



## 康诺亚 (2162.HK): Claudin 18.2 ADC 全球权益授权阿斯利康; 上调目标价

康诺亚将 Claudin 18.2 ADC 全球权益以最多 12 亿美元的对价授权给阿斯利康, 超过国内竞品 BD 交易对价, 再次验证公司创新抗体发现平台强大实力, 充实现金储备的同时, 也帮助公司集中资源投入其他核心资产的研发和商业化布局。我们维持“买入”评级, 上调目标价至 77 港元, 公司年内催化剂包括自免管线多项重要数据读出。

- 重磅合作加码 CMG901 全球开发, 商业化确定性大增:** 康诺亚通过其非全资子公司 KYM (公司持股 70%, 乐普生物持股 30%) 与阿斯利康达成该协议。根据协议, 阿斯利康将获得 CMG901 的研发、注册、生产和商业化的独家全球许可。KYM 将收取 6,300 万美元的首付款、至多 11.25 亿美元的里程碑付款、及最多可达低双位数分级销售提成, 最高交易对价近 12 亿美元。对于 CMG901 进行中的试验, 阿斯利康将承担相关开发和监管事务活动的所有费用。阿斯利康在国内外都有强大的商业化能力, 考虑到 CMG901 有望于 2-3 年内在国内获批上市, 该合作也将帮助康诺亚缓解商业化推广的先期投入压力, 并降低产品销售放量的不确定性。
- 国内 Claudin 18.2 靶点领域迄今最大规模的授权合作交易:** CMG901 目前由康诺亚和乐普生物共同开发, 是全球首款在中美均获 IND 批件的 Claudin 18.2 ADC 候选药物。目前国内共 10 款 Claudin 18.2 ADC 候选药物在临床研发阶段, 其中四款已和海外药企达成授权合作。除 CMG901 外, 其他合作的交易对价都在 10 亿美元以下, 足见 CMG901 在后续临床开发和商业化潜力上更高的确定性。阿斯利康曾于 2022 年 7 月引进和铂医药 Claudin 18.2 x CD3 双抗的全球权益, 此次合作进一步验证其长期深耕 Claudin 18.2 领域的决心。
- 初步临床数据优异:** CMG901 的 Ia 期剂量递增阶段临床数据已于今年 ASCO GI 大会上公布, 结果显示, 8 例接受 CMG901 治疗的 Claudin 18.2 阳性胃癌或胃食管结合部腺癌患者中, ORR/DCR 分别为 75%/100%。其中 2.6/3.0/3.4 mg/kg 剂量下 ORR 均为 100%。I 期剂量拓展阶段也已于 2Q22 启动, 我们预计今年将进行数据读出。值得注意的是, Astellas 的 Claudin 18.2 单抗已在一线 Claudin 18.2+/ HER2- 胃癌的两项 III 期研究上取得了成功, 初步验证了靶点成药性。
- 维持“买入”和目标价:** 我们上调公司 2023E 收入预测至 5.3 亿元人民币, 以反映 6,300 万美元首付款的收入, 并在 2025E 及以后的收入预测中加入经 POS 调整的潜在里程碑付款; 同时, 我们略微下调销售和研发费用预测, 以反映阿斯利康对 CMG901 研发和商业化的支持。我们继续采用 DCF 估值方法, 得到公司整体目标估值 215 亿港元, 对应目标价 77 港元, 维持“买入”。
- 投资风险:** 管线临床开发进展受阻; 临床数据不达预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	110	133	535	245
收入同比增速 (%)	NA	NA	21%	301%	-54%
归母净利润/(亏损)	-819	-3,887	-343	-149	-150
PS (X)	NA	85	122	31	67
ROE (%)	119%	-305%	-10%	-4%	-4%

E= 浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师

ethan\_ding@spdbi.com

(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 2 月 24 日

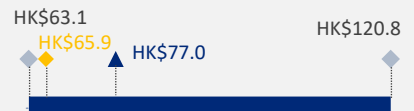
### 评级

买入

目标价 (港元)	77.00
潜在升幅/降幅	17%
目前股价 (港元)	65.90
52 周内股价区间 (港元)	16.90-82.85
总市值 (百万港元)	18,435
近 3 月日均成交额 (百万港元)	59

