

2025 年 08 月 29 日

证券研究报告•2025 半年报点评

云顶新耀 (1952.HK) 医疗保健

当前价: 63.55 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，全年收入指引提升至 16-18 亿元

投资要点

- **事件:** 云顶新耀 2025 年上半年收入 4.46 亿元，全年收入指引上调至 16-18 亿元，截至 6 月底，现金储备充裕，达人民币 16 亿元。业绩符合预期。
- **耐赋康 2025 年销售额攀升，收入指引上调至 12 至 14 亿元。**耐赋康®今年上半年销售收入达人民币 3.03 亿元，同比增长 81%。在扩产补充申请获批后，供应能力进一步提升，耐赋康®1-8 月销售收入已达人民币 8.25 亿元，恢复正常供应后，8 月单月销售收入达人民币 5.20 亿元，预计全年销售额将达人民币 12-14 亿元，并将在 2026 年继续保持高速增长，预计将达人民币 24-26 亿元。
- **EVER001 将于 9 月披露 1b/2a 期临床试验的一年随访数据。**EVER001 (希布替尼) 是新一代创新性的共价可逆 BTK 抑制剂，潜在用于治疗包括原发性膜性肾病、IgA 肾病、微小病变性肾病、局灶节段性肾小球硬化和狼疮性肾炎等肾脏疾病在内的自身免疫性肾病。2025 年 7 月，云顶新耀宣布正在进行中的 EVER001 的 1b/2a 期临床试验最新阶段性数据取得积极结果，相对于基线，抗-PLA2R 自身抗体最小二乘法 (LS) 几何平均值在 12 周时低剂量组和高剂量组分别下降 62.1%和 87.3%，在 24 周时两组降幅均增至 93%以上，并维持到第 52 周。24 周时，76.9%的低剂量组和 88.2%的高剂量组患者已达到免疫学完全缓解。24 小时蛋白尿 LS 几何平均值，在 24 周时低剂量组和高剂量组分别下降 57.0%和 67.6%，36 周时降幅分别增至 76.7%和 80.6%，并维持到第 52 周。云顶新耀预计在 9 月公布 EVER001 1b/2a 期临床试验的一年随访数据。
- **mRNA 平台发展日趋成熟，自体生成 CAR-T 平台展现出用于肿瘤和自身免疫疾病的潜力。**首款新型 mRNA 个性化肿瘤治疗性疫苗 EVM16 于 2025 年 3 月北京大学肿瘤医院顺利完成首例患者给药。2025 年 3 月，EVM14 的美国 IND 申请获 FDA 批准，预计将于 2025 年下半年在美国完成 EVM14 项目首例患者入组。2025 年 7 月，中国 IND 申请获 CDE 受理。免疫调节肿瘤疫苗 EVM15 的临床前研究正在进行中，预计 2025 年内取得临床前概念验证。自体生成 CAR-T 平台也已在人源化小鼠与非人灵长类 (猴) 模型中验证有效，相较传统 CAR-T 疗法具备现货型、无需淋巴耗竭、剂量可控等优势，展现了开发用于肿瘤及自身免疫疾病的潜力。
- **盈利预测:** 随着耐赋康、依嘉、伊曲莫德等产品的上市和放量，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 17.6、31.2 和 40.7 亿元。
- **风险提示:** 研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	706.68	1759.20	3118.58	4068.15
增长率	461.16%	148.94%	77.27%	30.45%
归属母公司净利润 (百万元)	-1041.38	-104.18	461.13	1020.23
增长率	-23.32%	90.00%	542.62%	121.24%
每股收益 EPS (元)	-2.97	-0.30	1.31	2.91
PE	-20.67	-206.64	46.69	21.10

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	11.44-33.15
3 个月平均成交量(百万)	1.24
流通股数(亿)	2.90
市值(亿)	70.86

相关研究

1. 云顶新耀 (1952.HK): 商业化拐点, 耐赋康销售峰值剑指 50 亿元 (2025-06-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着耐赋康于 2024 年底纳入国家医保目录，假设 2025、2026 和 2027 年市占率分别为 6.1%、11.1%和 14.6%，对应 2025-2027 年收入分别为 13.5、25.9 和 32.3 亿元。

假设 2：依嘉 2024 年收入 3.53 亿元，假设 2025-2027 年以 15%的增速稳定增长，2025-2027 年收入分别为 4.1、4.7 和 5.4 亿元。

假设 3：伊曲莫德于 2024 年末递交上市申请，有望于 2026 年获批上市，假设 2026-2027 年市占率为 0.5%和 4.5%，2026 年治疗费用为 16.7w/年，2027 年纳入医保后价格为 8.35 万/年，对应 2026-2027 年收入 0.6 和 3 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 17.6、31.2 和 40.7 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	7.07	17.6	31.2	40.7
耐赋康	3.53	13.5	25.9	32.3
依嘉	3.53	4.1	4.7	5.4
伊曲莫德			0.6	3

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	884.47	105.55	836.21	2537.04	营业额	706.68	1759.20	3118.58	4068.15
应收账款	363.57	722.96	1110.73	1114.56	销售成本	179.79	422.21	748.46	976.35
预付款项	11.12	27.68	49.06	64.00	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	研发及管理费用	508.07	703.68	1091.50	1220.44
存货	14.08	33.07	58.62	76.47	财务费用	778.11	721.27	810.83	854.31
其他流动资产	742.39	1759.20	1871.15	2034.07	其他经营损益	-73.02	16.22	6.65	-3.19
流动资产总计	2015.63	2648.45	3925.77	5826.15	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	576.10	521.95	467.79	413.64	营业利润	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	-686.28	-104.18	461.13	1020.23
无形资产	2328.34	1940.28	1552.23	1164.17	税前利润	-355.10	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	-1041.38	-104.18	461.13	1020.23
其他非流动资产	38.78	38.78	38.78	38.78	税后利润	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2943.21	2501.00	2058.79	1616.58	归属于非控制股东利润	-1041.38	-104.18	461.13	1020.23
资产总计	4958.85	5149.46	5984.56	7442.73	归属于母公司股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	46.11	108.29	191.97	250.42	EBITDA	-1041.38	-104.18	461.13	1020.23
其他流动负债	303.58	722.93	1270.34	1649.82	NOPLAT	-980.78	354.25	910.00	1459.25
流动负债合计	793.54	1088.33	1462.30	1900.24	EPS(元)	-759.30	-87.96	467.79	1017.04
长期借款	55.85	55.85	55.85	55.85					
其他非流动负债	36.66	36.66	36.66	36.66					
非流动负债合计	92.52	92.52	92.52	92.52	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	886.05	1180.85	1554.82	1992.75	成长能力				
股本	0.22	0.22	0.22	0.22	营收额增长率	461.16%	148.9%	77.27%	30.45%
储备	3984.29	3984.29	3984.29	3984.29	EBIT 增长率	-19.95%	92.11%	631.82%	117.41%
留存收益	88.29	-15.89	445.24	1465.47	EBITDA 增长率	-15.08%	136.1%	156.88%	60.36%
归属于母公司股东权益	4072.79	3968.61	4429.75	5449.98	税后利润增长率	-23.32%	90.00%	542.62%	121.24%
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
权益合计	4072.79	3968.61	4429.75	5449.98	毛利率	74.56%	76.00%	76.00%	76.00%
负债和权益合计	4958.85	5149.46	5984.56	7442.73	净利率	-147.36%	-5.92%	14.79%	25.08%
					ROE	-25.57%	-2.63%	10.41%	18.72%
					ROA	-21.00%	-2.02%	7.71%	13.71%
					ROIC	-15.48%	-2.36%	10.93%	26.51%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	-686.28	-104.18	461.13	1020.23	P/E	-20.67	-206.64	46.69	21.10
折旧与摊销	133.62	442.21	442.21	442.21	P/S	30.46	12.24	6.90	5.29
财务费用	-73.02	16.22	6.65	-3.19	P/B	5.29	5.42	4.86	3.95
其他经营资金	-53.83	-930.22	84.43	238.39	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-679.51	-575.97	994.43	1697.63	EV/EBIT	0.30	-3.71	-1.24	-2.19
投资性现金净流量	974.40	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.34	0.92	-0.64	-1.52
筹资性现金净流量	37.80	-202.95	-263.77	3.19	EV/NOPLAT	0.43	-3.71	-1.24	-2.19
现金流量净额	332.68	-778.92	730.66	1700.83					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn