

康诺亚-B (02162.HK)

司普奇拜单抗快速放量，积极布局下一代自免双抗

2025 年 08 月 29 日

——港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

余克清（分析师）

汪晋（分析师）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790525060003

日期	2025/8/29
当前股价(港元)	69.150
一年最高最低(港元)	77.750/27.050
总市值(亿港元)	206.58
流通市值(亿港元)	206.58
总股本(亿股)	2.99
流通港股(亿股)	2.99
近 3 个月换手率(%)	103.35

● 大单品司普奇拜单抗快速放量，授权产品首付款到账增厚当期业绩

2025H1 公司实现营收 4.99 亿元，同比增长 807.96%；归母净利润-7884 万元，扣非归母净利润-7884 万元。凭借大单品司普奇拜单抗销售快速放量，以及对外授权产品首付款确认收入，公司营收端实现快速增长。考虑 CM313 与 CM355 成功完成海外授权，首付款到账增厚当期业绩，我们上调 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收为 8.00/10.10/16.20 亿元（原预计 4.67/10.03 亿元），当前股价对应 PS 为 23.6/18.7/11.6 倍，维持“买入”评级。

● 司普奇拜单抗自免适应症延展性强，积极布局下一代自免双抗产品

2025H1，司普奇拜单抗销售额约 1.69 亿元，凭借成人中重度特异性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉与季节性过敏性鼻炎三大核心上市适应症快速放量。同时，司普奇拜单抗有望持续拓展结节性痒疹、中重度哮喘及 COPD 等多种 II 型免疫性疾病，大单品潜力正持续释放。

公司也在积极布局下一代自免双抗产品。CM512（TSLP/IL-13 双抗）具有低免疫原性与长半衰期等诸多优势，人体半衰期约 70 天，有望探索更长给药间隔并降低给药频率，国内针对多个自免适应症已进入 II 期临床，美国哮喘适应症已进入 I 期临床；CM336（CD3/BCMA 双抗）为潜在 BIC 产品，针对多发性骨髓瘤的 I/II 期临床以及淀粉样变性的 II 期临床正在积极推进中。

● 多款产品完成海外授权，持续开拓全球市场

公司多款产品完成海外授权，2025H1 产品合作与授权累计为公司带来 3.29 亿元收入。2025 年 1 月，公司与合作方将 CM355（CD3/CD20 双抗）全球非肿瘤适应症以及亚洲以外地区肿瘤适应症的开发与商业化权益授权给 Prolium；同月，公司将 CM313（CD38 单抗）海外开发与商业化的权益授权 Timberlyne。公司通过多元化的合作模式实现创新出海，持续开拓全球市场。

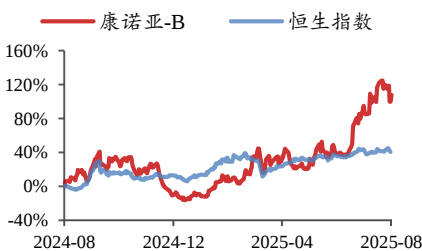
● 风险提示：销售不及预期、创新药临床研发失败、核心研发人员流失等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	354	428	800	1010	1620
YOY(%)	253.9	20.9	87.0	26.2	60.4
净利润(百万元)	-359	-515	-539	-595	-347
YOY(%)	16.6	43.4	4.7	10.3	-41.7
毛利率(%)	89.6	97.2	95.0	95.0	95.0
净利率(%)	-101.5	-120.3	-67.4	-58.9	-21.4
ROE(%)	-12.0	-20.8	-27.8	-45.7	-43.0
EPS(摊薄/元)	-1.2	-1.7	-1.8	-2.0	-1.2
P/S(倍)	53.2	44.0	23.6	18.7	11.6
P/B(倍)	6.3	7.6	9.7	14.2	20.3

数据来源：聚源、开源证券研究所 注：汇率选择 1 元港币=0.9127 元人民币（截至 2025.08.28）

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《康悦达过敏性鼻炎获批快于预期，鼻科市场放量在即——港股公司信息更新报告》-2025.2.10

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2940	2466	3077	2960	3285
现金	851	418	300	330	363
应收账款	151	199	477	500	840
存货	56	111	231	226	172
其他流动资产	13	0	10	16	15
非流动资产	943	1301	1204	1121	1067
固定资产及在建工程	803	974	778	581	382
无形资产及其他长期资产	41	34	63	92	121
资产总计	3883	3767	4281	4082	4352
流动负债	314	748	1704	2047	2651
短期借款	46	472	1168	1701	2219
应付账款	31	31	95	96	64
其他流动负债	237	244	441	249	368
非流动负债	582	544	639	705	771
长期借款	332	257	257	257	257
其他非流动负债	250	286	382	448	514
负债合计	896	1291	2343	2752	3421
股本	1607	1664	1652	1652	1652
储备	0	0	0	0	0
归母所有者权益	2986	2475	1936	1329	929
少数股东权益	1	1	1	1	2
负债和股东权益总计	3883	3767	4281	4082	4352

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-420	-473	-423	-587	-363
税前利润	-359	-515	-539	-595	-347
折旧和摊销	69	93	167	169	170
营运资本变动	-132	-51	-52	-149	-133
其他	2	0	1	-13	-53
投资活动现金流	702	-322	-392	84	-122
资本开支	0	-264	0	0	0
其他	703	131	-322	171	-7
融资活动现金流	-35	362	696	533	517
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	-35	362	696	533	517
汇率变动对现金的影响	-316	-399	0	0	0
现金净增加额	247	-433	-118	30	33
期末现金总额	851	418	300	330	363

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	354	428	800	1010	1620
营业成本	37	12	40	51	81
营业费用	0	111	333	532	798
管理费用	177	188	216	238	262
其他收入/费用	595	743	812	879	930
营业利润	-455	-626	-600	-689	-451
净财务收入/费用	-71	-107	18	38	53
其他利润	170	224	-18	-31	-50
除税前利润	-356	-509	-600	-682	-449
所得税	2	6	-62	-75	-49
少数股东损益	2	0	0	0	0
归母净利润	-359	-515	-539	-595	-347
EBITDA	-456	-618	-582	-644	-396
扣非后净利润	-381	-515	-539	-595	-347
EPS(元)	(1.20)	(1.72)	(1.81)	(1.99)	(1.16)

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	253.9	20.9	87.0	26.2	60.4
营业利润(%)	-16.4	-37.6	4.1	-14.8	34.6
归属于母公司净利润(%)	16.6	43.4	4.7	10.3	-41.7
获利能力					
毛利率(%)	89.6	97.2	95.0	95.0	95.0
净利率(%)	-101.5	-120.3	-67.4	-58.9	-21.4
ROE(%)	-12.0	-20.8	-27.8	-45.7	-43.0
ROIC(%)	12.2	8.7	16.5	16.3	41.3
偿债能力					
资产负债率(%)	23.1	34.3	54.8	67.5	78.7
净负债比率(%)	30.0	52.2	121.0	206.9	367.7
流动比率	9.4	3.3	1.8	1.4	1.2
速动比率	3.2	0.8	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	11.0	8.8	5.3	4.0	2.7
应收账款周转率	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
应付账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.2	-1.7	-1.8	-2.0	-1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.4	-1.6	-1.4	-2.0	-1.2
每股净资产(最新摊薄)	10.0	8.3	6.5	4.5	3.1
估值比率					
P/E	-52.5	-36.6	-35.0	-31.7	-54.4
P/B	6.3	7.6	9.7	14.2	20.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn