

2025 年 08 月 27 日

证券研究报告•2025 半年报点评

康诺亚-B (2162.HK) 医疗保健

当前价: 66.50 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，对外合作和商业化销售双轮驱动

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 半年度报告, 2025 上半年收入达 5 亿元, 司普奇拜单抗收入 1.7 亿元。业绩符合预期。
- **司普奇拜单抗 2025 年上半年收入 1.7 亿元, 三项新适应症处于临床 III 期。**司普奇拜单抗 (CM310) 治疗成人中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉及季节性过敏性鼻炎的三项上市申请均获国家药监局批准。司普奇拜单抗用于治疗青少年中重度特应性皮炎的 III 期临床研究正在进行长期安全性评估和随访工作; 治疗儿童中重度特应性皮炎的 III 期临床研究正在进行患者入组工作; 司普奇拜单抗注射液用于结节性痒疹的随机、双盲、安慰剂对照 III 期临床研究于 2025 年 4 月完成患者入组, 目前正在进行患者随访工作。
- **双抗、ADC 产品全线开花。**CMG901 (Claudin 18.2 ADC) 单药治疗 Claudin 18.2 阳性的二线及以上成人晚期/转移性胃腺癌或胃食管结合部腺癌适应症处于临床 III 期, 目前处于患者入组阶段; CMG901 单药及联合治疗 Claudin 18.2 阳性晚期实体瘤 (胃癌、胰腺癌、胆道癌) 处于 II 期临床。CM512 (TSLP/IL-13) I 期安全性和耐受性良好, 治疗中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、中重度哮喘、中度至重度慢性阻塞性肺疾病处于临床 II 期。CM518D1 (CDH17 ADC) 治疗晚期实体瘤处于 I 期剂量递增阶段。
- **多款产品成功授权, 全球化提速。**2025 年 1 月, 公司与 Timberlyne Therapeutics, Inc. 订立独家对外许可协议, 授予 Timberlyne 在全球 (不包括中国内地、香港、澳门及台湾) 开发、生产及商业化 CM313 (CD38 抗体) 的独家权利。2024 年 7 月, 公司与 Belenos Biosciences, Inc. 订立许可协议, 授予 Belenos 在全球 (不包括大中华地区) 开发、生产及商业化本集团候选药物 CM512 (TSLP x IL-13 双特异性抗体) 及 CM536 的独家权利。2024 年 11 月, 公司与 Platina Medicines Ltd (PML) 订立独家许可协议, 授予 PML 在全球 (不包括中国内地、香港、澳门及台湾) 开发、生产及商业化 CM336 (BCMA x CD3 双特异性抗体) 的独家权利。2025 年 1 月, 康诺亚、诺诚健华及北京天诺健成医药科技有限公司与 Prolium Biosciences, Inc. 就 CM355 (CD20 x CD3 双特异性抗体) 的开发及商业化订立独家对外许可协议。根据许可协议条款, Prolium 将拥有在全球非肿瘤适应症以及亚洲以外地区肿瘤适应症方面开发、注册、生产及商业化 CM355 的独家权利。
- **盈利预测:** 随着 CM310 的放量, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.3、14.7 和 26.6 亿元。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期风险、核心品种商业化进展或不及预期风险、海外合作或不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	428.12	826.28	1469.12	2658.38
增长率	20.91%	93.00%	77.80%	80.95%
归属母公司净利润 (百万元)	-515.24	-495.97	-113.89	499.20
增长率	-43.38%	3.74%	77.04%	538.33%
每股收益 EPS (元)	-1.72	-1.66	-0.38	1.67
净资产收益率 ROE	-20.82%	-25.05%	-6.10%	21.11%
PE	-38.56	-40.05	-174.44	39.80

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

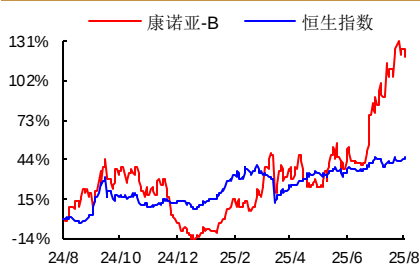
分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	27.85-74.75
3 个月平均成交量(百万)	4.65
流通股数(亿)	2.99
市值(亿)	198.66

相关研究

1. 康诺亚 (2162.HK): CM310 上市, 加速实现早研管线的全球价值 (2025-03-26)

盈利预测

关键假设：

假设 1：假设司普奇拜单抗（CM310）成人特应性皮炎、慢性鼻窦炎适应症 2025-2027 年市占率为 0.038%、0.238%和 0.438%，假设儿童及青少年特应性皮炎适应症 2027 年市占率为 0.01%，对应 CM310 于 2025-2027 年收入为 5、12.7 和 23.9 亿元。

