

医药	收盘价 港元 63.55	目标价 港元 84.00个	潜在涨幅 +32.2%	2025年9月1日
----	-----------------	------------------	----------------	-----------

云顶新耀 (1952 HK)

产能释放促耐赋康销售超预期，自研逐步进入收获期；上调目标价

在产能限制解决后，耐赋康8月快速放量，8M25销售超我们和市场的预期，管理层相应上调销售指引，体现对产品临床数据和商业化能力的强大信心。早研管线开始读出优异初步数据，后续BD机会有望超市场预期并催化股价。我们看好公司大单品商业化+自研平台双轮驱动长期高成长，上调目标价。

⊕ **耐赋康产能释放后快速增长，全年指引上调：**1H25公司收入同比增长48%至4.46亿元（人民币，下同），其中依嘉和耐赋康销售分别增长6%/81%至1.43亿/3.03亿元。耐赋康销售在年中受产能限制影响，待8月初扩产申请获批后恢复放量节奏，当月发货销售达到5.22亿元（即1-8月总销售额8.25亿元），其中终端纯销2亿元左右；依嘉稳健放量，明年将参加医保谈判。耐赋康医保谈判降价对毛利率或造成一定短期冲击，SG&A费用率基本持平，但随着后期管线相继完成临床试验，研发费用率有望显著下降，1H25净亏损大幅收窄61%至2.5亿元。基于强劲的耐赋康销售和费用率表现，管理层调高业绩指引：1）耐赋康全年销售额将达到12-14亿元，全年总产品销售达到16-18亿元，2026年耐赋康有望再翻倍至24-26亿元；2）2H25公司有望实现经营层面盈亏平衡（此前预计4Q25）。

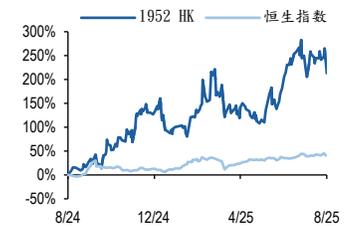
⊕ **管线矩阵丰富，重磅品种商业化雄心初显：**公司第三款商业化产品艾曲莫德有望于1H26获批用于溃疡性结肠炎，该疾病患者基数巨大（目前潜在患者约80万，到2031年将达到150万）、疗效优于现有竞品，管理层预计50亿元的销售峰值。自研管线中，**共价可逆BTK EVER001和mRNA/自体生成CAR-T平台有BD出海机会**，其中EVER001针对多种治疗手段有限的自免肾病，管理层预计近期将启动全球III期的监管沟通工作、全球销售峰值有望超100亿元，短期内可重点关注Ib/IIa期的52周数据读出、以及mRNA个性化肿瘤疫苗的IIT研究数据（4Q25）。

⊕ **上调目标价：**基于耐赋康强劲销售表现，我们上调2026-27年收入预测16-18%，同时对经营费用率有更乐观的预测。我们将DCF模型起始预测年份滚动至2026年，上调目标价至84港元（原72.5港元），对应2.1倍收入达峰时市销率。2H25-2026年催化剂丰富，包括艾曲莫德在中国获批、商业化和医保谈判及自研管线BD合作机会，当前估值仍吸引，维持**买入**。

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)	20.70
市值 (百万港元)	22,164.33
日均成交量 (百万)	15.92
年初至今变化 (%)	31.30
200天平均价 (港元)	55.77

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	2025E			2026E			2027E		
	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	1,611	1,660	-3.0%	2,951	2,552	15.7%	4,408	3,752	17.5%
毛利润	1,128	1,212	-7.0%	2,155	1,914	12.6%	3,284	2,852	15.2%
毛利率	70.0%	73.0%	-3.0ppts	73.0%	75.0%	-2.0ppts	74.5%	76.0%	-1.5ppts
归母净利润	(160)	(267)	NA	325	239	35.7%	909	743	22.4%
净利率	NA	NA	NA	11.0%	9.4%	1.6ppts	20.6%	19.8%	0.8ppts

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>

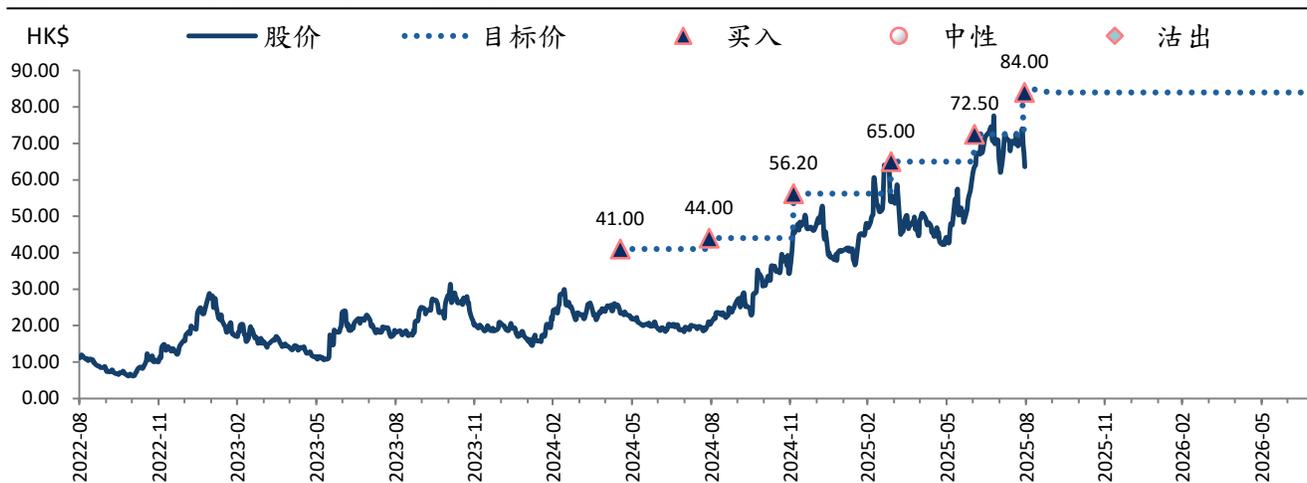
图表 1: 云顶新耀：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	1,611	2,951	4,408	5,624	6,903	8,227	9,152	10,017	10,757	11,455	11,913
EBIT	(212)	348	1,030	1,669	2,311	3,020	3,469	3,917	4,325	4,674	4,909
EBIT * (1-t)	(212)	348	875	1,418	1,965	2,567	2,949	3,330	3,676	3,973	4,173
加：折旧摊销	94	103	109	114	122	132	144	158	172	188	203
减：营运资金增加/ (减少)	(377)	(212)	(304)	(266)	(280)	(290)	(228)	(247)	(227)	(257)	(254)
减：资本开支	(161)	(148)	(132)	(169)	(207)	(247)	(275)	(301)	(323)	(344)	(357)
自由现金流	(656)	91	549	1,098	1,599	2,161	2,590	2,940	3,299	3,560	3,765
永续增长率	2%										
自由现金流现值	9,988										
终值现值	14,611										
企业价值	24,599										
净现金	475										
少数股东权益	-										
股权价值 (百万人民币)	25,074										
股权价值 (百万港元)	27,582										
股份数量 (百万)	328										
每股价值 (港元)	84.00										

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

2025 年 9 月 1 日

云顶新耀 (1952 HK)

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	63.55	84.00	32.2%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	96.85	105.00	8.4%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	69.15	78.00	12.8%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	155.70	183.00	17.5%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.37	8.80	38.1%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	98.15	103.00	4.9%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	454.20	507.00	11.6%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.37	74.00	115.3%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.70	37.60	58.6%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	184.20	225.00	22.2%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	29.16	33.00	13.2%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.26	5.00	-46.0%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	56.60	70.00	23.7%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.20	28.75	67.2%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	33.20	34.00	2.4%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.96	18.00	20.3%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.99	93.30	16.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	46.88	33.10	-29.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	14.12	16.40	16.2%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	36.02	48.00	33.3%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	8.11	9.10	12.2%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.41	14.00	66.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.07	9.30	-7.7%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	76.20	70.40	-7.6%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.46	40.20	10.2%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	32.50	42.00	29.2%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.88	3.30	14.6%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 8 月 28 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	1,611	2,951	4,408
主营业务成本	(34)	(180)	(483)	(797)	(1,124)
毛利	92	527	1,128	2,155	3,284
销售及管理费用	(397)	(758)	(934)	(1,284)	(1,653)
研发费用	(540)	(528)	(475)	(523)	(601)
其他经营净收入/费用	(88)	(358)	70	0	0
经营利润	(933)	(1,117)	(212)	348	1,030
财务成本净额	85	73	52	34	40
其他非经营净收入/费用	4	3	0	0	0
税前利润	(844)	(1,041)	(160)	382	1,070
税费	0	0	0	(57)	(160)
净利润	(844)	(1,041)	(160)	325	909
作每股收益计算的净利润	(844)	(1,041)	(160)	325	909

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	372	531	1,205
应收账款及票据	50	364	530	728	966
存货	19	14	79	131	185
其他流动资产	1,916	754	754	754	754
总流动资产	2,508	2,016	1,734	2,143	3,109
物业、厂房及设备	601	576	688	777	843
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	3,010	3,055	3,078
总资产	5,773	4,959	4,745	5,198	6,187
应付账款	259	305	159	196	185
其他短期负债	70	489	489	489	489
总流动负债	329	794	648	685	674
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	740	778	766
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,968	4,073	4,004	4,420	5,420
股东权益	4,969	4,073	4,004	4,420	5,421
总权益	4,969	4,073	4,004	4,420	5,421

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)	(160)	382	1,070
折旧及摊销	77	134	94	103	109
营运资本变动	(81)	(171)	(377)	(212)	(304)
利息调整	(75)	(31)	0	0	0
其他经营活动现金流	154	430	91	34	(69)
经营活动现金流	(769)	(680)	(351)	307	806
资本开支	(266)	(204)	(161)	(148)	(132)
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	(161)	(148)	(132)
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	372	531
年末现金	523	884	372	531	1,205

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)	(0.493)	1.003	2.807
全面摊薄每股收益	(2.796)	(3.245)	(0.493)	1.003	2.807
每股账面值	16.452	12.691	12.359	13.643	16.731
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	74.6	70.0	73.0	74.5
EBITDA利润率	(679.7)	(139.2)	(7.3)	15.3	25.8
EBIT利润率	(740.7)	(158.1)	(13.1)	11.8	23.4
净利率	(670.6)	(147.4)	(9.9)	11.0	20.6
盈利能力(%)					
ROA	(14.6)	(21.0)	(3.4)	6.3	14.7
ROE	(17.0)	(25.6)	(4.0)	7.4	16.8
ROIC	(17.0)	(25.6)	(4.0)	7.4	16.8
其他					
流动比率	7.6	2.5	2.7	3.1	4.6
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、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、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、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份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。