



股票投资评级

买入 | 上调

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)	71.35
总股本/流通股本 (亿股)	2.99/2.99
总市值/流通市值 (亿港元)	213/213
52 周内最高/最低价	80.00/ 34.15
资产负债率 (%)	34.21
市盈率	-36.8
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
分析师: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340525100003
Email: xuzhimin@cnpsec.com

康诺亚-B (2162.HK)

司普奇拜放量在即，创新出海迎新节点

● 事件

公司发布 2025 年业绩公告: 2025 年公司实现营业收入 7.2 亿元, 同比+67%, 其中康悦达®销售额约 3.1 亿元, 同比+775%, BD 相关收入 4.1 亿元。净利润亏损 5.2 亿元, 研发支出 7.2 亿元, 较往年水平相当。公司完成 H 股配售及认购交易, 认购 1900w 股, 募资 8.6 亿港元。截止 2025 年 12 月 31 日, 公司在手现金 (包括银行短期理财) 19.6 亿人民币, 现金储备足以满足至少未来 3 年资金需要。

● 投资要点

司普奇拜医保商业化元年放量在即。成人中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、季节性过敏性鼻炎 3 项适应症以及西林瓶和预充式自动注射笔两种包装均已纳入国家医保, 自 2026 年 1 月 1 日起实施。截至 2026 年 3 月 16 日, 公司商业化团队规模逾 480 人, 覆盖超过 1,500 家医院, 可院内用药医院超 600 家, 已布局 650+家药房, 多维度推动司普奇拜单抗快速放量。

吉利德收购海外 NewCO 验证公司平台价值, 有望带动估值重塑。

2024 年 11 月, 康诺亚与 Ouro Medicines 就 CM336 (BCMA/CD3 双抗) 大中华区外全球权益达成合作协议, 康诺亚获得 1600 万美元首付款+Ouro 少数股权+至多 6.1 亿美元的里程碑付款+销售净额的分层特许权使用费; 2026 年 3 月, 吉利德收购 Ouro Medicines, 获得 CM336 大中华区外全球权益, 康诺亚将获得约 2.5 亿美元首付款+约 0.7 亿美元里程碑付款, 至多 6.1 亿美元的里程碑付款+销售净额的分层特许权使用费由吉利德继续履行。从交易的对手方和价值来看, 公司的平台研发实力获得 MNC 认可背书, 并且公司依旧享有销售分成的权益, 同时借助吉利德完成海外商业化, 为公司长期的现金流提升确定性。此外, 公司已完成的其他 NewCO 交易依旧值得关注: CM 512/CM313/CM355。

研发管线 2026 年迎来密集催化, 创新价值持续兑现。

分时间点来看, 2026H1: 1) 司普新适应症青少年中重度 AD (已完成) 和结节性痒疹有望 BLA; 2) CMG901 有望读出 2L+ GC/AEG 的三期全球数据; 3) CM512 国内有望读出 CRSwNP 的 2 期数据, 同时美国哮喘 1/2 期预计 Q2 完成入组; 4) CM336 预计发表 2 期多发性骨髓瘤临床数据文章。

2026H2: 1) CMG901 有望 BLA; 2) CM512 有望开展国内的 CRSwNP3 期临床同时读出 2 期哮喘/COPD 的期中分析; 3) CM336 轻链型淀粉样变性预计申报 BLA; 4) CM518D1 CDH17ADC 预计在 ESMO GI 会议发布实体瘤的临床 1 期数据。

● 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。同时 CM336 完成二次 BD 牵手海外巨头，提升全球商业化确定性。我们预计公司 2026-2028 年营业收入 25.2/20.3/29.9 亿元，前值 15.0/22.4/-亿元，同比增速为 252%/-20%/47%；归母净利润为 8.3/-1.2/3.9 亿元，前值-2.2/0.1/-亿元，上调为“买入”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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	716	2524	2027	2987
增长率(%)	67%	252%	-20%	47%
EBITDA（百万元）	-504	914	-18	481
归属母公司净利润（百万元）	-523	827	-119	394
增长率(%)	-1%	258%	-114%	432%
EPS（元/股）	-1.91	2.77	-0.40	1.32
市盈率（P/E）	-25.75	23.71	-165.18	49.82
市净率（P/B）	5.30	5.45	5.63	5.06
EV/EBITDA	-29.68	21.30	-1,089.08	40.62

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					利润表				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,423	3,189	3,049	3,544	营业收入	716	2,524	2,027	2,987
现金	503	910	769	844	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	101	351	282	415	营业成本	88	95	137	210
存货	196	105	76	117	销售费用	322	631	912	1,075
其他	1,623	1,823	1,923	2,169	管理费用	182	252	304	388
非流动资产	1,795	1,865	1,836	1,812	研发费用	724	808	912	1,045
固定资产	1,229	1,232	1,136	1,046	财务费用	17	0	0	0
无形资产	78	95	112	129	除税前溢利	-521	814	-117	387
其他	487	537	587	637	所得税	2	-10	1	-5
资产总计	4,218	5,053	4,885	5,357	净利润	-523	824	-118	392
流动负债	836	848	798	878	少数股东损益	0	-3	0	-1
短期借款	509	509	509	509	归属母公司净利润	-523	827	-119	394
应付账款及票据	28	26	38	58	EBIT	-504	814	-117	387
其他	299	313	251	310	EBITDA	-504	914	-18	481
非流动负债	606	606	606	606	EPS (元)	-1.91	2.77	-0.40	1.32
长期债务	258	258	258	258					
其他	348	348	348	348					
负债合计	1,443	1,455	1,405	1,484					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	2,774	3,601	3,482	3,876	成长能力				
归属母公司股东权益	2,774	3,601	3,483	3,876	营业收入	67.31%	252.38%	-19.69%	47.36%
少数股东权益	1	-3	-2	-4	归属母公司净利润	-1.44%	258.25%	-114.35%	431.56%
股东权益合计	2,775	3,599	3,481	3,873	获利能力				
负债和股东权益	4,218	5,053	4,885	5,357	毛利率	87.71%	96.24%	93.24%	92.97%
					销售净利率	-72.96%	32.77%	-5.86%	13.18%
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE	-18.84%	22.97%	-3.41%	10.15%
经营活动现金流	0	600	-83	116	ROIC	-14.27%	18.87%	-2.78%	8.45%
净利润	-523	827	-119	394	偿债能力				
少数股东权益	0	-3	0	-1	资产负债率	34.21%	28.78%	28.75%	27.71%
折旧摊销	0	100	99	93	净负债比率	9.52%	-3.96%	-0.04%	-1.97%
营运资金变动及其	523	-324	-64	-370	流动比率	2.90	3.76	3.82	4.04
					速动比率	2.62	3.64	3.72	3.90
投资活动现金流	0	-194	-58	-41	营运能力				
资本支出	0	-120	-20	-20	总资产周转率	0.18	0.54	0.41	0.58
其他投资	0	-74	-38	-21	应收账款周转率	8.75	11.18	6.41	8.58
					应付账款周转率	3.26	3.49	4.26	4.36
筹资活动现金流	0	0	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	0	0	0	0	每股收益	-1.91	2.77	-0.40	1.32
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	0.00	2.01	-0.28	0.39
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	9.29	12.06	11.66	12.98
其他	0	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	0	407	-141	75	P/E	-25.75	23.71	-165.18	49.82
					P/B	5.30	5.45	5.63	5.06

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

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

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

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