假设 2：假设 CMG901 末线胃癌适应症于 2027 年在中国获批上市。假设末线胃癌 2027 年渗透率为 0.7%，对应收入 0.7 亿元。

假设 3：2024 年公司对外合作的收入为 3.9 亿人民币，主要来源于 CMG901、CM512/CM536 及 CM336 项目授权收入，其中来自 Newco 的股权收入价值为 1.9 亿元。假设 2025-2027 年均有合作里程碑收入落地，合作收入为 3.3、2 和 2 亿元。

随着 CM310 和 CMG901 的逐步落地，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.3、14.7 和 26.6 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	4.3	8.3	14.7	26.6
CM310	0.4	5	12.7	23.9
CMG901				0.7
合作收入	3.9	3.3	2	2

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	418.41	49.58	88.15	948.29	营业额	428.12	826.28	1469.12	2658.38
应收账款	62.85	52.95	94.15	170.36	销售成本	12.20	82.63	146.91	265.84
预付款项、按金及其他应收款项	83.10	308.13	547.86	991.35	其他费用	7.99	8.08	14.36	25.98
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	110.90	272.67	440.74	797.51
存货	111.42	452.76	402.50	364.16	管理及研发费用	923.13	1074.16	1101.84	1196.27
其他流动资产	1790.25	1239.65	1469.36	1329.43	财务费用	18.46	25.54	20.24	15.05
流动资产总计	2466.03	2103.07	2602.01	3803.57	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.57	0.57	0.57	0.57	投资收益	-5.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	974.37	882.77	791.18	699.59	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-649.80	-636.80	-254.97	357.72
无形资产	83.49	69.57	55.66	41.74	其他非经营损益	141.15	141.15	141.15	141.15
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-508.65	-495.65	-113.81	498.88
其他非流动资产	242.12	242.12	242.12	242.12	所得税	6.26	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1300.54	1195.04	1089.53	984.03	税后利润	-514.91	-495.65	-113.81	498.88
资产总计	3766.57	3298.10	3691.54	4787.60	归属于非控制股东利润	0.33	0.32	0.07	-0.32
应付账款	26.01	113.19	201.25	291.33	归属于母公司股东利润	-515.24	-495.97	-113.89	499.20
其他流动负债	249.35	494.27	877.53	1586.68	EBITDA	-396.96	-364.60	11.93	619.44
流动负债合计	747.73	773.58	1280.83	1878.01	NOPLAT	-637.60	-611.26	-234.73	372.78
长期借款	257.19	257.19	257.19	257.19	EPS(元)	-1.72	-1.66	-0.38	1.67
其他非流动负债	286.44	286.44	286.44	286.44					
非流动负债合计	543.63	543.63	543.63	543.63	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1291.35	1317.21	1824.46	2421.64	成长能力				
股本	0.17	0.19	0.19	0.19	营收额增长率	20.91%	93.00%	77.80%	80.95%
储备	2474.40	2475.71	2475.71	2475.71	EBIT 增长率	-44.63%	4.10%	80.10%	649.23%
留存收益	0.00	-495.97	-609.86	-110.66	EBITDA 增长率	-47.15%	8.15%	103.27%	5091.3%
归属于母公司股东权益	2474.57	1979.93	1866.05	2365.25	税后利润增长率	-43.92%	3.74%	77.04%	538.33%
归属于非控制股东权益	0.64	0.96	1.04	0.71	盈利能力				
权益合计	2475.21	1980.89	1867.08	2365.96	毛利率	97.15%	90.00%	90.00%	90.00%
负债和权益合计	3766.57	3298.10	3691.54	4787.60	净利率	-120.27%	-59.99%	-7.75%	18.77%
					ROE	-20.82%	-25.05%	-6.10%	21.11%
					ROA	-13.68%	-15.04%	-3.09%	10.43%
					ROIC	-27.03%	-21.74%	-9.76%	16.03%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	-652.48	-636.80	-254.97	357.72	P/E	-38.56	-40.05	-174.44	39.80
折旧与摊销	93.23	105.50	105.50	105.50	P/S	46.40	24.04	13.52	7.47
财务费用	18.46	25.54	20.24	15.05	P/B	8.03	10.03	10.65	8.40
其他经营资金	-248.84	326.23	10.95	457.81	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-789.63	-179.53	-118.27	936.09	EV/EBIT	-0.71	-0.93	-5.05	-1.01
投资性现金净流量	67.71	141.15	141.15	141.15	EV/EBITDA	-0.88	-1.20	39.64	-0.84
筹资性现金净流量	283.90	-330.46	15.69	-217.10	EV/NOPLAT	-0.55	-0.71	-2.01	-1.39
现金流量净额	-438.03	-368.84	38.57	860.14					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn