

|    |                 |                  |                |
|----|-----------------|------------------|----------------|
| 医药 | 收盘价<br>港元 46.40 | 目标价<br>港元 56.20个 | 潜在涨幅<br>+21.1% |
|----|-----------------|------------------|----------------|

2024年12月4日

## 云顶新耀 (1952 HK)

### 耐赋康成功纳入医保、EVER001 膜性肾病初步数据优异，上调目标价

⊕ **可逆 BTK 抑制剂 EVER001：聚焦潜在蓝海领域，取得积极阶段性临床结果。**截至9月13日，试验数据显示，在已完成36周治疗的低剂量组患者中，81.8% (9/11) 的患者实现临床缓解，高剂量组中已完成24周治疗的患者已有85.7% (6/7) 实现临床缓解。除低剂量组的1例患者外，其他所有低剂量组和高剂量组患者分别在完成36周和24周治疗都实现了免疫学完全缓解，且未观察到任何严重的肝毒性。在肾病领域，膜性肾病的发病率仅次于IgA肾病，且呈现明显上升趋势。目前中国、美国、欧洲、日本分别有200万、8-10万、约8万、约4万名存量患者。值得一提的是，当前市场上尚无药物获得该适应症的批准，这使得EVER001在该领域具备巨大的市场潜力。作为共价可逆的BTK抑制剂，EVER001与共价不可逆的抑制剂相比优势显著，包括：高效性、高选择性、更少的脱靶毒性、口服剂型的便利性。这些特点使得EVER001有望成为同类最佳产品。

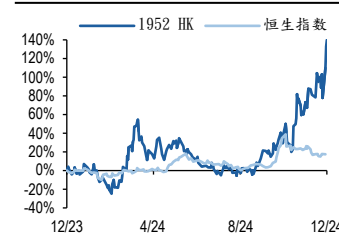
⊕ **耐赋康：成功进入2024医保目录，以价换量可期。**11月，耐赋康首次参加医保谈判，并成功纳入国家医保目录，成为目录内唯一一款IgA肾病适应症药物。我们认为，耐赋康首次医保谈判的成功，证明了其巨大的临床价值，同时也奠定了耐赋康在IgA肾病领域显著的先发优势。我们预计该药物未来有望快速实现以价换量，驱动可观的销售放量。**我们预计成功纳入医保目录将显著提升耐赋康销售放量的确定性，上调2025-26年产品销售预测至12.2亿/18.3亿元（人民币，下同），上调峰值销售预测值至54亿元。**耐赋康的销售放量将是明年公司股价上涨的最重要催化剂之一。

⊕ **上调目标价：**基于更乐观的耐赋康销售预测，我们将公司2025-26年收入预测上调15-17%至17.7亿/29.5亿元，上调净利润至-1.5亿/4.1亿元。基于DCF估值模型，我们上调公司目标价至56.2港元，对应21%潜在股价升幅，维持买入评级。

#### 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)   | 46.40     |
| 52周低位 (港元)   | 14.54     |
| 市值 (百万港元)    | 15,121.76 |
| 日均成交量 (百万)   | 9.07      |
| 年初至今变化 (%)   | 122.01    |
| 200天平均价 (港元) | 24.83     |

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

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

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 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     | 744     | 0.0%   | 1,765 | 1,504 | 17.4%  | 2,951 | 2,559 | 15.3%  |
| 毛利润   | 573     | 573     | 0.0%   | 1,377 | 1,173 | 17.4%  | 2,331 | 2,022 | 15.3%  |
| 毛利率   | 77.0%   | 77.0%   | 0.0ppt | 78.0% | 78.0% | 0.0ppt | 79.0% | 79.0% | 0.0ppt |
| 归母净利润 | (1,006) | (1,006) | NA     | (150) | (278) | NA     | 409   | 201   | 103.9% |
| 净利率   | NA      | NA      | NA     | NA    | NA    | NA     | 13.9% | 7.8%  | 6.0ppt |

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

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            | 1,765  | 2,951 | 4,069 | 5,312 | 6,558 | 7,583 | 8,503 | 9,344 | 9,293 | 9,811 | 9,992 |
| EBIT          | (165)  | 480   | 981   | 1,510 | 2,072 | 2,606 | 2,976 | 3,317 | 3,299 | 3,483 | 3,547 |
| EBIT * (1-t)  | (165)  | 480   | 834   | 1,283 | 1,761 | 2,215 | 2,530 | 2,820 | 2,804 | 2,960 | 3,015 |
| 加：折旧摊销        | 119    | 128   | 134   | 137   | 143   | 152   | 163   | 176   | 190   | 202   | 214   |
| 减：营运资金增加/（减少） | (253)  | (160) | (215) | (272) | (273) | (225) | (225) | (238) | (243) | (239) | (262) |
| 减：资本开支        | (177)  | (148) | (122) | (159) | (197) | (227) | (255) | (280) | (279) | (294) | (300) |
| 自由现金流         | (476)  | 300   | 631   | 988   | 1,434 | 1,914 | 2,212 | 2,477 | 2,472 | 2,629 | 2,668 |
| 永续增长率         | 2%     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 自由现金流现值       | 7,299  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 终值现值          | 9,270  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 企业价值          | 16,569 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 净现金           | 81     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益        | -      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 股权价值（百万人民币）   | 16,650 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 股权价值（百万港元）    | 18,315 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 股份数量（百万）      | 326    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 每股价值（港元）      | 56.20  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

| 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: 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<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业      |
|-----------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|----------|
| 1952 HK   | 云顶新耀   | 买入 | 46.40         | 56.20         | 21.1%  | 2024 年 12 月 04 日 | 生物科技     |
| 6160 HK   | 百济神州   | 买入 | 123.10        | 159.00        | 29.2%  | 2024 年 11 月 14 日 | 生物科技     |
| 9926 HK   | 康方生物   | 买入 | 66.50         | 87.00         | 30.8%  | 2024 年 10 月 02 日 | 生物科技     |
| 1801 HK   | 信达生物   | 买入 | 37.55         | 60.00         | 59.8%  | 2024 年 08 月 29 日 | 生物科技     |
| 2162 HK   | 康诺亚    | 买入 | 42.00         | 66.00         | 57.1%  | 2024 年 08 月 28 日 | 生物科技     |
| 9995 HK   | 荣昌生物   | 买入 | 17.46         | 24.00         | 37.5%  | 2024 年 08 月 19 日 | 生物科技     |
| 1548 HK   | 金斯瑞生物  | 买入 | 11.00         | 28.75         | 161.4% | 2024 年 08 月 12 日 | 生物科技     |
| LEGN US   | 传奇生物   | 买入 | 43.68         | 76.00         | 74.0%  | 2024 年 08 月 12 日 | 生物科技     |
| 13 HK     | 和黄医药   | 买入 | 26.85         | 40.40         | 50.5%  | 2024 年 08 月 01 日 | 生物科技     |
| 6996 HK   | 德琪医药   | 买入 | 0.66          | 4.40          | 567.3% | 2023 年 08 月 28 日 | 生物科技     |
| 9966 HK   | 康宁杰瑞制药 | 中性 | 3.76          | 5.00          | 33.1%  | 2024 年 11 月 26 日 | 生物科技     |
| 2268 HK   | 药明合联   | 买入 | 28.00         | 44.00         | 57.1%  | 2024 年 08 月 21 日 | 医药研发服务外包 |
| 2269 HK   | 药明生物   | 中性 | 16.82         | 12.30         | -26.9% | 2024 年 08 月 22 日 | 医药研发服务外包 |
| 6078 HK   | 海吉亚医疗  | 买入 | 15.54         | 24.50         | 57.7%  | 2024 年 09 月 02 日 | 医疗服务     |
| AZN US    | 阿斯利康   | 买入 | 68.05         | 93.30         | 37.1%  | 2024 年 07 月 18 日 | 跨国处方药企   |
| BMY US    | 百时美施贵宝 | 沽出 | 58.69         | 33.10         | -43.6% | 2024 年 07 月 18 日 | 跨国处方药企   |
| 3692 HK   | 翰森制药   | 买入 | 19.02         | 24.00         | 26.2%  | 2024 年 12 月 02 日 | 制药       |
| 002422 CH | 科伦药业   | 买入 | 33.92         | 42.50         | 25.3%  | 2024 年 08 月 30 日 | 制药       |
| 2096 HK   | 先声药业   | 买入 | 7.38          | 10.00         | 35.5%  | 2024 年 08 月 23 日 | 制药       |
| 1177 HK   | 中国生物制药 | 买入 | 3.32          | 4.80          | 44.7%  | 2024 年 07 月 11 日 | 制药       |
| 600867 CH | 通化东宝   | 买入 | 8.33          | 14.00         | 68.1%  | 2024 年 04 月 01 日 | 制药       |
| 1093 HK   | 石药集团   | 中性 | 4.99          | 5.80          | 16.2%  | 2024 年 11 月 18 日 | 制药       |
| 600276 CH | 恒瑞医药   | 中性 | 49.40         | 45.00         | -8.9%  | 2024 年 10 月 28 日 | 制药       |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 12 月 4 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     | 1,765 | 2,951   |
| 主营业务成本       | (5)   | (34)  | (171)   | (388) | (620)   |
| 毛利           | 8     | 92    | 573     | 1,377 | 2,331   |
| 销售及管理费用      | (603) | (397) | (714)   | (918) | (1,166) |
| 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) | (165) | 480     |
| 财务成本净额       | 33    | 85    | 65      | 15    | 2       |
| 其他非经营净收入/费用  | (23)  | 4     | 0       | 0     | 0       |
| 税前利润         | (247) | (844) | (1,006) | (150) | 481     |
| 净利润          | (247) | (844) | (1,006) | (150) | 481     |
| 作每股收益计算的净利润  | (247) | (844) | (1,006) | (150) | 481     |

| 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   | 898   | 511   | 814   |
| 应收账款及票据        | 5     | 50    | 306   | 580   | 728   |
| 存货             | 12    | 19    | 28    | 64    | 102   |
| 其他流动资产         | 2,907 | 1,916 | 116   | 116   | 116   |
| 总流动资产          | 3,414 | 2,508 | 1,347 | 1,270 | 1,759 |
| 物业、厂房及设备       | 537   | 601   | 691   | 798   | 866   |
| 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 | 3,363 | 3,382 |
| 总资产            | 6,615 | 5,773 | 4,652 | 4,633 | 5,141 |
| 应付账款           | 426   | 259   | 70    | 128   | 153   |
| 其他短期负债         | 444   | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 总流动负债          | 870   | 300   | 112   | 169   | 194   |
| 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   | 673   | 698   |
| 股本             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 储备及其他资本项目      | 5,654 | 4,968 | 4,036 | 3,960 | 4,442 |
| 股东权益           | 5,654 | 4,969 | 4,036 | 3,960 | 4,443 |
| 总权益            | 5,654 | 4,969 | 4,036 | 3,960 | 4,443 |

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) | (150) | 481   |
| 折旧及摊销          | 43      | 77    | 111     | 119   | 128   |
| 营运资本变动         | (30)    | (81)  | (453)   | (253) | (160) |
| 利息调整           | (4)     | (75)  | 0       | 0     | 0     |
| 其他经营活动现金流      | (918)   | 154   | 73      | 73    | 1     |
| 经营活动现金流        | (1,156) | (769) | (1,275) | (211) | 451   |
| 资本开支           | (433)   | (266) | (150)   | (177) | (148) |
| 其他投资活动现金流      | (595)   | 1,018 | 1,800   | 0     | 0     |
| 投资活动现金流        | (1,028) | 753   | 1,650   | (177) | (148) |
| 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     | 898   | 511   |
| 年末现金           | 491     | 523   | 898     | 511   | 814   |

| 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) | (0.462) | 1.485  |
| 全面摊薄每股收益  | (0.831)   | (2.796) | (3.104) | (0.462) | 1.485  |
| 每股账面值     | 18.998    | 16.452  | 12.458  | 12.223  | 13.712 |
| 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) | (2.6)   | 20.6   |
| EBIT利润率   | (2,007.5) | (740.7) | (144.0) | (9.3)   | 16.2   |
| 净利率       | (1,933.0) | (670.6) | (135.2) | (8.5)   | 16.3   |
| 盈利能力(%)   |           |         |         |         |        |
| ROA       | (3.7)     | (14.6)  | (21.6)  | (3.2)   | 9.4    |
| ROE       | (4.4)     | (17.0)  | (24.9)  | (3.8)   | 10.8   |
| ROIC      | (4.4)     | (17.0)  | (24.9)  | (3.8)   | 10.8   |
| 其他        |           |         |         |         |        |
| 流动比率      | 3.9       | 8.4     | 12.1    | 7.5     | 9.1    |
| 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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、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有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线及多点数智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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。