康诺亚公司基本面介绍一页纸

展开版 | 2026-11-16

药物总览一：核心商业化与后期资产

截至2026-11-15。国内阶段依据公司公告及10/22调研；海外竞品注明获批地区。

药物	属于哪类药	主要适应症与本品阶段	竞争格局与关注点
CM310 司普奇拜单抗	IL-4Rα单抗；皮下注射生物药，阻断IL-4/IL-13信号。	中国已批：成人及青少年特应性皮炎（反复瘙痒的湿疹样皮肤病）、鼻窦炎伴鼻息肉、季节性过敏性鼻炎。[D2]	同靶点度普利尤是主要成熟参照（美国已上市）。国产611、AK120成人AD申请在2026中期披露时均处审评。国内竞争关注医保净价、患者续方与科室覆盖。[D5/D12/D13]
CM512	长效TSLP×IL-13双抗；皮下注射生物药。	鼻息肉、哮喘、慢阻肺等在研；国内鼻息肉III期已启动为10/22调研口径。海外哮喘Ib；全球III期计划2027年启动。	同靶点lunsekimig：COPD III期、高风险哮喘II期（Sanofi 10/30）。另与已上市IL-4Rα、TSLP单抗争夺患者；关注给药间隔、标签及上市时间。[D5/D10/D11]
CMG901 AZD0901	CLDN18.2 ADC；抗体携带MMAE细胞毒载荷。	CLDN18.2阳性晚期胃癌/胃食管结合部癌；中国上市申请10月受理，全球后线III期数据已披露，一线联合仍在研。[D3]	佐妥昔单抗美国已批一线联合化疗，为同靶点普通抗体；IBI343同靶点ADC已有注册III期进展。需比较线次、标签和覆盖人群。[D7/D14]
CM336 OM336	BCMA×CD3双抗；把T细胞引向浆细胞的T细胞衔接器。	复发难治多发性骨髓瘤（浆细胞肿瘤）；与CM313联合III期IND受理。轻链型淀粉样变II期，自免血细胞减少、干燥综合征等早期在研。[D1]	同靶点teclistamab美国已批骨髓瘤，并已获批与达雷妥尤联用；自免适应症须另行开发。竞争看组合、治疗线次与商业回报。[D8]
CM313	CD38单抗；注射生物药，靶向CD38阳性细胞。	IgA肾病（免疫沉积引起的慢性肾病）II期，骨髓瘤I/II期；ITP/SLE为其他研究方向，未在本轮核到最新阶段。[D1]	同靶点达雷妥尤已在美国骨髓瘤上市；IgA肾病另有美国已批的因子B药伊普可泮。不同适应症须分别估市场，不能套用骨髓瘤标签。[D8/D18]
CM518D1	CDH17 ADC；抗体携带Topo-I抑制剂载荷。	晚期结直肠癌、胃癌等消化道实体瘤I/II期；10月首次披露I期人体数据。[D4]	同靶点ADC MRG007/ARR-217处I期（10/25披露）。赛道仍较早期，关注后续人体数据、适用人群和剂量方案。[D9]

表格来源：[D1] 公司中报；[D2] CM310获批；[D3] CMG901更新；[D4] CM518D1；[D5] Dupixent标签；[D7] Vyloy获批；[D8] MM联合获批；[D9] MRG007；[D11] Sanofi Q3；[D12] 三生中期；[D13] 康方中期；[D14] 信达ESMO；[D18] Fabhalta。

药物总览二：其他自免、肿瘤与神经管线

药物	属于哪类药	主要适应症与本品阶段	竞争格局与关注点
CM326	TSLP单抗；注射生物药。	中国哮喘、鼻息肉III期；慢阻肺II期。中国呼吸领域由石药推进。[D1]	同靶点tezepelumab美国已批严重哮喘、鼻息肉；另有IL-4Rα单抗。竞争关注已上市产品的先发患者及渠道。[D5/D10]
CM355 ICP-B02	CD20×CD3双抗；T细胞衔接器。	B细胞相关血液肿瘤与自免开发；Prolium系统性硬化症（皮肤/内脏纤维化的自免病）国际I/II期，6月首例给药。[D1]	同靶点epcoritamab美国已批淋巴瘤；该标签不适用于系统性硬化症。自免价值需独立开发、注册和定价。[D15]
CM536	OX40L×IL-13双抗；生物药。	公司中报披露靶点及Belenos境外许可，具体适应症与当前临床阶段在所引文字中未明确。[D1]	具体适应症、阶段及可比后期竞品尚未明确，暂无独立峰值假设。
CM383	抗Aβ单抗；识别可溶性Aβ原纤维及斑块。	早期阿尔茨海默病（相关轻度认知障碍/轻度痴呆）；中国患者Ib期多次递增给药。[D1]	同类抗Aβ药lecanemab、donanemab美国已上市；竞争涉及患者筛选、输注及监测能力。[D16/D17]
CM559	抗Aβ单抗；识别N3pG修饰Aβ，与CM383表位不同。	拟开发早期阿尔茨海默病；中国I期单次递增给药，所引研究对象为健康受试者。[D1]	同类上市药包括lecanemab、donanemab（美国）。[D16/D17]

CM310峰值取决于竞争后的长期用药患者；CM512长给药间隔的商业价值取决于处方转化与患者留存。

单抗识别一个靶点，双抗识别两个靶点，ADC为抗体偶联细胞毒载荷。IND受理为临床申请受理；上市申请受理尚非获批。AD指特应性皮炎。

表格来源：[D1] 公司中报；[D5] Dupixent标签；[D10] Tezspire标签；[D15] Epkinly获批；[D16] Leqembi；[D17] Kisunla。

总述

CM310进入收入兑现期，CMG901进入注册阶段，CM512是后续自免增长重点。国内销售、肿瘤授权和后续自免资产共同支撑估值；持续回报取决于未来产品利润及保留权益，2026年表观PE受一次性收益影响。

2026H1收入6.17亿元，其中康悦达（司普奇拜单抗，CM310）销售3.93亿元、合作收入2.24亿元；归母净利12.17亿元，FVTPL净收益16.40亿元、主要与Ouro退出有关。研发开支3.39亿元，经营现金流净额约-2.54亿元。前三季度CM310销售约6.6亿元、同比+227%；公司10月16日披露青少年AD获批，上市适应症增至四项。[K1][K2]

股权退出与持续现金流

CM336相关Ouro股权已退出，约2.57亿美元为股权交易对价，另有最高约7,000万美元股权交易里程碑；原许可保留最高6.1亿美元条件里程碑和分层版税，公司中报表述为高个位数至双位数中段，合作方5月材料披露为7%至14%分层版税[Q5]。已收现金、原许可未来回报和管线价值需要去重，本次未在SOTP之外再加Ouro收益或一笔完整净现金。[K6]

公司历史复盘

2016-2021：陈博创立公司，建立抗体发现、临床和生产体系，2021年港股上市。早期以自免、肿瘤两条产品线推进，尚无上市产品。

2023-2024：CMG901通过KYM授权阿斯利康；CM310成人特应性皮炎（AD）和慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP）获批，康诺亚开始自建商业体系。

2025-2026：CM310新增季节性过敏性鼻炎（SAR）并进入医保、基药；Ouro被吉利德收购带来股权退出收入；CMG901中国上市申请10月获受理；CM512进入长效自免的后期开发窗口。

市场分歧一：CM310的峰值是30亿元，还是50亿元以上

6月23日交流预计CM310峰值不低于50亿元，其中五年内AD可到25亿元，鼻息肉是突破50亿元的核心增量；招商香港8月20日报告也采用超过50亿元峰值。10月18日估值稿则按**国内峰值30亿元估值100亿元**，用于后文SOTP。[L-K]

多科室标签、青少年AD扩围、医保和基药支持患者增长。公司10月披露覆盖医院超2,200家、可院内用药超1,300家；10月22日调研预计全年约9.5亿元，对应Q4需约2.9亿元，较Q3约2.67亿元增长约9%。

30亿元到50亿元的差距，主要来自AD和鼻息肉续方、SAR短疗程收入、医保后净价及国产IL-4Rα竞争份额。

市场关注

销售截至2026Q3；全年销售为10月调研预期，注册及BD状态截至11月15日。

议题	当前信息	关注点 / 分歧
司普奇拜单抗销售	CM310前三季度销售约6.6亿元、同比+227%；10月22日调研预计全年约9.5亿元，对应Q4需约2.9亿元。已获批四项适应症，医院覆盖超2,200家。	续方、疗程和医保后净收入，决定30亿元峰值基准能否上修至50亿元以上长期潜力。
CMG901海外数据与二线标签	全球III期三线及以后OS 10.0 vs 5.0月（HR0.47）；二线及以后总体OS HR0.58，但BICR-PFS未达显著（p=0.053）。上述为全球总体。中国申请已受理，二线标签存在不获批风险，尚无监管定论。	纯二线及海外单独亚组数据、最终获批线次与海外申报进度；标签范围影响峰值及KYM 70%权益后的许可回报。
CM512的BD机会	鼻息肉II期达终点，海外哮喘Ib已披露积极中期数据，全球III期计划2027年启动。境外已授权Belenos；康诺亚保留大中华区、许可回报及Belenos初始30.01%股权。	Belenos主导的后续BD/再授权机会、交易规模与时间，以及康诺亚里程碑、版税和股权回报；最新摊薄比例未披露。
新增标签与准入	青少年AD于10月16日获批；覆盖医院超2,200家、可院内用药超1,300家。	新增年龄组贡献、基层准入、医保净价和销售效率。
CM518D1人体数据	4.8mg/kg扩展组15例可评估CRC，ORR33.3%、DCR93.3%，随访中位4.1个月。	更长随访、扩大样本、血液学毒性和高剂量腹泻。
盈利结构	H1净利包含Ouro相关大额公允价值收益；经营现金流约-2.54亿元。	剔除一次性因素后费用、现金消耗及持续产品利润。
BD保留权益与估值	CMG901经KYM70%分配；CM512境外许可并持初始30.01%Belenos股权；CM336已退出Ouro但原许可保留。	终端销售怎样转成归属版税、里程碑与股权价值？综合资产包与估值日净现金如何拆分？

来源：公司中报及10月更新、10/22调研；阿斯利康10/25全球III期终点表；Belenos公告及原许可条款。

核心BD权益：合作方、保留回报与估值对应

付款以美元计，估值以人民币计。合同上限、已收款及保留权益见表。

资产 / 合作方	保留权益与开发分工	付款与分成：美元	现有估值如何计入：亿元人民币
CMG901 KYM / AZ	AZ获全球独家开发及商业化权。康诺亚持KYM 70%，乐普持30%；康诺亚通过KYM取得许可经济回报，未单独保留国内自营商业化权。	原首付6,300万、原里程碑上限11亿，收款主体KYM；最高低双位数分层版税。2026Q1触发4,500万里程碑，康诺亚收到等值3,150万。[Q1/Q4]	70.5至94.0＝海外峰值15至20亿美元×1倍PS×6.7152×70%。70%已在公式中体现，分项采用峰值PS估值；完整版税现金流尚未逐年建模。
CM512＋CM536 Belenos	保留大中华区开发及商业化权益；境外独家许可Belenos，其原则上承担当地开发、注册和商业化费用。另获Belenos初始30.01%股权；最新摊薄后比例未在本次材料中明确。	首付1,000万＋近期款500万；额外最高1.7亿条件里程碑；净销售额分层版税，具体率未公开。上述条款适用于两项资产组合。[Q2/Q3]	CM512 40至50亿元沿用本地综合权益包，尚无国内经营、境外版税和股权的分拆底稿。本次未再另加Belenos股权或名义里程碑上限。
CM336 / OM336 原Ouro 现Gilead 及Lakefront	保留大中华区（内地、港澳台）权益。Lakefront负责I/II期，Gilead主导注册/后期研究及境外商业化；Ouro股权已退出，原许可继续有效。	股权交易已收2.57亿，另有最高约7,000万条件款；原许可另保留最高6.1亿里程碑。合作方5月披露净销售分层版税7%至14%，公司中报列Gilead履行版税义务。[Q4/Q5/Q6]	22亿元沿用本地资产分项，尚无国内/境外许可现金流拆分。已收股权款、股权交易条件款与原许可回报分列；本次不额外加退出对价或里程碑名义总额。

康诺亚归属版税＝授权区净销售额×分层版税×KYM股权70%；估值还需计入成本、税费、里程碑概率与折现。70.5亿至94.0亿元来自1倍峰值PS简化定价，未独立建立折现底稿。原11亿美元为合同里程碑总上限，剩余可收额须扣除已触发款项。

CM512的国内权益与境外NewCo股权属于不同资产：初始30.01%仅对应Belenos，国内经营价值不按该比例打折。若改用权益分拆法，Belenos股权应按支付版税等义务后的剩余权益计值，再加康诺亚直接许可回报；现有40亿至50亿元综合包不另叠加股权。CM336合作方取得的20%至23%版税属于Lakefront，康诺亚对应的是合作方披露的7%至14%。[Q5]

CM310 100亿元、CMG901 70.5亿至94.0亿元、CM512 40亿至50亿元、CM336 22亿元、其他20亿元，合计252.5亿至286.0亿元、98.7至111.8港元/股。其他20亿元为综合项，尚无完整净现金桥接；Ouro股权款已收，估值未另加现金。

表格来源：[Q1] AZ原协议；[Q2] Belenos原条款；[Q3] 2025年报；[Q4] 2026中报；[Q5] 合作方版税披露；[Q6] Ouro交易完成。估值金额沿用本地研究框架。[L-K]

产品峰值：把患者数、净价和治疗时间接起来

CM310 300mg医保支付标准1,039元，按每两周一针、全年26次计算，终端支付额约2.70万元。厂家年净收入还受流通、税费、援助、停药、给药间隔及SAR季节性疗程影响。下表为财务敏感性，人数按足疗程等价计算。[K7]

厂家每患者年净收入（演示）	30亿元销售所需	50亿元销售所需
1.5万元	20.0万人	33.3万人
2.0万元	15.0万人	25.0万人
2.5万元	12.0万人	20.0万人

30亿元对应十几万至二十万名足疗程等价患者，50亿元需约二十万至三十三万名；疗程越短，年度去重患者需求越多。6月交流的AD约25亿元占长期峰值一半，其余主要来自鼻息肉等标签；SAR按季节性疗程贡献。

市场分歧二：CMG901的全球峰值与康诺亚收入隔了几层权益

康诺亚8月中期推介转述阿斯利康对CMG901/AZD0901的销售峰值预估为**30亿至50亿美元**；10月25日估值稿采用**海外15亿至20亿美元**。两者地域及开发范围不同，中国注册、一线联合、胰腺癌和胆道癌扩展均影响峰值。[L-K]

10月公布的主要比较人群中，2L+总生存期（OS）10.6 vs 6.4个月、HR0.58；3L+ OS 10.0 vs 5.0个月、HR0.47。2L+总体BICR-PFS未达统计学显著。中国上市申请已获CDE受理，下一步估值变化主要来自获批线次、海外申报与实际销售；2L+表示二线及以后总体。[K3]

阿斯利康获得全球独家权益，销售由伙伴实现，KYM收取分层版税，康诺亚持有KYM 70%。原协议为6,300万美元首付款、最高11亿美元条件里程碑和最高低双位数分层版税。**终端销售峰值、KYM版税收入、康诺亚归属收益是三种口径。**[K5]

核心资产、峰值口径与估值角色

资产	当前阶段与销售假设	本次资产值：亿元人民币
CM310	已上市四项适应症；本地基准峰值30亿，交流潜力≥50亿	100；隐含约3.3倍30亿峰值
CMG901	中国申请受理；本地海外峰值15亿至20亿美元	70.5至94.0；见下一页权益公式
CM512	鼻息肉国内III期为调研口径；全球III期计划2027年启动	40至50；本地资产包取值，未披露独立峰值公式
CM336	RRMM联合III期IND已受理、自免II期；保留许可回报	22；本地资产包取值，未披露独立峰值公式
其他	CM313、CM518D1等及综合项	20；不另叠加一笔净现金

市场分歧三：CM512能否把下一代自免价值留在公司

CM512的价值在于长给药间隔与多个自免适应症开发。鼻息肉II期已达到研究终点，10月22日调研称国内III期已启动、300mg每24周一次。海外哮喘Ib中期数据9月已披露，Belenos计划2027H1启动全球鼻息肉III期、2027H2启动哮喘III期。国内哮喘II期中期分析预计2027Q1，为调研预计，与海外Ib最终安全性评估为不同事件。[K4][L-K]

估值依据：统一币种、经济权益与计算公式

CM310按国内峰值30亿元估值100亿元，约3.3倍峰值PS。CMG901按“1倍海外峰值PS×70%权益”：15至20亿美元×6.7152×70%=**70.5至94.0亿元**。

分项	计算依据	亿元人民币
CM310	沿用30亿峰值、约100亿资产值	100.0
CMG901	15至20亿美元×1倍PS×6.7152×70%	70.5至94.0
CM512 / CM336	沿用本地分项40至50 / 22；无单品峰值底稿	62.0至72.0
其他 / 合计	其他20；各项加总	252.5至286.0

