

# 康诺亚-B (02162.HK)

## CM310 预计年内提交上市申请，后续管线顺利推进

买入

### 核心观点

**CM310 预计将于 23 年内提交 NDA。**康诺亚的核心产品 IL4R 单抗 CM310 治疗成人中重度特应性皮炎的 3 期临床在今年 3 月达到了主要临床终点。公司正在与药监局进行沟通，预计将于 2023 年内提交 NDA。在慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症中，CM310 也在今年 5 月完成了 3 期临床的患者入组，预计将于 2024 年向药监局提交 NDA。另外，与石药集团合作开发的中重度哮喘适应症的关键 2/3 期临床正在进行患者入组。

**CMG901 临床数据优秀，后续管线分子取得进展。**公司的 CLDN18.2 ADC (CMG901) 在今年的 ASCO GI 上发布了 1a 期剂量递增临床的数据：在 8 例 CLDN18.2 阳性的 GC/GEJ 患者中达到 75% 的 ORR 和 100% 的 DCR。公司与阿斯利康的授权协议对应的 6300 万美元的首付款已于今年 3 月到账。其他管线的临床开发同样顺利推进：CM313 (CD38 单抗) 的 1 期临床数据在今年 6 月的 EHA 上发布，在 29 例 r/r MM 患者中取得了 34.5% 的 ORR 和 132 天的 mPFS；并且 CM313 在 SLE 适应症的 1b/2a 期临床也正在进行患者的入组。CM338 (MASP-2 单抗) 在 IgAN 适应症的 2 期临床目前正在进行患者入组。CM355 (GD20xCD3 双抗)、CM336 (BCMAxCD3 双抗)、CM350 (GPC3xCD3 双抗) 和 CM369 (CCR8 单抗) 等分子均在进行早期的临床开发。

**收入主要来自对外授权，在手现金充沛。**康诺亚 2023 年上半年实现收入 3.27 亿元 (+227%)，主要来自向阿斯利康授权带来的合作收入；研发费用为 2.50 亿元 (+52%)，管理费用为 0.82 亿元 (+61%)，费用增长的原因包括临床试验开支的增加、业务的扩张以及相应的员工数量增加。截至 23 年 6 月 30 日，公司的现金及现金等价物、短期理财等合计接近 30 亿元，在手现金充沛，支出控制合理。

**风险提示：**创新药研发失败或进度低于预期；商业化不及预期

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级

由于 CM310 的申报以及上市时间略晚于预期，我们下调 2024-2025 年的销售测算，预计公司 2023-2025 年的营收分别为 4.35/1.95/8.36 亿元（前值为 4.35/3.67/12.33 亿元），同比增长 335%/-55%/329%；2023-2025 年的归母净利润为-2.66/-6.03/-6.64 亿元（前值为-3.49/-6.90/-4.82 亿元）。公司的 CM310 预计将成为首个上市的国产 IL4R 单抗，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110	100	435	195	836
(+/-%)	—	-9.3%	334.7%	-55.2%	329.0%
净利润(百万元)	-3887	-308	-266	-603	-664
(+/-%)	—	—	—	—	—
每股收益(元)	-13.90	-1.10	-0.95	-2.15	-2.37
EBIT Margin	-324.2%	-543.1%	-76.0%	-344.1%	-88.6%
净资产收益率 (ROE)	-106.5%	-9.2%	-8.7%	-24.4%	-36.7%
市盈率 (PE)	-3.3	-41.1	-47.6	-21.0	-19.1
EV/EBITDA	-41.4	-28.0	-48.3	-22.7	-20.9
市净率 (PB)	3.47	3.79	4.12	5.13	7.01

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：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	48.80 港元
总市值/流通市值	13651/13651 百万港元
52 周最高价/最低价	82.85/31.80 港元
近 3 个月日均成交额	62.28 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)-CM310 注册性临床顺利推进，CMG901 完成对外授权》——2023-03-21
- 《康诺亚-B (02162.HK)-CM310 两项注册性临床顺利推进，后续管线即将迎来多项数据读出》——2022-09-02
- 《康诺亚-B (02162.HK)——2021 年报点评-CM310 启动注册临床，差异化管线持续推进》——2022-04-06
- 《康诺亚-B-02162.HK-重大事件快评：CM310，2b 期临床数据优异，即将启动注册性临床》——2021-12-02

**CM310 预计将于 23 年内提交 NDA。**康诺亚的核心产品 IL4R 单抗 CM310 治疗成人中重度特应性皮炎的 3 期临床在今年 3 月达到了主要临床终点，且显示了良好的安全性。公司正在与药监局进行沟通，预计将于 2023 年内提交 NDA。在慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症中，CM310 也在今年 5 月完成了 3 期临床的患者入组，预计将于 2024 年向药监局提交 NDA。另外，与石药集团合作开发的中重度哮喘适应症的关键 2/3 期临床正在进行患者入组。

**CM326 持续推进临床试验。**CM326 在成人中重度特应性皮炎适应症中正在进行一项安慰剂对照的 2 期临床研究，并在今年 6 月完成了该研究的患者入组。且在今年 2 月完成了慢性鼻窦炎伴鼻息肉的 1b/2a 期临床患者入组。同时，CM326 与石药集团合作开发的中重度哮喘适应症正在进行 2 期临床的患者入组。

**CMG901 临床数据优秀。**公司的 CLDN18.2 ADC (CMG901) 在今年的 ASCO GI 上发布了 1a 期剂量递增临床的数据：CMG901 的安全性和耐受性良好，并且在 8 例 CLDN18.2 阳性的 GC/GEJ 患者中达到 75% 的 ORR 和 100% 的 DCR；其中，2.6、3.0 和 3.4mg/kg 队列患者的 ORR 均为 100%。根据公司与阿斯利康的授权协议，公司将收取 6300 万美元的首付款以及最多 11.25 亿美元的里程碑付款；其中首付款已于今年 3 月到账。

**后续管线分子取得进展。**CM313 (CD38 单抗) 的 1 期临床数据在今年 6 月的 EHA 上发布，在 29 例 r/r MM 患者中取得了 34.5% 的 ORR 和 132 天的 mPFS；并且 CM313 在 SLE 适应症的 1b/2a 期临床也正在进行患者的入组。CM338 (MASP-2 单抗) 在 IgAN 适应症的 2 期临床目前正在进行患者入组。CM355 (CD20xCD3 双抗)、CM336 (BCMAxCD3 双抗)、CM350 (GPC3xCD3 双抗) 和 CM369 (CCR8 单抗) 等分子均在进行早期的临床开发。

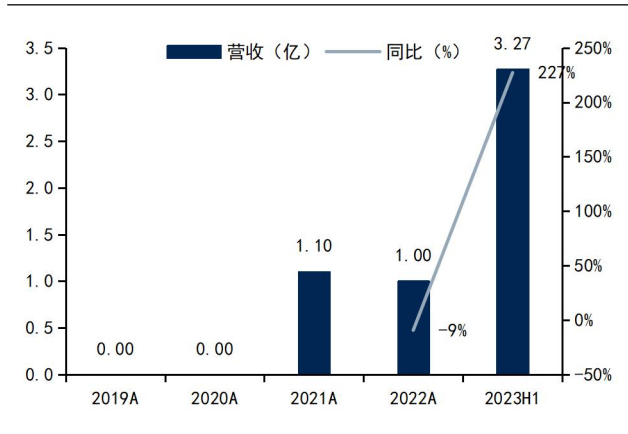
图1: 康诺亚研发管线

研究领域	候选药物	靶点(形态)	重点适应症	先导化合物 确定	临床前	临床试验申请	I 期	II 期	III 期	合作夥伴	商业权利
自身免疫	CM310 ★	IL-4Rα (mAb)	特应性皮炎—成年人	■	■	■	■	■	■		全球
			特应性皮炎—儿童及青少年	■	■	■	■	■		全球	
			慢性鼻窦炎伴鼻息肉	■	■	■	■	■		全球	
			哮喘	■	■	■	■	■	石药集团	全球(中国大陆除外)	
			过敏性鼻炎	■	■	■	■	■		全球	
	CM326 ◆	TSLP (mAb)	特应性皮炎	■	■	■	■	■	■		全球
			慢性鼻窦炎伴鼻息肉	■	■	■	■	■		全球	
哮喘			■	■	■	■	■	石药集团	全球(中国大陆除外)		
CM338	MASP-2 (mAb)	IgA 肾病	■	■	■	■	■		全球		
肿瘤	CMG901 ◆	Claudin 18.2 (抗原偶联药物)	胃癌及其他實體瘤	■	■	■	■	■	■	AstraZeneca 石药集团	AstraZeneca
	CM313	CD38 (mAb)	RRMM、淋巴瘤及其他血液系统恶性肿瘤	■	■	■	■	■	■		全球
			系统性红斑狼疮	■	■	■	■	■		全球	
	CM355	CD20xCD3 (双特异性)	淋巴瘤	■	■	■	■	■		全球	
	CM336	BCMAxCD3 (双特异性)	RRMM	■	■	■	■	■		全球	
	CM350	GPC3xCD3 (双特异性)	實體瘤	■	■	■	■	■		全球	
	CM369	CCR8 (mAb)	腫瘤	■	■	■	■	■		全球	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

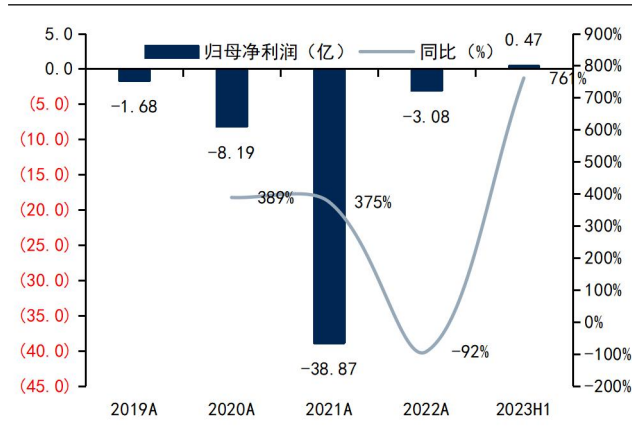
收入主要来自对外授权，在手现金充沛。康诺亚 2023 年上半年实现收入 3.27 亿元（+227%），主要来自向阿斯利康授权带来的合作收入；研发费用为 2.50 亿元（+52%），管理费用为 0.82 亿元（+61%），费用增长的原因包括临床试验开支的增加、业务的扩张以及相应的员工数量增加。截至 23 年 6 月 30 日，公司的现金及现金等价物、短期理财等合计接近 30 亿元，在手现金充沛，支出控制合理。

图2: 康诺亚营业收入及增速（单位：亿元、%）



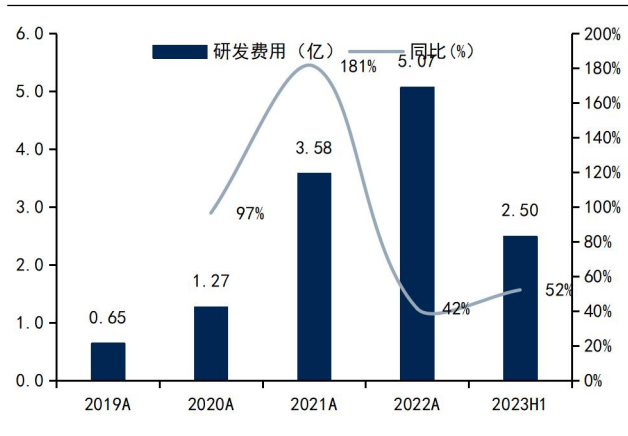
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 康诺亚归母净利润及增速（单位：亿元、%）



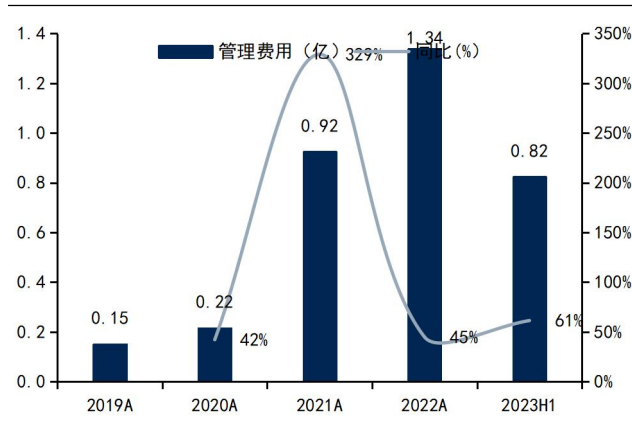
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 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5: 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

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。由于 CM310 的申报以及上市时间略晚于预期，我们下调 2024-2025 年的销售测算，预计公司 2023-2025 年的营收分别为 4.35/1.95/8.36 亿元（前值为 4.35/3.67/12.33 亿元），同比增长 335%/-55%/329%；2023-2025 年的归母净利润为-2.66/-6.03/-6.64 亿元（前值为 -3.49/-6.90/-4.82 亿元）。公司的 CM310 预计将成为首个上市的国产 IL4R 单抗，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1521	604	512	794	661	营业收入	110	100	435	195	836
应收款项	37	90	119	53	229	营业成本	17	3	20	9	100
存货净额	16	44	15	37	48	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	0	4	2	8	销售费用	0	0	0	0	543
<b>流动资产合计</b>	<b>3582</b>	<b>3310</b>	<b>2651</b>	<b>2086</b>	<b>1647</b>	管理费用	451	641	746	857	933
固定资产	139	554	823	887	946	财务费用	(4)	46	0	(1)	(1)
无形资产及其他	39	32	24	16	8	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	154	16	16	16	16	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	20	21	21	21	21	其他收入	(45)	220	39	44	49
<b>资产总计</b>	<b>3934</b>	<b>3932</b>	<b>3535</b>	<b>3026</b>	<b>2637</b>	营业利润	(399)	(369)	(292)	(626)	(690)
短期借款及交易性金融负债	0	61	20	27	36	营业外净收支	(3494)	66	30	32	36
应付款项	4	16	6	15	24	<b>利润总额</b>	<b>(3893)</b>	<b>(304)</b>	<b>(262)</b>	<b>(594)</b>	<b>(654)</b>
其他流动负债	108	303	218	288	534	所得税费用	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>112</b>	<b>380</b>	<b>244</b>	<b>330</b>	<b>595</b>	少数股东损益	(5)	5	4	9	10
长期借款及应付债券	141	29	29	29	29	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(3887)</b>	<b>(308)</b>	<b>(266)</b>	<b>(603)</b>	<b>(664)</b>
其他长期负债	36	185	185	185	185	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>177</b>	<b>213</b>	<b>213</b>	<b>213</b>	<b>213</b>	净利润	(3887)	(308)	(266)	(603)	(664)
<b>负债合计</b>	<b>289</b>	<b>593</b>	<b>458</b>	<b>543</b>	<b>808</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(6)	(1)	3	12	21	折旧摊销	21	35	39	44	49
股东权益	3651	3340	3074	2471	1808	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3934</b>	<b>3932</b>	<b>3535</b>	<b>3026</b>	<b>2637</b>	财务费用	(4)	46	0	(1)	(1)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(120)	416	(98)	124	63
每股收益	(13.90)	(1.10)	(0.95)	(2.15)	(2.37)	其它	(5)	5	4	9	10
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(3991)</b>	<b>148</b>	<b>(322)</b>	<b>(426)</b>	<b>(542)</b>
每股净资产	13.05	11.94	10.99	8.83	6.46	资本开支	0	(450)	(300)	(100)	(100)
ROIC	-17%	-15%	-14%	-63%	-72%	其它投资现金流	(1849)	(567)	571	800	500
ROE	-106%	-9%	-9%	-24%	-37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1870)</b>	<b>(1018)</b>	<b>271</b>	<b>700</b>	<b>400</b>
毛利率	84%	97%	96%	96%	88%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-324%	-543%	-76%	-344%	-89%	负债净变化	(1376)	(112)	0	0	0
EBITDA Margin	-305%	-508%	-67%	-322%	-83%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长		-9%	335%	-55%	329%	其它融资现金流	9934	178	(41)	7	9
净利润增长率	--	--	--	--	--	<b>融资活动现金流</b>	<b>7182</b>	<b>(47)</b>	<b>(41)</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
资产负债率	7%	15%	13%	18%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>1321</b>	<b>(917)</b>	<b>(92)</b>	<b>281</b>	<b>(133)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	199	1521	604	512	794
P/E	(3.3)	(41.1)	(47.6)	(21.0)	(19.1)	货币资金的期末余额	1521	604	512	794	661
P/B	3.5	3.8	4.1	5.1	7.0	企业自由现金流	0	(542)	(690)	(602)	(728)
EV/EBITDA	(41)	(28)	(48)	(23)	(21)	权益自由现金流	0	(522)	(731)	(595)	(718)

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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提及的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