



康诺亚 (2162.HK): FY22 现金消耗可控; 今年着力推进后续研发和商业化准备工作

拥有充足现金储备的康诺亚在管线开发上渐入佳境: 首款 CM310 有望明年获批上市, 商业化工作和团队建设思路逐渐明朗, 销售放量确定性提升; TSLP、CD38 和 Claudin 18.2 ADC 将于今年迎来 POC/剂量扩展数据读出和后续开发方向的进一步明确; 差异化 CD3 双抗的早期数据也有望于今年亮相。我们维持“买入”评级, 上调目标价至 79 港元。

- 在手现金足以支撑公司至商业化运营盈亏平衡:** 公司全年收入 1.0 亿元人民币, 主要来自向石药集团收取的 CM326 授权许可首付款。研发费用同比增长 42% 至 5.1 亿, 但政府补助、利息等其他非经营性收益有较大增加, 因此经调整净亏损略有收窄至 3.0 亿 (vs. 2021 年: 2.6 亿)。全年现金支出 7.4 亿, 其中运营和产线建设分别支出 4.6 亿和 2.8 亿, 考虑现金收入后净流出 4.8 亿, 相比年末 32 亿现金储备和即将从阿斯利康收取的 6,300 万美元首付款。公司预计 2023 年整体现金支出 7-8 亿元, 与 2022 年相当, 其中运营和资本开支分别 4-5 亿/2-3 亿。我们认为现有现金储备足以支撑至产品上市销售。
- 商业化铺垫及人员培养是 2023 年业务重心:** 公司预计于年中提交 CM310 用于治疗成人特应性皮炎的 NDA, 若成功获批将成为公司首款商业化产品。有别于某些同行的商业化团队建设, 公司采取从底层和中层员工开始培养, 而非从 MNC 直接照搬高管和团队, 我们认为这将有效避免团队文化割裂、提高销售团队的整体执行力。目前, 中层销售人员已经到位, 预计上市初期将由目前临床团队中的 150 人覆盖 450-500 家医院, 此后将逐渐扩大至 300 人团队。同时, 公司也将在目前成都 8x2,000L 产线的基础上, 进一步扩大产能和生产人员队伍, 预计到今年年底将再增加纯不锈钢反应器产能。
- 后续研发迭代加速, 数据读出密集:** 公司在过去一年内搭建起了内部 ADC 和转化医学平台, 早期发现能力进一步增强, 未来将聚焦差异化单抗、ADC 和 CD3 双抗三大方向: 1) TSLP、CD38 等差异化单抗分子今年将有 POC 数据读出; 2) 三款 CD3 双抗有望于今年底陆续读出早期临床数据; 3) ADC 方面将借助平台开发新靶点和毒素。
- 上调目标价:** 我们上调公司 2024E 和未来年度收入预测, 以反映更清晰的研发和商业化策略下更高的产品开发成功率 (POS) 及经 POS 调整产品销售预测; 同时, 我们也根据公司的指引上调了研发和销售费用预测。我们继续采用 DCF 估值方法, 得到公司整体目标估值 28 亿美元, 对应目标价 79 港元, 维持“买入”评级。
- 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110	100	535	302	1,253
收入同比增速 (%)	NA	-9%	434%	-44%	315%
归母净利润/(亏损)	-3,887	-308	-258	-761	-322
PS (X)	79.5	142.1	28.5	50.5	12.2
ROE (%)	-305%	-9%	-8%	-20%	-7%

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 3 月 20 日

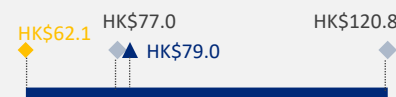
评级

买入

目标价 (港元)	79.00
潜在升幅/降幅	27%
目前股价 (港元)	62.10
52 周内股价区间 (港元)	16.90-82.85
总市值 (百万港元)	17,372
近 3 月日均成交额 (百万港元)	70

注: 截至 2023 年 3 月 20 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 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 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110	100	535	302	1,253
营业成本	-17	-3	0	-50	-123
毛利润	93	97	535	252	1,129
销售、管理及一般费用	-92	-134	-177	-332	-651
研发费用	-358	-507	-530	-680	-726
其他营业费用	-11	206	0	0	0
经营利润	-369	-338	-172	-760	-249
利息费用	-11	-8	-3	-3	-3
利息收入	6	52	18	12	45
其他	-3,519	-10	-10	-10	-10
税前利润	-3,893	-304	-166	-761	-216
所得税	0	0	0	0	0
税后利润/(亏损)	-3,893	-304	-166	-761	-216
归属少数股东净利/(亏损)	-5	5	91	0	106
归母净利润/(亏损)	-3,887	-308	-258	-761	-322

资产负债表

(百万人民币)	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,521	604	394	1,508	784
短期投资	2,004	2,571	2,571	2,571	2,571
应收账款及票据	0	0	27	42	100
存货	16	44	67	100	626
其他流动资产	41	90	90	90	90
流动资产	3,582	3,310	3,149	4,311	4,172
固定资产	178	584	776	948	1,054
其他非流动资产	175	38	38	38	38
非流动资产	353	622	814	986	1,091
总资产	3,934	3,932	3,963	5,298	5,264
应付账款及其他应付款项	99	161	267	362	438
短期阶段	0	61	61	61	61
租赁负债	12	11	11	11	11
其他流动负债	2	146	146	146	146
流动负债	112	380	486	581	657
长期借款	0	29	29	29	29
租赁负债	27	21	21	21	21
其他非流动负债	150	164	164	164	164
非流动负债	177	213	213	213	213
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	3,651	3,340	3,174	4,413	4,197
权益	3,645	3,339	3,264	4,504	4,394

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 2021	2022E	2023E	2024E	2025E
税后利润	-3,887	-304	-166	-761	-216
折旧及摊销	21	18	58	78	95
应收账款减少(增加)	0	0	-27	-16	-58
库存减少(增加)	-10	-28	-22	-33	-526
其他营运资本变动	12	63	106	95	76
其他经营现金流	3,655	4	91	0	106
经营现金流	-209	-247	40	-637	-523
固定资产增加	-172	-425	-250	-250	-200
其他	-1,870	0	0	0	0
投资现金流	-2,042	-425	-250	-250	-200
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	-10	90	0	0	0
股权融资	872	0	0	2,000	0
其他	2,776	-335	0	0	0
融资现金流	3,638	-245	0	2,000	0
汇率变动影响	-67	0	0	0	0
现金及现金等价物变动	1,321	-917	-210	1,113	-723
年初现金	199	1,521	604	394	1,508
年末现金	1,521	604	394	1,508	784

财务和估值比率

	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-24.17	-1.18	-0.92	-2.72	-1.15
每股净资产	22.67	12.79	11.67	16.10	15.71
每股销售额	0.69	0.38	1.91	1.08	4.48
同比变动(%)					
收入	NA	-9%	434%	-44%	315%
归母净利润	375%	-92%	-16%	195%	-58%
利润率(%)					
毛利率	84.4%	97.4%	100.0%	83.3%	90.2%
营业利润率	-334.2%	-337.3%	-32.2%	-251.7%	-19.8%
归母净利润率	-3525.3%	-307.9%	-48.2%	-251.9%	-25.7%
回报率(%)					
平均股本回报率	-305%	-9%	-8%	-20%	-7%
平均资产回报率	-174%	-8%	-4%	-16%	-4%
财务杠杆					
流动比率(x)	32.0	8.7	6.5	7.4	6.4
速动比率(x)	31.8	8.6	6.3	7.3	5.4
现金比率(x)	13.6	1.6	0.8	2.6	1.2
负债/权益(%)	8%	18%	21%	18%	20%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	2.4	4.3	4.7	3.4	3.5
市销率(x)	79.5	142.1	28.5	50.5	12.2

● 未来 12 个月预计主要里程碑/催化剂

CM310 (IL-4R α)

- 成人中重度特应性皮炎 (AD): 预计 2023 年中 NDA;
- 慢性鼻窦炎伴鼻息肉 (CRSwNP): 预计 1Q24 前 NDA;
- 青少年 AD: II 期试验即将完成入组;
- 过敏性鼻炎: 年内启动关键性临床。

CM326 (TSLP)

- 成人中重度特应性皮炎 Ib/IIa 期临床数据读出 (1H23), 未来将探索 CM310 联用治疗方案。

CM338 (MASP-2)

- 已于 2023 年 2 月获由 CDE 获得 IgA 肾病 II 期临床许可, 3 月将启动 II 期临床。

CM313 (CD38)

- 完成多发性骨髓瘤 I 期临床, 并于 2H23 披露 I 期数据;
- 计划于 2H23 开展皮下注射剂型的临床试验。

CD3 双抗 (CM355/CM336/CM350)

- 2023 年底陆续公布早期安全性和疗效数据。

其他

- 阿斯利康关于 CMG901 的首付款预计 2023 年 4 月初收到。
- 产能进一步扩张, 预计 2023 年底前再加两万升不锈钢产能。

图表 2：康诺亚财务预测变动

百万人民币	2023E			2024E			2025E		
	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	535	535	0%	302	245	23%	1,253	-	-
毛利润	535	535	0%	252	206	22%	1,129	-	-
净亏损	-258	-149	NM	-761	-150	NM	-322	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 3：康诺亚财务预测及估值

人民币百万	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	535	302	1,253	1,742	2,646	3,721	4,909	5,966	6,916	7,709	7,982
同比变动	434%	-44%	315%	39%	52%	41%	32%	22%	16%	11%	4%
EBIT	(172)	(760)	(249)	(164)	252	1,000	1,805	2,440	3,065	3,645	3,873
EBIT * (1-所得税率)	(146)	(646)	(211)	(140)	214	850	1,534	2,074	2,605	3,099	3,292
加：折旧与摊销	58	78	95	105	111	109	108	108	109	109	111
减：营运资金增加/(减少)	57	46	(508)	305	168	150	9	(45)	(22)	32	11
减：资本开支	(250)	(250)	(200)	(160)	(96)	(101)	(106)	(111)	(117)	(123)	(129)
FCFF	(281)	(772)	(825)	111	397	1,008	1,546	2,026	2,575	3,117	3,285