按2.98736亿股、1港元=0.85604元，折合**98.7至111.8港元/股**；对照11月13日69.85港元、178.6亿元人民币市值，情景差距约41%至60%。这套表的主要资产支撑是CM310 100亿元，其余超过一半来自后续管线和授权回报。

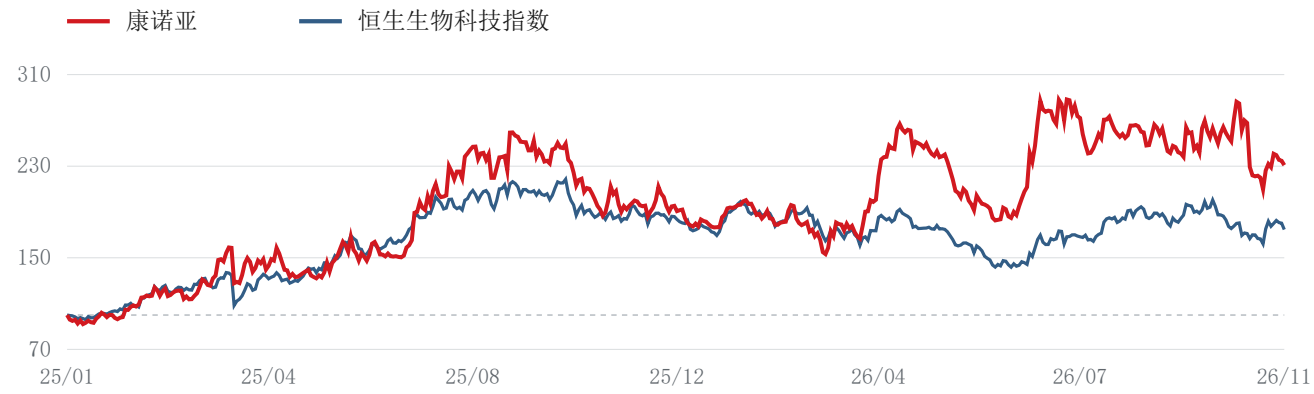
1倍终端峰值PS的含义：以海外峰值20亿美元、KYM版税12%作演示，康诺亚归属税前版税峰值约为20×12%×70%×6.7152=11.28亿元。94.0亿元资产值相当于约8.3倍归属税前峰值版税。12%为演示假设，公告仅披露最高低双位数；达峰时间、分层费率、税费和持续年限会改变现值。

较弱兑现情景：CM310峰值20亿元、2.5倍PS对应50亿元；CMG901海外峰值10亿美元按同公式约47亿元；CM512降至30亿元，CM336 22亿元、其他20亿元不变，合计约169亿元、66.1港元/股。这是敏感性演示，说明现价也可能反映对峰值和管线价值的折价。

10月13日DCF审阅值为22.73港元（WACC10.5%、永续增长1.5%），逐年现金流尚未更新，与峰值PS框架存在显著差异。**SOTP上行空间依赖CM310达到30亿元峰值、CMG901商业化及CM512后期开发兑现。**

资料截至2026-11-15；行情截至2026-11-13。财务以公司报告为准；行情、股本和指数来自Wind。汇率为CFETS 11月13日中间价。峰值、PS和敏感性均为文中明确列示的研究或演示假设。

附：股价复盘与当前定价位置



日收盘归一化，2025-01-02=100；区间至2026-11-13；Wind金融数据服务。

2025年初至2026年11月13日，收盘价30.25→69.85港元，最高87.20港元，较高点回落约19.9%。图为Wind前复权日K及恒生生物科技指数，共同交易日归一化。

主要风险

CM310医保净价、疗程及IL-4Rα竞争；CMG901标签与商业化节奏；CM512长期效果及后期开发；多管线、销售团队和产能扩张带来的研发与资本开支。

资料来源与口径

[K1] 康诺亚2026中期报告：财务、业务和管线

[K2] 公司10月16日：青少年AD获批、前三季度销售及渠道

[K3] AZ 10月25日CMG901三期终点表；公司10月26日披露中国申请获受理

[K4] 公司9月10日CM512海外Ib期和后续开发计划

[K5] AZ 2023年CMG901原授权条款

[K6] 公司6月5日Ouro交易完成及保留许可公告

[K7] 公司官网：CM310医保支付标准1,039元/300mg

[K8] 公司2024中报p64：Belenos原始授权条款

[L-K] 本地：6/23、9/9、10/22交流；8月中期推介p10；招商香港2025/7/16及2026/8/20；10/18前瞻p9及10/25 ESMO稿p7。