注: 截至 2023 年 2 月 24 日收盘价

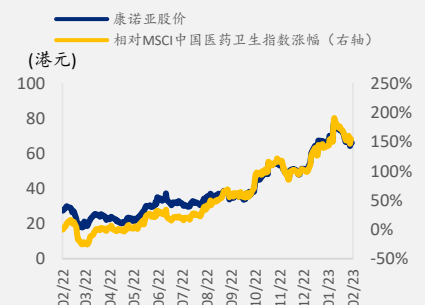
### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 康诺亚

### 利润表

(百万人民币)	FY 2020	FY 2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	110	133	535	245
营业成本	0	-17	0	0	-39
<b>毛利润</b>	<b>0</b>	<b>93</b>	<b>133</b>	<b>535</b>	<b>206</b>
销售、管理及一般费用	-22	-92	-110	-147	-115
研发费用	-127	-358	-400	-460	-257
其他营业费用	-683	-12	-13	-13	-14
<b>经营利润</b>	<b>-832</b>	<b>-370</b>	<b>-389</b>	<b>-85</b>	<b>-180</b>
利息费用	-14	0	0	0	0
利息收入	5	7	46	28	31
其他	22	-3,530	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>-819</b>	<b>-3,893</b>	<b>-344</b>	<b>-57</b>	<b>-150</b>
所得税	0	0	0	0	0
<b>税后利润/(亏损)</b>	<b>-819</b>	<b>-3,893</b>	<b>-344</b>	<b>-57</b>	<b>-150</b>
归属少数股东净利/(亏损)	0	-5	0	91	0
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>-819</b>	<b>-3,887</b>	<b>-343</b>	<b>-149</b>	<b>-150</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	FY 2020	FY 2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	199	1,521	929	1,020	2,393
短期投资	10	2,004	2,004	2,004	2,004
应收账款及票据	0	0	10	53	22
存货	7	16	20	30	45
其他流动资产	164	41	41	41	41
<b>流动资产</b>	<b>381</b>	<b>3,582</b>	<b>3,003</b>	<b>3,149</b>	<b>4,505</b>
固定资产	125	178	410	619	807
长期投资	0	0	10	11	11
其他非流动资产	24	175	175	175	175
<b>非流动资产</b>	<b>149</b>	<b>353</b>	<b>595</b>	<b>804</b>	<b>993</b>
<b>总资产</b>	<b>530</b>	<b>3,934</b>	<b>3,598</b>	<b>3,953</b>	<b>5,498</b>
应付账款及其他应付款项	65	99	107	428	123
短期阶段	0	0	0	0	0
租赁负债	4	12	12	12	12
其他流动负债	11	2	2	2	2
<b>流动负债</b>	<b>80</b>	<b>112</b>	<b>120</b>	<b>441</b>	<b>136</b>
长期借款	1,386	0	0	0	0
租赁负债	20	27	27	27	27
其他非流动负债	138	150	150	150	150
<b>非流动负债</b>	<b>1,544</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>177</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	-1,095	3,651	3,307	3,250	5,100
<b>权益</b>	<b>-1,095</b>	<b>3,645</b>	<b>3,301</b>	<b>3,335</b>	<b>5,185</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(百万人民币)	FY 2020	FY 2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	-819	-3,887	-344	-57	-150
折旧及摊销	19	21	18	41	62
应收账款减少(增加)	0	0	-20	-44	31
库存减少(增加)	-4	-10	-4	-10	-15
其他营运资本变动	3	12	8	321	-305
其他经营现金流	681	3,655	0	91	0
<b>经营现金流</b>	<b>-119</b>	<b>-209</b>	<b>-342</b>	<b>342</b>	<b>-377</b>
固定资产增加	-20	-172	-250	-250	-250
其他	-93	-1,870	0	0	0
<b>投资现金流</b>	<b>-113</b>	<b>-2,042</b>	<b>-250</b>	<b>-250</b>	<b>-250</b>
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	-5	-10	0	0	0
股权融资	3	872	0	0	2,000
其他	9	2,776	0	0	0
<b>融资现金流</b>	<b>7</b>	<b>3,638</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,000</b>
汇率变动影响	-8	-67	0	0	0
现金及现金等价物变动	-233	1,321	-592	92	1,373
年初现金	433	199	1,521	929	1,020
<b>年末现金</b>	<b>199</b>	<b>1,521</b>	<b>929</b>	<b>1,020</b>	<b>2,393</b>

### 财务和估值比率

	FY 2020	FY 2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	-12.20	-24.17	-1.23	-0.53	-0.54
每股净资产	-16.32	22.67	11.80	11.92	18.54
每股销售额	0.00	0.69	0.48	1.91	0.88
<b>同比变动(%)</b>					
收入	NA	NA	21%	301%	-54%
归母净利润	389%	375%	-91%	-57%	1%
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	NA	84%	100%	100%	84%
营业利润率	NA	-335%	-292%	-16%	-74%
归母净利润率	NA	-3525%	-257%	-28%	-61%
<b>回报率(%)</b>					
平均股本回报率	119%	-305%	-10%	-4%	-4%
平均资产回报率	-138%	-174%	-9%	-2%	-3%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	4.7	32.0	25.0	7.1	33.2
速动比率(x)	4.7	31.8	24.9	7.1	32.8
现金比率(x)	2.5	13.6	7.7	2.3	17.6
负债/权益(%)	-148%	8%	9%	19%	6%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	-3.6	2.6	4.9	4.9	3.1
市销率(x)	NA	85.1	122.4	30.5	66.6

图表 2: 临床阶段 Claudin 18.2 ADC 竞争格局

产品	公司	临床阶段	适应症	临床开始/IND 获批时间
CMG901	康诺亚/乐普/阿斯利康	I 期临床	胃食管交界处癌、胰腺癌、胃癌； 实体瘤	2020 年 12 月
SHR-A1904	恒瑞	I/II 期临床	实体瘤	2021 年 8 月
SYSA1801	石药/Elevation Oncology	I 期临床	胃食管交界处癌、胰腺癌、胃癌； 实体瘤	2021 年 10 月
LM-302	礼新/Turning Point	I/II 期临床	实体瘤	2021 年 12 月
RC118	荣昌	I/II 期临床	实体瘤	2022 年 3 月
SKB315	科伦/默沙东	I 期临床	实体瘤	2022 年 6 月
JS107	君实	I 期临床	胰腺癌、胃癌； 实体瘤	2022 年 8 月
IBI343	信达	已获 IND 许可	实体瘤	2022 年 12 月
BA1301	博安	已获 IND 许可	胰腺癌、食管癌、胃癌	2023 年 1 月
ATG-022	德琪	已获 IND 许可	实体瘤	2023 年 1 月

资料来源: 浦银国际整理

图表 3: 国内 Claudin 18.2 靶点候选药物 out-licensing 交易

候选药物	授出权益方	获得权益方	授权区域	时间	首付款	上市&研发里程碑	销售里程碑	销售提成
CMG901 (ADC)	康诺亚/乐普	阿斯利康	全球	2023 年 2 月	6300 万美元	开发、商业及销售里程碑合计 11.25 亿美元		低双位数
NBL-015 (单抗)	石药	Flame Biosciences	大中华外	2021 年 8 月	750 万美元	1.725 亿美元	4.6 亿美元	未披露
LM-302 (ADC)	礼新	Turning Point	大中华区与韩国以外	2022 年 5 月	2500 万美元	开发、商业及销售里程碑合计 1.95 亿美元		个位数到双位数百分比
SYSA1801 (ADC)	石药	Elevation Oncology	大中华外	2022 年 7 月	2700 万美元	1.48 亿美元	1.02 亿美元	最高至双位数百分比
SKB315 (ADC)	科伦	默沙东	全球	2022 年 7 月	3500 万美元	4.16 亿美元	4.85 亿美元	中个位数至低双位数

资料来源: 公司披露、浦银国际整理

图表 4: 康诺亚财务预测变动

百万人民币	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	133	133	0%	535	100	435%	245	245	0%
毛利润	133	113	18%	535	84	534%	206	196	5%
净亏损	-343	-364	NM	-149	-531	NM	-150	-695	NM

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 目标价: 康诺亚



资料来源: Bloomberg、浦银国际

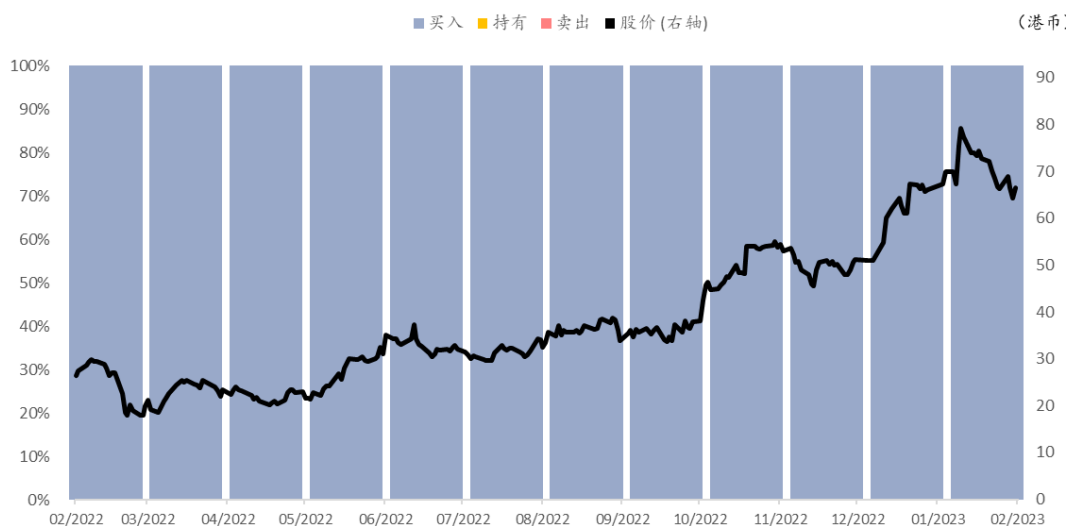
图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	84.7	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	82.7	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	44.3	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	60.2	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	53.3	买入	89.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	18.6	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	17.3	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	51.3	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	28.2	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.4	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	223.3	买入	300.0	2023年2月2日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	135.0	买入	180.0	2023年2月2日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	136.2	买入	179.0	2023年2月2日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.4	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	41.4	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.4	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.0	买入	14.7	2023年2月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.3	买入	43.7	2023年1月30日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.8	买入	28.0	2023年1月30日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	65.9	买入	77.0	2023年2月24日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	24.3	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.5	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.0	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.6	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.1	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.2	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	315.0	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	31.0	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	13.4	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	11.0	买入	14.0	2023年1月12日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.8	买入	4.1	2023年1月12日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 24 日收盘价

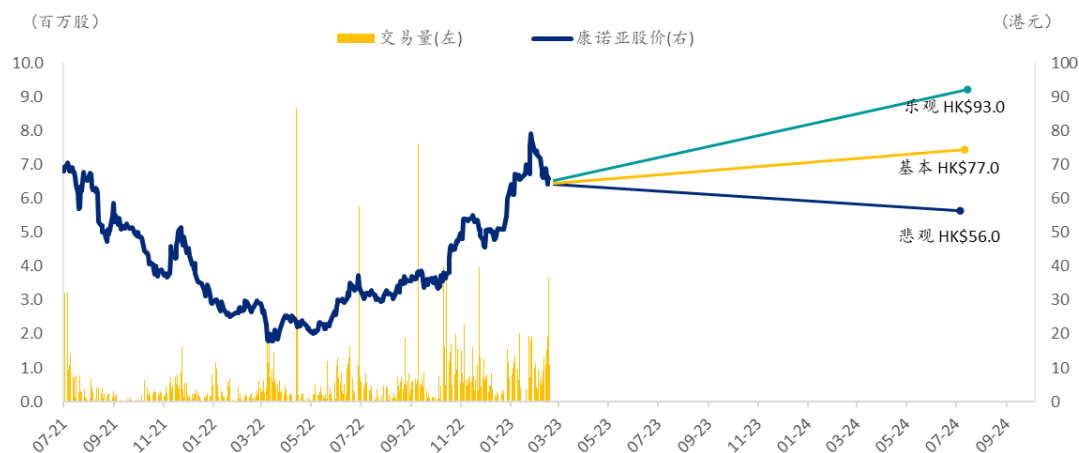
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 康诺亚市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 康诺亚 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 93.0 港元 (概率; 30%)**

- CM310 峰值销售额超过 60 亿人民币;
- CM326 峰值销售超过 25 亿人民币;
- 稳态下毛利率均高于 90%;
- 管线药物研发进度快于预期。

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 56.0 港元 (概率; 20%)**

- CM310 峰值销售额低于 35 亿人民币;
- CM326 峰值销售低于 10 亿人民币;
- 稳态下毛利率均低于 80%;
- 管线药物研发进度慢于预期
- 在研管线研发失败。

资料来源: 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

