

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	69.150
总股本/流通股本(亿股)	2.99
总市值/流通市值(亿港元)	207
52周内最高/最低价	77.75/27.05
资产负债率(%)	31.00
市盈率	-73.2
第一大股东	Moonshot Holdings Limited

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
研究助理: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340125080012
Email: xuzhimin@cnpsec.com

康诺亚(2162.HK)

销售表现亮眼，创新研发稳步推进

● 事件

公司发布 25 年中期业绩公告，25H1 公司收入 4.99 亿元，同比增长 812%，期内亏损 7879 万元，同比收窄 77%，现金及等价物 27.96 亿元，同步提升 30%。

● 投资要点

根据公司公告，公司核心管线产品司普奇拜单抗（商品名：康悦达，IL-4R α 抗体）成人中重度特应性皮炎（AD）、慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP）和季节性过敏性鼻炎（SAR）三项适应症已获批上市，25H1 收入约 1.69 亿元。

司普奇拜单抗销售商业化顺利，看好大单品长期放量。司普奇拜单抗的三项成人适应症中重度 AD、CRSwNP 和 SAR 分别于 2024 年 9 月/12 月和 2025 年 1 月获批。考虑到竞争压力下公司产品定价受到影响，我们认为 25H1 司普奇拜单抗销售业绩符合预期。一方面得益于公司商业化团队拓展出色，另一方面也反映国内在皮肤科和呼吸科仍存在庞大的患者需求亟待满足。公司的司普奇拜单抗系国产首个，全球唯二的获批上市的 IL-4R α 抗体药物，从竞争格局来看，预计后发者会落后 1-2 年左右的时间获批上市。同时公司的注射笔已在审评中，青少年中重度 AD 和结节性痒疹预计在 2026 H1 进行 NDA，进一步惠及皮肤科的患者人群，增厚自身壁垒。鼻科角度来看，司普奇拜单抗填补了国内 CRSwNP 和 SAR 的生物制剂的治疗空白，有望重塑治疗格局。综上，我们看好公司司普奇拜单抗在皮肤科和鼻科惠及更广大的患者群体，兑现自身大单品市场潜力。

多款产品即将进入收获期，在研管线丰富为公司长期发展奠定坚实基础。

肿瘤领域：CM336（中国首款 BCMA/CD3 双抗）预计在 2026H2 申报 NDA；CMG90：全球首款 CLDN18.2 ADC（授予阿斯利康），CLDN18.2 获得 FDA 孤儿药资格认定，目前全球三期临床入组过半，预计在 2026H2 申报 GC/GEJC 适应症。

过敏性疾病：CM512（长效 TSLPXIL-13 双阻断剂），布局 AD、CRSwNP、哮喘和 COPD 等多个疾病。CM512 人体半衰期 70 天，有望探索更低给药频率潜力提升患者依从性。授权合作企业 Belenos 正在推进美国的临床 1 期哮喘适应症的研究。

慢性疾病领域：CM313（CD38 单抗）多个适应症二期研究开展中。此外，公司在临床前积累了丰富的管线针对自免、荨麻疹、早老痴呆、肌肉流失、肿瘤等多个不同疾病领域，为长期发展奠定坚实基础。

● 投资建议

公司是国内自免创新药的领军者，在自免、肿瘤等多个创新药领域具备强竞争优势。公司的核心管线已上市，逐步迈入兑现期提升造血能力，同时创新性管线已完成多个出海 BD，有望开拓全球市场。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 8.8/15.0/22.4 亿元，同比增速为 106%/70%/49%；归母净利润为-4.7/-2.2/0.1 亿元。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；谈判合作不及预期风险；地缘政治形势加剧风险；早研管线研发失败风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	428	883	1499	2236
增长率(%)	21%	106%	70%	49%
EBITDA（百万元）	-397	-360	-118	110
归属母公司净利润（百万元）	-515	-471	-221	11
增长率(%)	-43%	9%	53%	105%
EPS(元/股)	-1.97	-1.58	-0.74	0.04
市盈率（P/E）	-14.43	-40.39	-85.83	1747.78
市净率（P/B）	3.21	6.85	7.44	7.41
EV/EBITDA	-20.82	-53.88	-165.95	180.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,466	2,865	2,791	2,846	营业收入	428	883	1,499	2,236
现金	418	473	426	304	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	63	130	146	186	营业成本	12	56	97	157
存货	111	278	107	131	销售费用	111	442	750	1,118
其他	1,873	1,984	2,112	2,225	管理费用	188	207	232	259
非流动资产	1,301	1,400	1,500	1,631	研发费用	735	809	849	892
固定资产	974	933	916	901	财务费用	18	0	0	0
无形资产	34	80	97	114	除税前溢利	-509	-462	-218	11
其他	292	387	487	617	所得税	6	6	3	0
资产总计	3,767	4,265	4,291	4,478	净利润	-515	-467	-221	11
流动负债	748	856	1,052	1,178	少数股东损益	0	3	1	0
短期借款	472	548	628	708	归属母公司净利润	-515	-471	-221	11
应付账款及票据	26	77	107	109					
其他	249	231	317	361	EBIT	-490	-462	-218	11
非流动负债	544	630	680	730	EBITDA	-397	-360	-118	110
长期债务	257	299	349	399	EPS（元）	-1.97	-1.58	-0.74	0.04
其他	286	331	331	331					
负债合计	1,291	1,486	1,733	1,909	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	0	18	18	18	成长能力				
储备	2,474	2,757	2,536	2,547	营业收入	20.91%	106.26%	69.77%	49.12%
归属母公司股东权益	2,475	2,775	2,554	2,565	归属母公司净利润	-43.38%	8.67%	52.94%	104.91%
少数股东权益	1	4	5	5	获利能力				
股东权益合计	2,475	2,779	2,558	2,569	毛利率	97.15%	93.70%	93.55%	92.96%
负债和股东权益	3,767	4,265	4,291	4,478	销售净利率	-120.35%	-53.29%	-14.77%	0.49%
					ROE	-20.82%	-16.96%	-8.67%	0.42%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	-15.48%	-12.89%	-6.24%	0.29%
经营活动现金流	-790	-783	-123	-176	偿债能力				
净利润	-515	-471	-221	11	资产负债率	34.28%	34.85%	40.38%	42.62%
少数股东权益	0	3	1	0	净负债比率	12.57%	13.46%	21.56%	31.28%
折旧摊销	93	102	100	99	流动比率	3.30	3.35	2.65	2.42
营运资金变动及其	-368	-418	-2	-285	速动比率	3.15	3.02	2.55	2.30
投资活动现金流	68	-51	-55	-76	营运能力				
资本支出	-214	-107	-100	-100	总资产周转率	0.11	0.22	0.35	0.51
其他投资	282	56	45	24	应收账款周转率	10.85	9.18	10.89	13.47
筹资活动现金流	284	889	130	130	应付账款周转率	0.44	1.08	1.05	1.45
借款增加	333	118	130	130	每股指标（元）				
普通股增加	-32	771	0	0	每股收益	-1.97	-1.58	-0.74	0.04
已付股利	0	0	0	0	每股经营现金流	-2.82	-2.62	-0.41	-0.59
其他	-17	0	0	0	每股净资产	8.85	9.29	8.55	8.58
现金净增加额	-433	55	-48	-122	估值比率				
					P/E	-14.43	-40.39	-85.83	1,747.78
					P/B	3.21	6.85	7.44	7.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000