

2025 年 04 月 13 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 04 月 11 日
收盘价（港元）	43.85
一年内最高/最低（港元）	49.60/26.60
总市值（百万港元）	12,266.40
流通市值（百万港元）	12,266.40
资产负债率（%）	34.28

资料来源：聚源数据

康诺亚-B (02162. HK)

——CM310 多点开花助力商业化放量，创新管线稳步推进

投资要点：

- 2024 年整体业绩符合预期。**公司 24 年全年总收入为 4.3 亿元，同比上升 20.9%，其中药品销售额 3594 万元，BD 收入 3.9 亿元，毛利 4.2 亿元，同比上升 31.1%，毛利率为 97.2%，归母净利润-5.1 亿元。三费方面：公司 24 年全年研发费用为 7.4 亿元；销售费用为 1.1 亿元；行政开支为 1.9 亿元。截至公司年报，公司在手现金合计约 21 亿元。
- 核心产品 CM310 蓄势待发，后续管线未来可期。**1) **核心大单品 CM310，25 年加速放量：**CM310 陆续获批了三项适应症，分别为成人中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉和季节性过敏性鼻炎，进度全球领先，具有显著先发优势，其他适应症正处于关键 III 期临床；疗效方面，三项适应症的患者反应疗效均较好，二者叠加显著打开 CM310 销售空间。截止至 2024 年底，三个半月 CM310 销售收入约 4000 万元，预计 2025 年 CM310 销售额有望快速提升。2) **CMG901 携手 AZ，进军全球市场：**目前 AZ 正主导多项全球多中心临床试验，包括 2L+胃癌（III 期）、1L 胃癌（II 期）、1L 胰腺癌（II 期）和 2L+胆道癌（II 期）等。3) **后续管线布局丰富，多款管线临床稳步推进：**CM313 治疗复发/难治性多发性骨髓瘤（I/II 期）、系统性红斑狼疮（Ib/IIa 期）和原发免疫性血小板减少症（II 期）等适应症正稳步推进，其他管线例如 CM512（TSLP/IL-13 双抗）、CM336（BCMA/CD3 双抗）、CM383（Aβ 原纤维抗体）、CM355（CD20/CD3 双抗）等临床正有序进行，覆盖多种适应症。
- BD 持续推进，积极兑现早期管线的全球化价值。**公司积极探索多元化 BD 模式，通过 NewCo 的形式，迅速兑现早期管线价值。根据公司年报，公司目前已将 CM512（TSLP/IL-13 双抗）、CM536（临床前）、CM336（BCMA/CD3 双抗）、CM313（CD38）、CM355（CD20/CD3 双抗）等管线成功兑现价值，考虑到公司强大的研发实力和丰富的后续管线，有望在未来通过持续 BD 为公司提供现金流。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.96/11.57/22.47 亿元。通过 DCF 方法计算，假设永续增长率为 2%，WACC 为 8.50%，公司合理股权价值为 153 亿港元（汇率取人民币 1 元=1.07 港元）。鉴于公司创新管线出色，商业化放量势头强劲，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	354	428	696	1157	2247
同比增长率（%）	253.87%	20.91%	62.66%	66.21%	94.13%
归母净利润（百万元）	-359	-515	-695	-535	102
同比增长率（%）	-16.63%	-43.38%	-34.79%	22.97%	118.99%
每股收益（元/股）	-1.37	-1.97	-2.48	-1.91	0.36
ROE（%）	-12.0%	-20.8%	-39.0%	-43.0%	7.5%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表	单位：人民币(百万)		
	2025E	2026E	2027E
营业收入	696	1,157	2,247
增长率	62.7%	66.2%	94.1%
营业成本	63	104	202
%销售收入	9.0%	9.0%	9.0%
毛利	634	1,053	2,045
%销售收入	91.0%	91.0%	91.0%
其他收入	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	397	579	854
%销售收入	57.0%	50.0%	38.0%
管理费用	223	255	292
%销售收入	32.0%	22.0%	13.0%
研发费用	766	787	876
%销售收入	110.0%	68.0%	39.0%
财务费用	-4	5	13
%销售收入	-0.6%	0.4%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	-687	-514	128
%销售收入	-98.7%	-44.4%	5.7%
投资收益	-3	-3	-4
%税前利润	0.4%	0.7%	-3.5%
除税前利润	-683	-519	116
利润率	-98.1%	-44.8%	5.2%
所得税	10	15	14
所得税率	-1.5%	-2.9%	12.0%
净利润(含少数股东损益)	-693	-534	102
少数股东损益	1	1	0
归属于母公司的净利润	-695	-535	102
增长率	-34.8%	23.0%	119.0%
净利率	-99.7%	-46.2%	4.5%

现金流量表	单位：人民币(百万)		
	2025E	2026E	2027E
净利润	-695	-535	102
少数股东损益	1	1	0
营运资金变动	54	54	5
其他变动	25	50	9
经营活动现金流量净额	-615	-430	115
资本开支	-170	-120	-100
投资	458	470	-87
其他	67	54	108
投资活动现金流量净额	355	405	-78
股权募资	0	0	0
债权募资	180	290	290
其他	-30	-38	-48
筹资活动现金流量净额	150	252	242
现金净变动	-110	227	279

资产负债表	单位：人民币(百万)		
	2025E	2026E	2027E
货币资金	308	535	814
应收款项	267	238	220
存货	87	87	84
其他流动资产	1,281	796	882
流动资产	1,943	1,656	2,000
权益性投资	4	6	7
固定资产	1,072	1,116	1,138
无形资产	94	104	112
非流动资产	1,422	1,487	1,530
资产总计	3,365	3,143	3,529
应付款项	35	58	62
短期借款	672	972	1,272
其他流动负债	352	351	342
流动负债	1,059	1,381	1,676
长期债务	237	227	217
其他长期负债	286	286	286
非流动负债	524	514	504
负债总计	1,582	1,895	2,179
归属母公司股东权益	1,780	1,245	1,347
少数股东权益	2	3	3
负债股东权益合计	3,365	3,143	3,529

比率分析	2025E	2026E	2027E
每股指标			
每股收益	-2.48	-1.91	0.36
每股净资产	6.36	4.45	4.81
每股经营现金净流	-2.20	-1.54	0.41
每股股利	0.00	0.00	0.00
回报率			
净资产收益率	-39.02%	-42.97%	7.54%
总资产收益率	-20.64%	-17.02%	2.88%
投入资本收益率	-25.90%	-21.60%	3.98%
增长率			
营业收入增长率	62.66%	66.21%	94.13%
EBIT增长率	-40.19%	25.22%	125.00%
净利润增长率	-34.79%	22.97%	118.99%
总资产增长率	-10.67%	-6.59%	12.30%
资产管理能力			
应收账款周转天数	31.2	19.0	10.2
存货周转天数	570.0	300.4	152.3
应付账款周转天数	174.7	160.2	106.5
固定资产周转天数	528.9	340.2	180.6
偿债能力			
流动比率	1.83	1.20	1.19
速动比率	1.74	1.13	1.13
净负债/股东权益	33.74%	53.25%	50.04%
EBIT利息保障倍数	-22.8	-13.5	2.7
资产负债率	47.03%	60.28%	61.75%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。