

医药	收盘价 港元 20.95	目标价 港元 44.00个	潜在涨幅 +110.0%	2024年8月28日
----	-----------------	------------------	-----------------	------------

云顶新耀 (1952 HK)

1H24 产品销售放量超预期，下一波创新药上市潮将至，上调目标价

1H24 依嘉和耐赋康销售放量显著且超预期，我们上调 2024-25 年收入预测、上调目标价至 44.0 港元。未来 18 个月内催化剂丰富，维持买入评级。

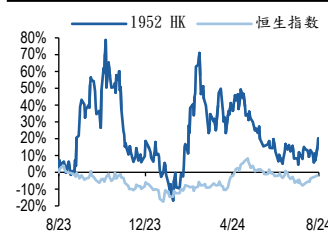
⊕ **1H24 新品销售表现优异**：产品销售环比大增 158%至 3.02 亿元（人民币，下同），高于市场预期，包括：1) **耐赋康** 5 月在中国内地商业化上市后，一个半月销售达到 1.67 亿元，NMPA 已受理产品完全批准的补充申请，有望于 1H25 获批，未来销售增量主要来自指南的推广和教育、可能的医保谈判准入；同时公司积极开发 IgA 肾病检测试剂 Gd-IgA，后续有望进一步推动疾病检测和耐赋康市场渗透率。2) **依嘉** 销售 1.34 亿元（环比 2H23 增长 35%），后续增长主要由卫健委真实世界研究中的积极结果、纳入多项临床指南、核心市场覆盖加深等因素驱动。经调整 non-IFRS 净亏损收窄至 2.13 亿元（1H23：3.27 亿元），剔除非现金项目后的毛利率为 83%（公司长期毛利率指引为 80%），研发费用下降 12%但自研发投入部分保持稳定。公司在耐赋康的商业化模式非常高效精干，在纳入医保前仅用 120 名销售代表覆盖了 500 家大型三甲医院，代表了全国 60% 的市场潜力，1H24 销售费用率显著下降、人效显著提升，同时和 CSO 合作覆盖外围市场。截至 1H24 末的账上现金为 19.3 亿元，**公司维持 2024 年产品销售收入 7 亿元、2025 年实现现金流层面盈亏平衡的指引。**

⊕ **2H24-2025 年重要看点**：1) 耐赋康年底医保谈判结果，以及耐赋康和依嘉的持续放量；2) 年底前在中国内地递交伊曲莫德的 NDA，同时在中国澳门启动商业化上市，2025 年提交头孢吡肟-他尼硼巴坦的上市申请，**公司预计到 2026 年将拥有 7 款商业化创新药品种**；3) 临床数据读出：BTK 抑制剂 EVER001 膜性肾病（Ib 期初步数据、耐赋康开放标签研究（停药 15 个月后再治疗 9 个月）数据、依嘉卫健委真实世界研究结果。4) **自研 mRNA 平台**：个性化肿瘤疫苗 IIT 研究推进，2025 年取得肿瘤相关抗原疫苗、免疫调节肿瘤疫苗的的中美 IND，体内 CAR-T 疗法 4Q24 临床前 POC。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	31.20
52周低位 (港元)	14.54
市值 (百万港元)	6,721.60
日均成交量 (百万)	5.93
年初至今变化 (%)	0.24
200天平均价 (港元)	21.84

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

盈利预测变动

百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	744	705	5.5%	1,504	1,492	0.8%	2,559	2,559	0.0%
毛利润	573	529	8.3%	1,173	1,149	2.1%	2,022	1,996	1.3%
毛利率	77.0%	75.0%	2.0ppts	78.0%	77.0%	1.0ppt	79.0%	78.0%	1.0ppt
归母净利润	(1,006)	(813)	NA	(278)	(461)	NA	201	61	228.1%
净利率	NA	NA	NA	NA	NA	NA	7.8%	2.4%	5.5ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

图表 1: 云顶新耀：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	1,504	2,559	3,771	5,145	6,357	7,352	8,168	8,849	8,692	9,046	9,058
EBIT	(293)	235	757	1,305	1,817	2,255	2,532	2,743	2,694	2,804	2,808
EBIT*(1-t)	(293)	235	644	1,109	1,545	1,917	2,152	2,332	2,290	2,384	2,387
加：折旧摊销	119	126	130	132	138	147	158	170	183	194	205
减：营运资金增加/（减少）	(177)	(147)	(240)	(301)	(266)	(218)	(201)	(200)	(202)	(189)	(218)
减：资本开支	(150)	(128)	(113)	(154)	(191)	(221)	(245)	(265)	(261)	(271)	(272)
自由现金流	(501)	86	421	786	1,226	1,625	1,864	2,037	2,010	2,117	2,102
永续增长率	2%										
自由现金流现值	5,707										
终值现值	7,304										
企业价值	13,011										
净现金	(2)										
少数股东权益	-										
股权价值（百万人民币）	13,009										
股权价值（百万港元）	14,310										
股份数量（百万）	325										
每股价值（港元）	44.00										

