

医药	收盘价 港元 66.50	目标价 港元 78.00个	潜在涨幅 +17.3%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 8 月 28 日

康诺亚 (2162 HK)

1H25 核心品种市场渗透加速，差异化布局，上调目标价

司普奇拜单抗首个完整半年商业化成绩优异，TSLP/IL-13 双抗有望成为自免领域下一代重磅单品，重点布局鼻科适应症。借助强大的临床开发执行力及差异化显著的多种技术平台，公司跨技术路径、跨疾病领域的多元产品矩阵逐步成型，并从自免和肿瘤进一步延展至更多大潜力治疗领域。上调目标价。

① **抗 IL-4R 司普奇拜单抗商业化初见成效：**司普奇拜首个完整半年销售额达 1.69 亿元（人民币，下同），其中鼻科领域销量已略高于皮肤科。团队和市场渗透方面，当前商业化团队规模达到 400 人，覆盖医院和持续产出医院数量分别达到 1,400 家和 1,100 家，可院内用药的医院超 300 家；在院外商业渠道，患者可在全国超 200 座城市的 400 家以上药房购药。2H25 公司将重点加强医院准入工作，尤其是皮肤科的推广，为即将到来的医保谈判和覆盖作铺垫。1H25 公司合作收入 3.3 亿元，主要来自 CD38、CD20/CD3 双抗的对外授权；净亏损 0.8 亿元，窄于我们此前的预期。

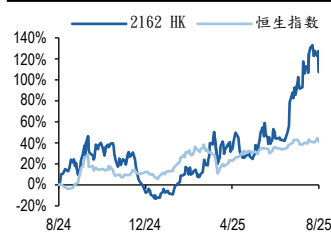
② **司普奇拜+CM512 深度挖掘自免市场潜力：**司普奇拜的后续临床开发将进一步挖掘皮肤科潜力，进展包括：1）青少年 AD 适应症 III 期已成功，近期将申报上市；2）结节性痒疹 III 期 1H26 公布结果，目前来看疗效显著；3）儿童 AD III 期预计年底完成入组。长效 TSLP/IL13 双抗 CM512 有望成为公司第二款自免大单品，定位补强鼻科覆盖，CRSwNP、COPD、哮喘、过敏性鼻炎等适应症处于 II 期临床，海外已获 IND 批准，全球进度仅落后于赛诺菲的同靶点首创 SAR443765，且半衰期更长、免疫原性更低。公司的早期管线还拓展至 CNS、减重增肌等潜力赛道，ADC、寡核苷酸、PROTAC 等前沿技术平台助力新药研发，更多和 MNC 的 BD 合作值得期待。

③ **上调目标价：**我们基于 1H25 业绩及管线研发进展调整 2025-27 年财务预测，对于利润率有更乐观的预测，考虑到好于我们预期的费用管控及管线出海后海外研发转移至合作伙伴。我们将 DCF 模型预测起始年份滚动至 2026 年，上调目标价至 78 港元，对应 3.1 倍收入达峰时的市销率，相比其他港股创新药企（信达 3.7 倍、荣昌 3.7 倍）较合理，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	74.75
52周低位 (港元)	27.85
市值 (百万港元)	19,590.90
日均成交量 (百万)	9.24
年初至今变化 (%)	115.21
200天平均价 (港元)	47.26

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

盈利预测变动

百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	755	689	9.7%	1,231	1,212	1.6%	2,049	2,122	-3.4%
毛利润	694	478	45.1%	1,097	965	13.7%	1,837	1,787	2.8%
毛利率	91.9%	69.5%	22.4ppts	89.1%	79.6%	9.5ppts	89.6%	84.2%	5.4ppts
归母净利润	(487)	(870)	NA	(117)	(789)	NA	405	(218)	NA
净利率	NA	NA	NA	NA	NA	NA	19.7%	NA	NA

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

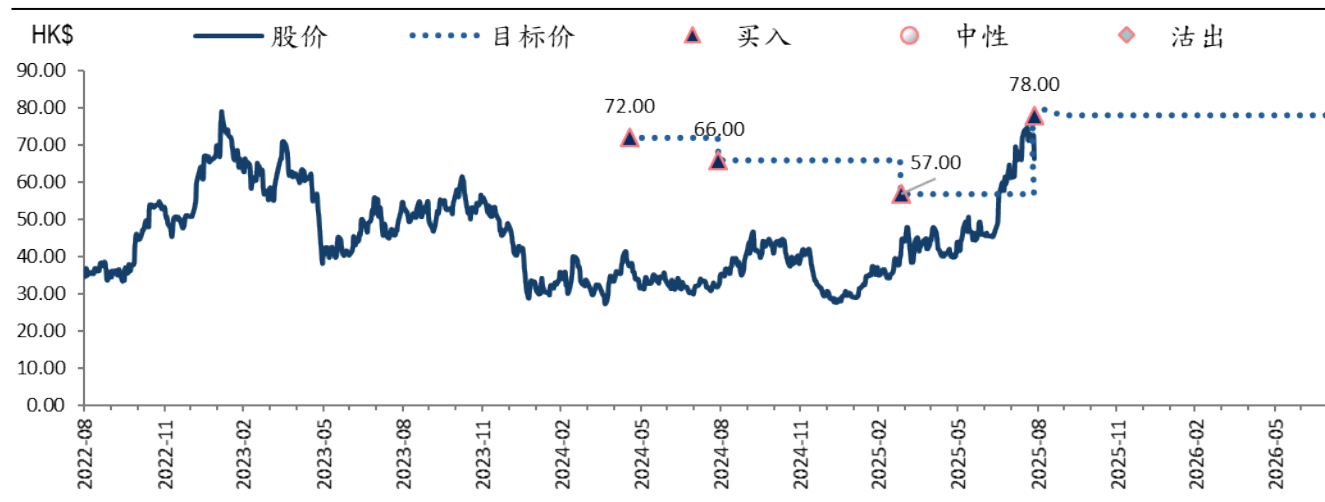
图表 1：康诺亚：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2033E	2033E
收入	755	1,231	2,049	2,597	3,235	3,904	4,588	5,330	5,789	6,313	6,869
EBIT	(542)	(241)	317	704	1,223	1,751	2,324	2,932	3,319	3,713	4,141
EBIT * (1-t)	(460)	(205)	269	599	1,040	1,488	1,975	2,493	2,821	3,156	3,520
加：折旧摊销	91	117	134	143	153	163	173	184	195	206	218
减：营运资金增加/ (减少)	(175)	(104)	(100)	(92)	(108)	(103)	(93)	(104)	(76)	(82)	(84)
减：资本开支	(369)	(295)	(236)	(248)	(260)	(273)	(287)	(301)	(317)	(332)	(349)
自由现金流	(914)	(486)	67	402	825	1,275	1,769	2,271	2,623	2,948	3,306
永续增长率	2%										
自由现金流现值	7,297										
终值现值	13,755										
企业价值	21,052										
净现金	132										
少数股东权益	(1)										
股权价值 (百万人民币)	21,182										
股权价值 (百万港元)	23,301										
股份数量 (百万)	299										
每股价值 (港元)	78.00										

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.3
股权成本	13.1%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.3%

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：康诺亚 (2162 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
2162 HK	康诺亚	买入	66.50	78.00	17.3%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	157.00	183.00	16.6%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.89	8.80	49.4%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	87.85	103.00	17.3%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	463.40	507.00	9.4%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.08	74.00	110.9%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.84	37.60	57.7%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	178.70	225.00	25.9%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	28.24	33.00	16.9%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	69.90	72.50	3.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	91.00	84.00	-7.7%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.56	5.00	-47.7%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	54.55	70.00	28.3%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.34	28.75	65.8%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.76	34.00	7.1%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.90	18.00	20.8%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.93	93.30	16.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	47.63	33.10	-30.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	13.46	16.40	21.9%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	35.52	48.00	35.1%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.91	9.10	15.1%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.49	14.00	64.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.72	9.30	-4.4%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	72.50	70.40	-2.9%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.90	40.20	8.9%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	31.90	42.00	31.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	3.05	3.30	8.2%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	354	428	755	1,231	2,049
主营业务成本	(37)	(12)	(61)	(134)	(213)
毛利	317	416	694	1,097	1,837
销售及管理费用	(177)	(299)	(497)	(665)	(881)
研发费用	(596)	(735)	(793)	(738)	(717)
其他经营净收入/费用	38	45	54	65	79
经营利润	(418)	(573)	(542)	(241)	317
财务成本净额	67	69	60	129	88
其他非经营净收入/费用	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
税前利润	(356)	(509)	(487)	(117)	399
税费	(2)	(6)	0	0	5
非控股权益	(2)	(0)	(0)	(0)	0
净利润	(359)	(515)	(487)	(117)	405
作每股收益计算的净利润	(359)	(515)	(487)	(117)	405

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	851	418	1,481	1,082	1,283
应收账款及票据	16	63	136	185	205
存货	56	111	227	295	389
其他流动资产	2,016	1,873	873	873	873
总流动资产	2,940	2,466	2,717	2,435	2,751
物业、厂房及设备	803	974	1,252	1,431	1,533
其他长期资产	140	326	326	326	326
总长期资产	943	1,301	1,579	1,757	1,859
总资产	3,883	3,767	4,295	4,192	4,610
短期贷款	46	472	600	600	600
应付账款	249	261	275	288	303
其他短期负债	19	14	14	14	14
总流动负债	314	748	888	902	917
长期贷款	332	257	350	350	350
其他长期负债	250	286	286	286	286
总长期负债	582	544	636	636	636
总负债	896	1,291	1,525	1,539	1,553
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,987	2,475	2,770	2,653	3,057
股东权益	2,987	2,475	2,770	2,653	3,057
总权益	2,987	2,475	2,770	2,653	3,057

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(356)	(509)	(487)	(117)	399
折旧及摊销	52	93	91	117	134
营运资本变动	21	(327)	(175)	(104)	(100)
其他经营活动现金流	(20)	(47)	0	0	5
经营活动现金流	(304)	(790)	(571)	(104)	438
资本开支	(331)	(214)	(369)	(295)	(236)
其他投资活动现金流	800	282	1,000	0	0
投资活动现金流	468	68	631	(295)	(236)
负债净变动	360	469	220	0	0
权益净变动	(33)	(32)	782	0	0
其他融资活动现金流	(255)	(152)	0	0	0
融资活动现金流	72	284	1,002	0	0
汇率收益/损失	10	5	0	0	0
年初现金	604	851	418	1,481	1,082
年末现金	851	418	1,481	1,082	1,283

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.370)	(1.967)	(1.685)	(0.392)	1.354
全面摊薄每股收益	(1.370)	(1.967)	(1.685)	(0.392)	1.354
每股账面值	10.677	8.848	9.273	8.882	10.234
利润率分析(%)					
毛利率	89.6	97.2	91.9	89.1	89.6
EBIT利润率	(118.2)	(133.8)	(71.7)	(19.6)	15.5
净利率	(101.5)	(120.3)	(64.5)	(9.5)	19.7
盈利能力(%)					
ROA	(9.3)	(13.7)	(11.3)	(2.8)	8.8
ROE	12.0	20.8	17.6	4.4	(13.2)
ROIC	(10.7)	(16.1)	(13.1)	(3.3)	10.1
其他					
净负债权益比(%)	净现金	12.6	净现金	净现金	净现金
流动比率	9.4	3.3	3.1	2.7	3.0
存货周转天数	557.8	3,333.5	1,348.4	805.6	668.7
应收账款周转天数	58.1	95.0	109.5	87.6	69.4
应付账款周转天数	(2,463.8)	(7,821.0)	(1,633.4)	(786.2)	(519.8)

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。