

康诺亚-B (02162. HK)

优于大市

司普奇拜单抗销售快速增长，后续管线研发顺利推进

核心观点

司普奇拜单抗销售快速增长。康诺亚 2025 年上半年营收 4.99 亿元（+812%），其中司普奇拜单抗销售 1.69 亿元，销售快速增长。公司亏损 0.79 亿元（上年同期亏损 3.37 亿元）。上半年研发费用 3.60 亿元（+9%），销售费用 1.38 亿元（+492%）。截至 25 年中，公司在手现金约 28 亿元。

差异化适应症助推司普奇拜单抗商业化销售。司普奇拜单抗于 2024 年 9 月获批上市，目前已经获批了特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉和季节性过敏性鼻炎三项适应症；其中两项鼻科的适应症是在中国的独家适应症，差异化适应症有助于司普奇拜单抗的销售放量。结节性痒疹以及青少年、儿童特应性皮炎等适应症正在进行 3 期临床。预计司普奇拜单抗将通过今年的国谈进入医保。

ADC、双抗等后续管线顺利推进。公司的 CMG901（CLDN18.2 ADC）已经授权 AZ，目前正在进行全球注册性临床。CM512（TSLP×IL13 双抗）在特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、COPD、哮喘等适应症中正在进行 2 期临床，CM518D1（CDH17 ADC）正在进行 1 期临床的剂量递增阶段。CM313（CD38 单抗）、CM336（BCMA×CD3 双抗）、CM355（CD20×CD3 双抗）等创新分子的临床同样顺利推进。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于康诺亚在上半年完成了对外授权交易，我们上调盈利预测，预计 2025-27 年公司营收为 8.27/10.95/20.46 亿元（前值 6.05/10.95/20.46 亿元），归母净利润-4.90/-5.76/0.53 亿元（前值-8.02/-5.82/0.47 亿元）。公司的核心产品司普奇拜单抗上市后快速放量，后续管线顺利推进临床，维持“优于大市”评级。

风险提示：核心产品降价幅度超预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	354	428	827	1,095	2,046
(+/-%)	253.9%	20.9%	93.2%	32.3%	86.9%
净利润(百万元)	-359	-515	-490	-576	53
(+/-%)	—	—	—	—	-109.2%
每股收益(元)	-1.20	-1.72	-1.64	-1.93	0.18
EBIT Margin	-128.4%	-144.3%	-78.0%	-66.8%	-4.3%
净资产收益率 (ROE)	-12.0%	-20.8%	-24.7%	-40.9%	3.6%
市盈率 (PE)	-51.5	-35.9	-37.8	-32.1	348.5
EV/EBITDA	-53.7	-34.2	-36.0	-32.2	-1688.1
市净率 (PB)	6.20	7.48	9.33	13.15	12.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn pingsiyu@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

chenxibing@guosen.com.cn pingsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	66.50 港元
总市值/流通市值	19866/19866 百万港元
52 周最高价/最低价	77.75/27.05 港元
近 3 个月日均成交额	262.27 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《康诺亚-B (02162. HK) -关注司普奇拜单抗商业化进展，以及后续创新管线研发推进》——2025-04-01

《康诺亚-B (02162. HK) -司普奇拜单抗过敏性鼻炎适应症快速获批上市》——2025-02-09

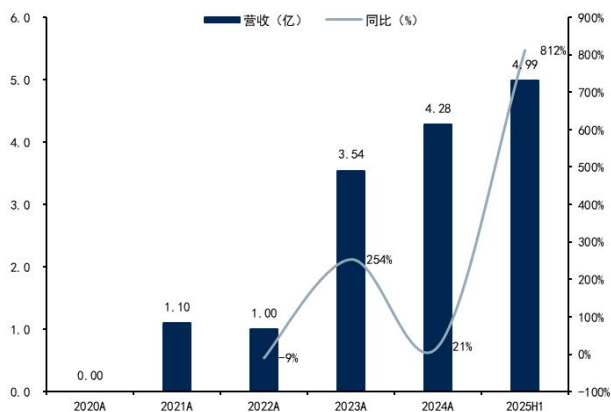
《康诺亚-B (02162. HK) -临床开发快速推进，商业化准备积极进行》——2024-09-03

