今年主要工作, 预计最快明年有海外数据读出:** 已出海分子今年重点在于开启及推进海外临床试验。除了上段提及的 CM512 已开启海外哮喘 1 期, CM313 (CD38, 海

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

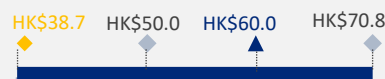
2025 年 4 月 10 日

评级

买入

目标价 (港元)	60.0
潜在升幅/降幅	+55%
目前股价 (港元)	38.7
52 周内股价区间 (港元)	26.6-49.6
总市值 (百万港元)	11,343
近 3 月日均成交额 (百万)	76

市场预期区间

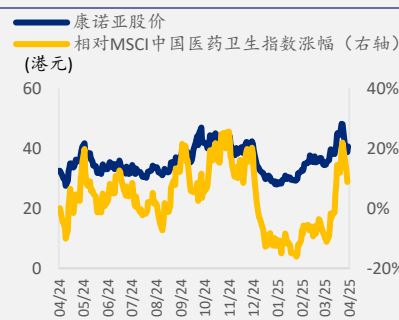


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2025 年 4 月 9 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)



外授权至 Timberlyne) 预计首项海外自免 IND 将于 1H25 申报 (注: 中国 SLE 1b 期数据预计将于 2025 年发表论文), CM336 (BCMA x CD3) 亦将于 1H25 申报海外 IND。2026 年有望迎来多款分子海外数据的读出, 包括 CM901 (CLDN18.2 ADC) 国际三期胃癌数据的读出以及 CM512/CM313/CM336 的一期数据读出。

● **中美地缘政治摩擦预计对 BD 基本无影响:** 对于市场目前担忧的紧张中美局势下未来对于 BD 的潜在影响, 管理层认为基本无影响, 主要因为: (1) BD 授权交易仅为知识产权权益交易, 而非商品货物交易, 不属于关税加征范围, 预计未来不会受到美国政府限制。(2) 全世界范围来看, 中国对于创新靶点开发速度快, 效率高, 质量不错, 且估值较发达国家同靶点资产极具吸引力, 对跨国药企来说是很重要的研发管线补充来源。(3) 对于公司已完成的 4 项 NewCo 形式的 BD 交易, 所有海外临床试验均由 NewCo 公司推进, 而所有 NewCo 公司均为美国公司, 由美国人领导, 康诺亚仅为参股股东, 不涉及主动经营, 因此 NewCo 公司预计不会受到中美地缘政治影响。

● **投资风险:** CM310 商业化不及预期、核心管线药物研发延迟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	846	1,540	2,249
同比变动 (%)	254%	21%	98%	82%	46%
归母净利润/(亏损)	-359	-515	-725	-737	-595
PS (X)	24.8	20.6	11.1	6.1	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	846	1,540	2,249
营业成本	-37	-12	-128	-308	-419
毛利润	317	416	717	1,232	1,830
销售费用	0	-111	-500	-847	-1,012
管理费用	-177	-188	-250	-385	-450
研发费用	-596	-735	-757	-795	-990
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-456	-618	-790	-795	-621
利息费用	-17	-18	-31	-56	-77
利息收入	84	88	43	61	50
其他	-1	-8	0	0	0
税前利润	-356	-509	-725	-737	-595
所得税	-2	-6	0	0	0
税后利润/(亏损)	-358	-515	-725	-737	-595
归属少数股东净利/(亏损)	2	0	0	0	0
归母净利/(亏损)	-359	-515	-725	-737	-595

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	591	484	325
短期投资	1,868	1,737	737	737	737
应收账款及票据	16	63	254	277	401
存货	56	111	254	308	404
其他流动资产	148	136	136	136	136
流动资产	2,940	2,466	1,972	1,942	2,003
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	3,517	3,744	4,053
应付账款及其他应付款项	249	261	237	200	305
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	1,223	1,186	1,291
长期借款	332	257	257	1,257	2,057
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	2,344
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	2,986	2,474	1,750	1,013	418
权益	2,987	2,475	1,751	1,013	419

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	-725	-737	-595
折旧及摊销	52	89	105	129	155
应收账款减少(增加)	-16	-47	-191	-23	-124
库存减少(增加)	-12	-55	-142	-54	-96
其他营运资本变动	49	12	-25	-37	105
其他经营现金流	-19	0	0	0	0
经营现金流	-304	-515	-977	-722	-554
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	800
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	800
汇率变动影响	10	0	0	0	0
现金及现金等价物变动	247	-433	173	-107	-159
年初现金	604	851	418	591	484
年末现金	851	418	591	484	325

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	-2.59	-2.64	-2.13
每股净资产	11.43	9.45	6.26	3.62	1.50
每股销售额	1.35	1.63	3.02	5.50	8.04
同比变动(%)					
收入	254%	21%	98%	82%	46%
归母净利/(亏损)	17%	43%	41%	2%	-19%
利润率(%)					
毛利率	89.6%	97.2%	84.8%	80.0%	81.4%
营业利润率	-128.8%	-144.4%	-93.4%	-51.6%	-27.6%
归母净利/(亏损)	-101.5%	-120.3%	-85.7%	-47.9%	-26.4%
回报率(%)					
平均股本回报率	-11%	-19%	-34%	-53%	-83%
平均资产回报率	-9%	-13%	-20%	-20%	-15%
财务杠杆					
流动比率(x)	9.4	3.3	1.6	1.6	1.6
速动比率(x)	9.2	3.1	1.4	1.4	1.2
现金比率(x)	2.7	0.6	0.5	0.4	0.3
负债/权益(%)	30%	52%	101%	269%	868%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	2.9	3.6	5.4	9.3	22.5
市销率(x)	24.8	20.6	11.1	6.1	4.2

图表 2：浦银国际目标价：康诺亚



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 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	265.6	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	20.5	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	12.8	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.6	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	27.1	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	206.3	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	129.7	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	212.5	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.4	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	45.7	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	25.7	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	44.0	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	7.9	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	17.1	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.2	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.2	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	71.2	买入	90.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.8	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	38.7	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.7	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	25.6	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	35.4	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	19.0	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	6.1	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	6.0	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	48.2	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.4	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	48.4	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	51.3	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	11.5	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.3	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	18.5	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	29.3	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	213.8	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	15.7	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.1	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.4	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.8	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.8	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.2	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	15.0	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	411.3	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.1	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.0	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.8	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.4	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.2	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	6.6	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 4 月 9 日收盘。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团－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,日后可作修改而不另通知,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联属公司、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

