

医药	收盘价 港元 62.10	目标价 港元 72.50	潜在涨幅 +16.8%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 4 日

云顶新耀 (1952 HK)

战略投资天境生物，管线、临床能力、资源配置等多方位协同可期

④ **参与天境生物增发，成为其第一大股东：**公司参与天境生物（IMAB US/未评级）增发，以每 ADS 1.95 美元的对价认购总代价约为 3,090 万美元的新股，其余参与增发的知名投资机构包括 Janus Henderson、Adage Capital 等。交易完成后，包括此前持有的 3.2% 股份，公司将持有天境生物扩大后股本的 16.1%，成为后者的单一最大股东。通过此次战略投资，公司有机会利用天境差异化的 4-1BB 平台、双抗管线及海外临床转化能力，与其现有的 mRNA 肿瘤疫苗布局形成协同。同时，双方在中美临床资源和业务拓展能力得以整合，有利于加速公司的全球化战略布局、最大化现有资产的全球价值。本次投资将计入公司非流动资产项下的“投资”科目，变动将反映在其他综合收益中。

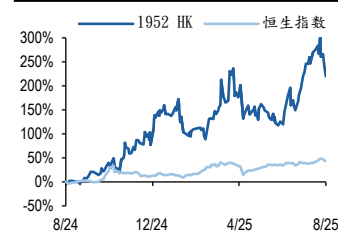
④ **目标公司重点资产临床数据可期：**天境生物拥有差异化肿瘤靶向/免疫疗法管线，亮点包括：**1）Givastomig**（Claudin 18.2/4-1BB 双抗）联合 O 药和化疗正用于一线胃癌治疗的探索，在美国 Ib 期研究的剂量递增阶段（N=17），该组合取得 71% 的 ORR 和 73% 的 6 个月 PFS 率，其中纳入剂量扩展研究的 8 & 12mg/kg 剂量组中分别达到 83% 和 82%（图表 1）。联用方案整体安全性良好，剂量递增阶段未观察到剂量限制性毒性、irAE 和 ≥3 级 TRAE 发生情况可控。相较当前一线胃癌标准疗法（ORR 40-50%、mPFS 8-11 个月），上述数据展现出明显的改善空间。**2）Ragistomig**（PD-L1/4-1BB 双抗）在分子设计上差异化，仅在肿瘤微环境中结合 PD-L1 并激活 4-1BB；I 期数据显示，ORR 和 DCR 优于同靶点竞品（图表 2）。

④ **维持买入评级，天境管线数据读出值得期待：**我们维持目标价 72.5 港元，对应 237 亿港元目标估值和 1.8 倍收入达峰时的市销率，维持**买入**评级。2H25-1H26 潜在催化剂/里程碑事件包括：**1）**基于 mRNA 平台自主开发的肿瘤相关抗原疫苗 EVM14 完成启动入组（3Q25）；**2）**自体生成 CAR-T 完成临床前概念验证并启动 IIT 研究（2H25）；**3）**Givastomig 联用方案剂量扩展阶段数据读出（1Q26），以及更完整的单药方案数据（2H25）；**4）**Ragistomig 完成单药 I 期研究（2026 年初）。

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)	77.55
52周低位 (港元)	18.50
市值 (百万港元)	20,217.28
日均成交量 (百万)	6.87
年初至今变化 (%)	28.31
200天平均价 (港元)	51.65

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

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	126	707	1,660	2,552	3,752
同比增长 (%)	884.5	461.2	134.9	53.7	47.1
净利润 (百万人民币)	(844)	(1,041)	(267)	239	743
每股盈利 (人民币)	(2.80)	(3.24)	(0.82)	0.74	2.29
同比增长 (%)	236.6	16.1	-74.6	-189.7	210.5
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	77.2	24.9
每股账面净值 (人民币)	16.45	12.69	12.03	13.05	15.62
市账率 (倍)	3.47	4.49	4.74	4.37	3.65

资料来源: 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：Givastomig+纳武利尤单抗+mFOLFOX 在不同 PD-L1 及 CLDN 18.2 表达水平患者中表现

指标	所有递增队列 (n=17)	扩展队列 (8 & 12 mg/kg) (n=12)
6 个月 PFS : %	73	82
ORR : % (n)	71 (12/17)	83 (10/12)
ORR (按不同 PD-L1 表达水平) : % (n)		
≥5	82 (9/11)	89 (8/9)
<5	50 (3/6)	67 (2/3)
≥1	73 (11/15)	82 (9/11)
<1	50 (1/2)	100 (1/1)
ORR (按不同 CLDN18.2 表达水平) : % (n)		
≥75	67 (8/12)	78 (7/9)
<75	80 (4/5)	100 (3/3)
ORR : % (n)	PD-L1≥5	PD-L1<5
CLDN18.2≥75	80 (8/10)	0 (0/2)
CLDN18.2<75	100 (1/1)	75 (3/4)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：Ragistomig 与 Acasunlimab 1 期临床结果对比

	Ragistomig (ABL503)	Acasunlimab (GEN1046)
临床研究阶段	1 期 (NCT04762641)	1 期 (NCT03917381)
治疗方案	单药治疗 0.7mg-10mg/kg, 每 2 周一次	单药治疗 25-1200mg, 每 3 周一次
适应症	晚期或难治性实体瘤	晚期或难治性实体瘤
可评估疗效患者人数	26 例 (3mg/kg 和 5mg/kg 汇总)	61 例 (25-1200mg) 30 例 (80-200mg)
客观缓解率 ORR	26.9% (7/26)	6.6% (4/61) 13.3% (4/30, 80-200 mg)
疾病控制率 DCR (CR+PR+SD)	69.2% (18/26)	65.6% (40/61)
安全性	3 级 AST/ALT 升高: 24.5% (13/53)	3 级 AST/ALT 升高: 10%

资料来源：Ragistomig poster ASCO 2024，Cancer Discovery 2022，公司资料，交银国际

图表 3：云顶新耀 (1952 HK) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：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
1530 HK	三生制药	买入	30.20	33.00	9.3%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	156.30	140.00	-10.4%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	62.10	72.50	16.8%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	93.00	84.00	-9.7%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	58.65	66.00	12.5%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	405.20	400.00	-1.3%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	39.07	65.00	66.4%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	61.55	57.00	-7.4%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.78	6.60	38.1%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	177.00	208.80	18.0%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	27.30	44.00	61.2%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.60	28.75	73.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.43	5.00	-46.9%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	55.50	51.00	-8.1%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.35	25.00	-20.2%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	17.06	18.00	5.5%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	73.95	93.30	26.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	44.23	33.10	-25.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	7.32	8.00	9.3%	2025 年 07 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	34.90	33.00	-5.4%	2025 年 06 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.50	14.30	14.4%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.39	14.00	66.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	37.17	40.20	8.1%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.89	7.20	-27.2%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	61.31	51.00	-16.8%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.34	3.75	12.4%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	36.35	42.00	15.5%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 1 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	126	707	1,660	2,552	3,752
主营业务成本	(34)	(180)	(448)	(638)	(900)
毛利	92	527	1,212	1,914	2,852
销售及管理费用	(397)	(758)	(1,029)	(1,110)	(1,407)
研发费用	(540)	(528)	(502)	(552)	(607)
其他经营净收入/费用	(88)	(358)	0	0	0
经营利润	(933)	(1,117)	(319)	252	838
财务成本净额	85	73	52	30	37
其他非经营净收入/费用	4	3	0	0	0
税前利润	(844)	(1,041)	(267)	282	874
税费	0	0	0	(42)	(131)
净利润	(844)	(1,041)	(267)	239	743
作每股收益计算的净利润	(844)	(1,041)	(267)	239	743

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	523	884	238	439	1,023
应收账款及票据	50	364	546	629	822
存货	19	14	74	105	148
其他流动资产	1,916	754	754	754	754
总流动资产	2,508	2,016	1,611	1,927	2,747
物业、厂房及设备	601	576	693	762	809
无形资产	2,524	2,254	2,209	2,165	2,122
其他长期资产	141	113	113	113	113
总长期资产	3,265	2,943	3,015	3,039	3,044
总资产	5,773	4,959	4,626	4,966	5,791
应付账款	259	305	147	157	148
其他短期负债	70	489	489	489	489
总流动负债	329	794	636	646	637
其他长期负债	475	93	93	93	93
总长期负债	475	93	93	93	93
总负债	804	886	729	739	730
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,968	4,073	3,897	4,227	5,062
股东权益	4,969	4,073	3,897	4,228	5,062
总权益	4,969	4,073	3,897	4,228	5,062

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(844)	(1,041)	(267)	282	874
折旧及摊销	77	134	94	103	108
营运资本变动	(81)	(171)	(399)	(105)	(246)
利息调整	(75)	(31)	0	0	0
其他经营活动现金流	154	430	91	49	(40)
经营活动现金流	(769)	(680)	(481)	329	697
资本开支	(266)	(204)	(166)	(128)	(113)
其他投资活动现金流	1,018	1,179	0	0	0
投资活动现金流	753	974	(166)	(128)	(113)
负债净变动	452	48	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(441)	(10)	0	0	0
融资活动现金流	10	38	0	0	0
汇率收益/损失	39	29	0	0	0
年初现金	491	523	884	238	439
年末现金	523	884	238	439	1,023

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(2.796)	(3.245)	(0.824)	0.739	2.294
全面摊薄每股收益	(2.796)	(3.245)	(0.824)	0.739	2.294
每股账面值	16.452	12.691	12.028	13.048	15.623
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	74.6	73.0	75.0	76.0
EBITDA利润率	(679.7)	(139.2)	(13.5)	13.9	25.2
EBIT利润率	(740.7)	(158.1)	(19.2)	9.9	22.3
净利率	(670.6)	(147.4)	(16.1)	9.4	19.8
盈利能力(%)					
ROA	(14.6)	(21.0)	(5.8)	4.8	12.8
ROE	(17.0)	(25.6)	(6.8)	5.7	14.7
ROIC	(17.0)	(25.6)	(6.8)	5.7	14.7
其他					
流动比率	7.6	2.5	2.5	3.0	4.3
存货周转天数	200.9	28.6	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	144.5	187.8	120.0	90.0	80.0
应付账款周转天数	2,745.0	618.3	120.0	90.0	60.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技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。