FCFF 现值合计(2023-2032E 加总) 4,553

WACC&永续增长率核心假设

长期资本结构

% 债权 20.0%

% 股权 80.0%

债权成本

债权成本 5.0%

税率 15.0%

税后债权成本 4.3%

股权成本

无风险收益率 3.0%

Beta 1.4

市场风险溢价 7.0%

股权成本 12.8%

WACC 11.1%

永续增长率 3.0%

rNPV 估值

FCFF 现值合计 4,553

终值 41,824

终值现值 14,611

企业价值(EV) 19,164

(-) 负债 (90)

(+) 现金及等价物 394

(-) 少数股东权益 (90)

股权价值 19,379

发行在外总股数(百万股) 280

每股价值(人民币元) 69.3

RMB/HKD 1.14

每股价值(港币元) 79.0

资料来源：浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 康诺亚



资料来源: Bloomberg、浦银国际

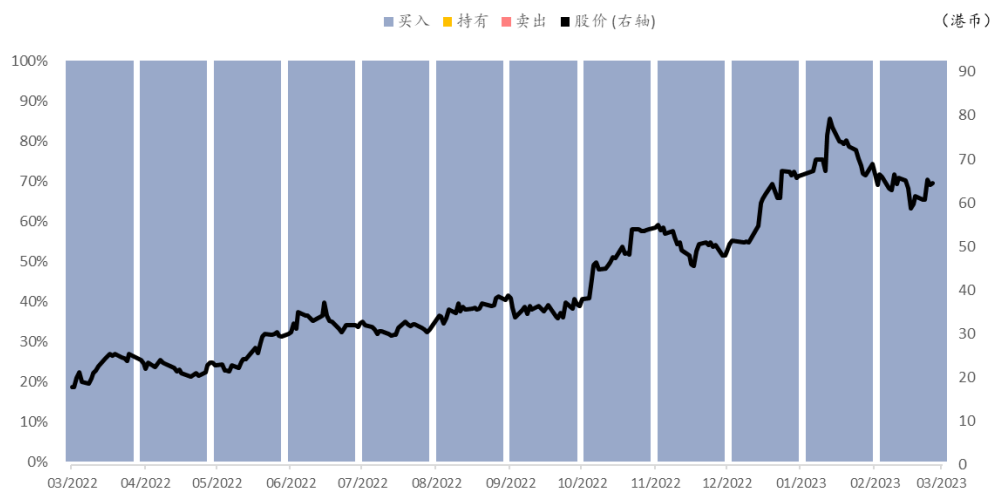
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	73.7	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	74.0	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	36.6	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	53.7	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	45.2	买入	89.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.8	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.5	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	16.6	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	50.0	买入	65.0	2023年2月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	25.7	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.9	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.9	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	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	131.3	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	136.5	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.9	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	43.1	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.6	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.3	买入	14.7	2023年2月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	15.1	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.9	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.5	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	62.1	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.7	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.7	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.1	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.9	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.8	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.3	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.1	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	295.4	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	26.5	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.1	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.5	买入	14.0	2023年1月30日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.5	买入	4.0	2023年3月1日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 3 月 20 日收盘价

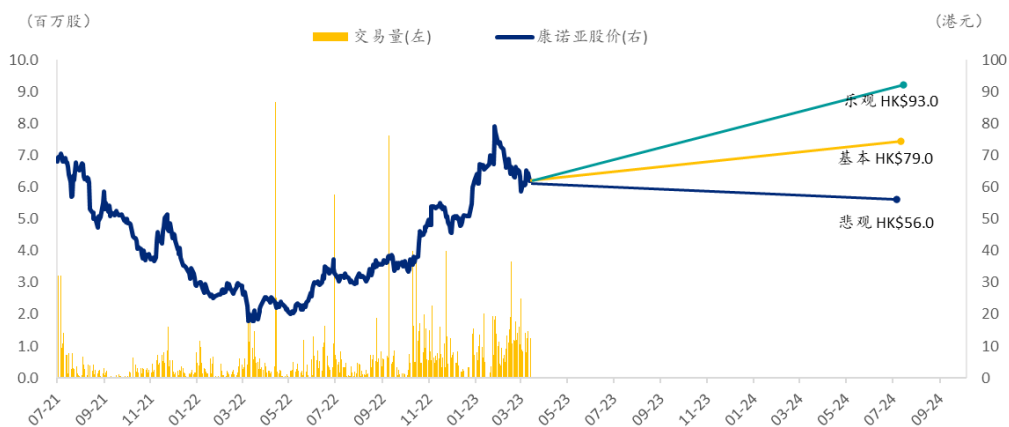
• SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 康诺亚市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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 经 POS 调整峰值&授权许可收入超过 65 亿人民币;
- CM326 经 POS 调整峰值&授权许可收入超过 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 经 POS 调整峰值&授权许可收入低于 35 亿人民币;
- CM326 经 POS 调整峰值&授权许可收入低于 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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