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.70
股权成本	14.9%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.7%

资料来源：交银国际预测

图表 2: 云顶新耀 (1952 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1952 HK	云顶新耀	买入	20.95	44.00	110.0%	2024年08月28日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	32.55	66.00	102.8%	2024年08月28日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	11.76	24.00	104.1%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	11.84	28.75	142.8%	2024年08月12日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	57.02	76.00	33.3%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	120.20	156.00	29.8%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	27.45	40.40	47.2%	2024年08月01日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	44.10	48.00	8.8%	2024年05月17日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	45.25	70.00	54.7%	2024年03月19日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.58	4.40	659.3%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.53	7.40	192.4%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	20.25	44.00	117.3%	2024年08月21日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	10.52	12.30	16.9%	2024年08月22日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	20.35	49.00	140.8%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	87.21	93.30	7.0%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.12	33.10	-31.2%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	5.75	10.00	73.9%	2024年08月23日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.17	4.80	51.5%	2024年07月11日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.59	40.00	22.7%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.73	14.00	81.2%	2024年04月01日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	20.60	20.40	-1.0%	2024年08月28日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	43.50	47.00	8.0%	2024年08月26日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.71	6.30	33.8%	2024年08月22日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月28日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	13	126	744	1,504	2,559
主营业务成本	(5)	(34)	(171)	(331)	(537)
毛利	8	92	573	1,173	2,022
销售及管理费用	(603)	(397)	(714)	(842)	(1,101)
研发费用	(810)	(540)	(567)	(624)	(686)
其他经营净收入/费用	1,148	(88)	(362)	0	0
经营利润	(257)	(933)	(1,071)	(293)	235
财务成本净额	33	85	65	15	1
其他非经营净收入/费用	(23)	4	0	0	0
税前利润	(247)	(844)	(1,006)	(278)	236
净利润	(247)	(844)	(1,006)	(278)	236
作每股收益计算的净利润	(247)	(844)	(1,006)	(278)	236

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	491	523	98	427	552
应收账款及票据	5	50	306	494	631
存货	12	19	28	54	88
其他流动资产	2,907	1,916	916	174	174
总流动资产	3,414	2,508	1,347	1,150	1,445
物业、厂房及设备	537	601	691	772	823
无形资产	2,378	2,524	2,473	2,424	2,375
其他长期资产	285	141	141	141	141
总长期资产	3,201	3,265	3,305	3,336	3,339
总资产	6,615	5,773	4,652	4,486	4,784
应付账款	426	259	70	109	133
其他短期负债	444	41	41	41	41
总流动负债	870	300	112	150	174
其他长期负债	90	504	504	504	504
总长期负债	90	504	504	504	504
总负债	960	804	616	654	678
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,654	4,968	4,036	3,832	4,106
股东权益	5,654	4,969	4,036	3,832	4,106
总权益	5,654	4,969	4,036	3,832	4,106

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(247)	(844)	(1,006)	(278)	236
折旧及摊销	43	77	111	119	126
营运资本变动	(30)	(81)	(453)	(177)	(147)
利息调整	(4)	(75)	0	0	0
其他经营活动现金流	(918)	154	73	73	38
经营活动现金流	(1,156)	(769)	(1,275)	(262)	253
资本开支	(433)	(266)	(150)	(150)	(128)
其他投资活动现金流	(595)	1,018	1,000	742	0
投资活动现金流	(1,028)	753	850	592	(128)
负债净变动	0	452	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(25)	(441)	0	0	0
融资活动现金流	(25)	10	0	0	0
汇率收益/损失	60	39	0	0	0
年初现金	2,640	491	523	98	427
年末现金	491	523	98	427	552

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.831)	(2.796)	(3.104)	(0.857)	0.729
全面摊薄每股收益	(0.831)	(2.796)	(3.104)	(0.857)	0.729
每股账面值	18.998	16.452	12.458	11.827	12.673
利润率分析(%)					
毛利率	63.7	72.7	77.0	78.0	79.0
EBITDA利润率	(1,673.1)	(679.7)	(129.1)	(11.6)	14.1
EBIT利润率	(2,007.5)	(740.7)	(144.0)	(19.5)	9.2
净利率	(1,933.0)	(670.6)	(135.2)	(18.5)	9.2
盈利能力(%)					
ROA	(3.7)	(14.6)	(21.6)	(6.2)	4.9
ROE	(4.4)	(17.0)	(24.9)	(7.2)	5.7
ROIC	(4.4)	(17.0)	(24.9)	(7.2)	5.7
其他					
流动比率	3.9	8.4	12.1	7.7	8.3
存货周转天数	914.4	200.9	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	148.8	144.5	150.0	120.0	90.0
应付账款周转天数	33,444.6	2,745.0	150.0	120.0	90.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。