《康诺亚-B (02162. HK) -司普奇拜单抗商业化在即，看好国内销售潜力》——2024-04-01

《康诺亚-B (02162. HK) -CMG901 1 期临床数据发布，有望率先进入注册性临床》——2023-11-08

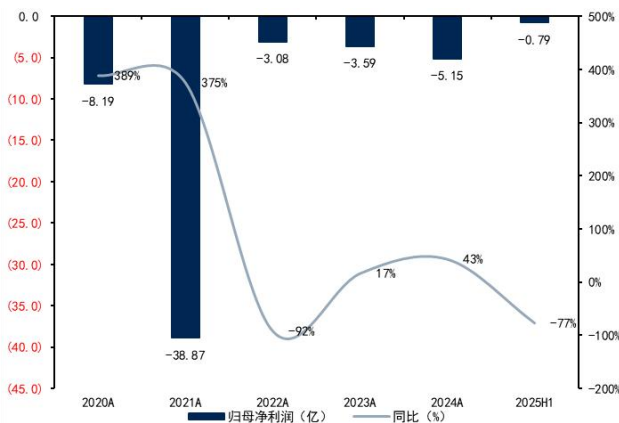
司普奇拜单抗销售快速增长。康诺亚 2025 年上半年营收 4.99 亿元（+812%），其中司普奇拜单抗销售 1.69 亿元，销售快速增长；。公司亏损 0.79 亿元（上年同期亏损 3.37 亿元）。上半年研发费用 3.60 亿元（+9%），销售费用 1.38 亿元（+492%）。截至 25 年中，公司在手现金约 28 亿元。

图1: 康诺亚营业收入及增速（单位：亿元、%）



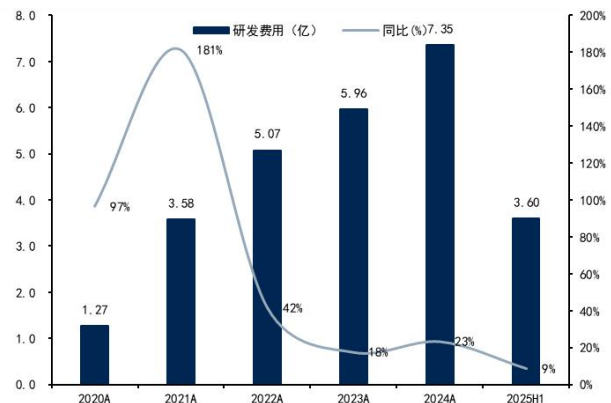
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 康诺亚归母净利润及增速（单位：亿元、%）



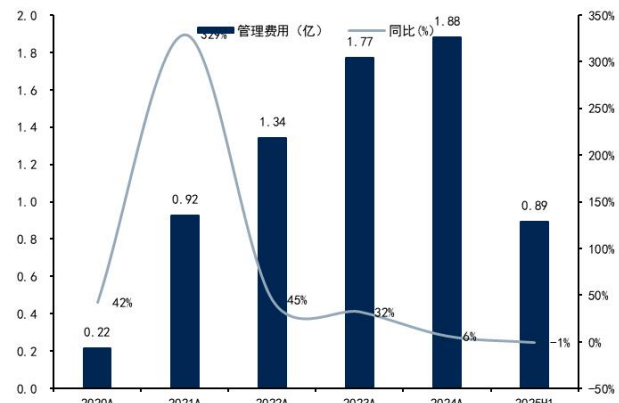
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 康诺亚研发费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 康诺亚管理费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

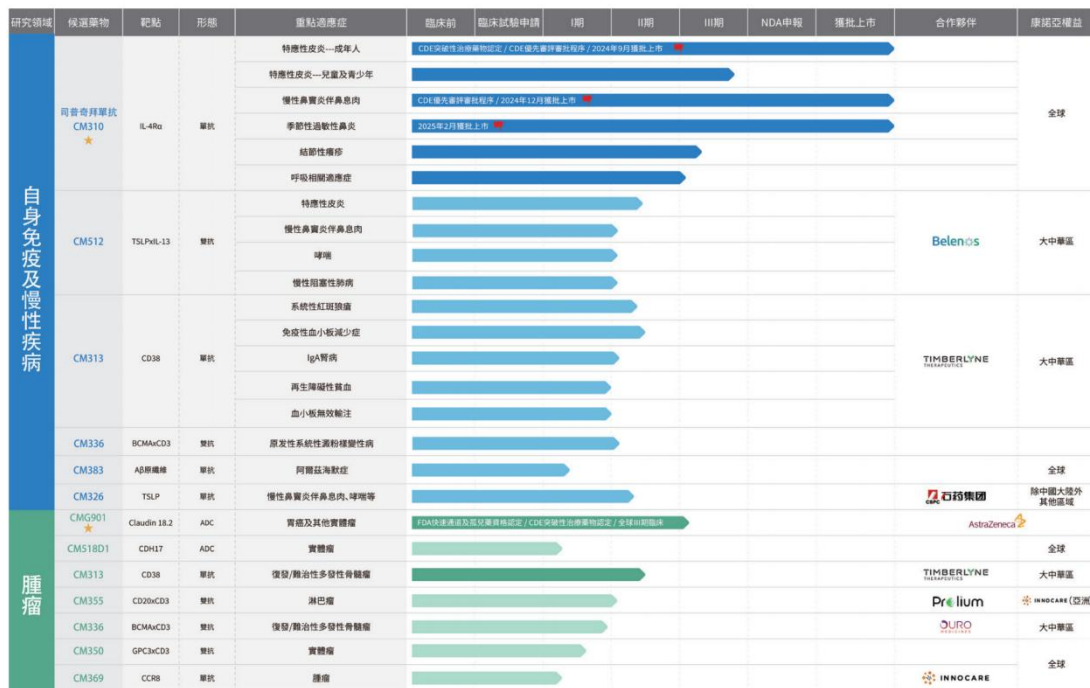
差异化适应症助推司普奇拜单抗商业化销售。司普奇拜单抗于 2024 年 9 月获批上市，目前已经获批了特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉和季节性过敏性鼻炎三项适应症，其中两项鼻科的适应症是在中国的独家适应症；差异化适应症有助于司普奇拜单抗的销售放量。结节性痒疹以及青少年、儿童特应性皮炎等适应症正在进行 3 期临床。预计司普奇拜单抗将通过今年的国谈进入医保。

ADC、双抗等后续管线顺利推进。公司的 CMG901（CLDN18.2 ADC）已经授权 AZ，目前正在进行全球注册性临床。CM512（TSLPxIL13 双抗）在特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、COPD、哮喘等适应症中正在进行 2 期临床，CM518D1（CDH17 ADC）正在进行 1 期临床的剂量递增阶段。CM313（CD38 单抗）、CM336（BCMAxCD3 双抗）、CM355（CD20xCD3 双抗）等创新分子的临床同样顺利推进。

投资建议：由于康诺亚在上半年完成了对外授权交易，我们上调盈利预测，预计

2025-27 年公司营收为 8.27/10.95/20.46 亿元（前值 6.05/10.95/20.46 亿元），归母净利润-4.90/-5.76/0.53 亿元（前值-8.02/-5.82/0.47 亿元）。公司的核心产品司普奇拜单抗上市后快速放量，后续管线顺利推进临床，维持“优于大市”评级。

图5：康诺亚研发管线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	851	418	149	100	111	营业收入	354	428	827	1095	2046
应收款项	151	199	227	300	560	营业成本	37	12	25	80	156
存货净额	56	111	37	17	74	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13	0	8	11	20	销售费用	0	111	447	696	875
流动资产合计	2940	2466	1621	1228	1366	管理费用	772	923	1000	1049	1102
固定资产	803	974	1223	1364	1398	财务费用	71	82	25	23	25
无形资产及其他	41	34	26	17	9	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	77	82	82	82	82	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	22	210	210	210	210	其他收入	148	191	60	67	74
资产总计	3883	3767	3161	2901	3065	营业利润	(377)	(509)	(609)	(686)	(38)
短期借款及交易性金融负债	46	472	193	324	301	营业外净收支	21	0	120	110	100
应付款项	31	31	15	9	37	利润总额	(356)	(509)	(489)	(576)	62
其他流动负债	237	244	424	615	720	所得税费用	2	6	0	0	9
流动负债合计	314	748	631	947	1058	少数股东损益	2	0	0	0	(0)
长期借款及应付债券	332	257	257	257	257	归属于母公司净利润	(359)	(515)	(490)	(576)	53
其他长期负债	250	286	286	286	286						
长期负债合计	582	544	544	544	544	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	896	1291	1175	1491	1602	净利润	(359)	(515)	(490)	(576)	53
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2986	2475	1985	1408	1462	折旧摊销	68	(0)	60	67	74
负债和股东权益总计	3883	3767	3161	2901	3065	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	71	82	25	23	25
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(132)	(51)	202	129	(193)
每股收益	(1.20)	(1.72)	(1.64)	(1.93)	0.18	其它	2	0	0	0	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(422)	(566)	(227)	(379)	(66)
每股净资产	10.00	8.28	6.64	4.71	4.89	资本开支	0	(171)	(300)	(200)	(100)
ROIC	-14%	-20%	-32%	-74%	-6%	其它投资现金流	703	131	537	400	200
ROE	-12%	-21%	-25%	-41%	4%	投资活动现金流	702	(228)	237	200	100
毛利率	90%	97%	97%	93%	92%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-128%	-144%	-78%	-67%	-4%	负债净变化	303	(75)	0	0	0
EBITDA Margin	-109%	-144%	-71%	-61%	-1%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	254%	21%	93%	32%	87%	其它融资现金流	(640)	512	(279)	130	(23)
净利润增长率	--	--	--	--	-109%	融资活动现金流	(34)	362	(279)	130	(23)
资产负债率	23%	34%	37%	51%	52%	现金净变动	247	(433)	(270)	(49)	11
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	604	851	418	149	100
P/E	(51.5)	(35.9)	(37.8)	(32.1)	348.5	货币资金的期末余额	851	418	149	100	111
P/B	6.2	7.5	9.3	13.1	12.7	企业自由现金流	0	(848)	(683)	(734)	(293)
EV/EBITDA	(54)	(34)	(36)	(32)	(1688)	权益自由现金流	0	(494)	(987)	(626)	(337)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032