

医药	收盘价 港元 40.38	目标价 港元 84.00	潜在涨幅 +108.0%
----	-----------------	-----------------	-----------------

2026年4月17日

## 云顶新耀 (1952 HK)

### 商业化能力和全球产品组合快速加码，2026-28 年收入高速增长路径清晰

⊕ **商业化能力持续验证，产品组合快速扩张：**2025 年公司收入同比+142%至 17 亿元（人民币，下同），其中：**1）耐赋康首个商业化完整年销售收入达 14.43 亿元，同比增幅超 300%，超额完成销售指标。**管理层预计，2026 年耐赋康销售代表人数及覆盖医院数量将进一步增加，2026 年销售额有望达到 24-26 亿元。此前公司诉耐赋康仿制药企侵权获法院诉前支持，裁定立即停止侵权及挂网，我们预计耐赋康仿制药风险整体可控，但年内仍需关注新专利布局及后续竞品审批上市情况。**2）依嘉销售收入 2.62 亿元，院内销售同比+44%，同时维适平已于 2026 年 2 月获批上市，预计两款产品今年将进行医保谈判、明年实现本地化供货。**公司预计，凭借庞大的患者群体（约 50 万在治患者）、深度黏膜愈合、安全性和给药便利性等方面的优势，维适平销售峰值有望达 50 亿元。全年各项费用率持续优化，归母净亏损同比收窄 71%至 2.98 亿元。未来三年，公司还将上市星必妥（心血管）、Gd-IgA1 检测试剂（IgAN）、乐瑞泊（PCSK9）、MT1013（肾科）等产品，叠加更多授权引进品种，心血管和肾科等核心领域布局有望持续深化，驱动收入保持高速增长。

⊕ **收购海森新加坡强化东南亚布局：**公司宣布拟以 2.5 亿美元（9.2 倍 2025 年 EBITDA）收购海森生物制药（新加坡）的全部股权。款项将分为三期支付：首期 1.5 亿美元于交割时支付，其中 60%以并购贷款覆盖；第二、三期各 5000 万美元，预计分别于 1Q28/1Q29 支付，将由海外业务经营性现金流覆盖。海森新加坡拥有 14 款成熟产品、覆盖 8 大亚太市场的 120 余人核心业务团队。我们认为，此次交易有望凭借营收贡献与成本协同、提升公司整体盈利，加速公司现有创新组合的医保覆盖和商业化进程。

⊕ **维持目标价：**基于强劲的指引和海森收购，我们上调公司 2026-27 年收入预测，但考虑 BD、研发等投入加大，下调 2027 年利润率预测。**2026 年催化剂包括：**EVM16（PCV）IIT Ia 期数据公布（AACR 年会部分数据及 4Q26 完整数据）、EVM18（in vivo CAR-T）启动多个 IIT 及全球 IND，以及 EVER001 等产品的潜在授权机会。维持**买入**评级和 84 港元目标价。

#### 财务数据一览

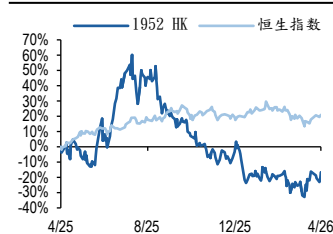
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	707	1,707	3,217	4,760	6,194
同比增长(%)	461.2	141.5	88.5	48.0	30.1
净利润(百万人民币)	(1,041)	(259)	361	919	1,585
每股盈利(人民币)	(3.24)	(0.77)	1.02	2.60	4.48
同比增长(%)	16.1	-76.3	-232.7	154.9	72.4
前EPS预测值(人民币)			1.00	2.81	
调整幅度(%)			1.7	-7.4	
市盈率(倍)	ns	ns	34.4	13.5	7.8
每股账面净值(人民币)	12.69	15.76	16.39	19.37	24.22
市账率(倍)	2.77	2.23	2.14	1.81	1.45

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 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)	32.54
市值(百万港元)	14,187.11
日均成交量(百万)	4.71
年初至今变化(%)	9.19
200天平均价(港元)	42.85

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

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 云顶新耀：财务预测变动

人民币百万	2026E			2027E			2028E		
	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	3,217	2,951	9.0%	4,760	4,408	8.0%	6,194	-	-
毛利润	2,284	2,155	6.0%	3,451	3,284	5.1%	4,584	-	-
毛利率	71.0%	73.0%	-2.0ppts	72.5%	74.5%	-2.0ppts	74.0%	-	-
归母净利润(亏损)	361	325	11.0%	919	909	1.1%	1,585	-	-
净利率	11.2%	11.0%	0.2ppts	19.3%	20.6%	-1.3ppts	25.6%	-	-

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 云顶新耀：DCF 估值模型

人民币，百万	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	3,217	4,760	6,194	8,178	9,499	10,315	10,790	11,276	11,612	12,178
EBIT	278	931	1,701	2,750	3,487	3,910	4,220	4,534	4,739	5,018
EBIT*(1-t)	278	792	1,446	2,338	2,964	3,324	3,587	3,854	4,028	4,266
加：折旧摊销	90	99	106	115	129	145	161	178	194	209
减：营运资金增加/（减少）	(242)	(327)	(314)	(435)	(290)	(207)	(164)	(172)	(174)	(167)
减：资本开支	(161)	(143)	(186)	(245)	(285)	(309)	(324)	(338)	(348)	(365)
自由现金流	(34)	421	1,051	1,773	2,518	2,952	3,260	3,521	3,700	3,943
永续增长率	2%									
自由现金流现值	10,598									
终值现值	15,303									
企业价值	25,901									
净现金	1,100									
少数股东权益	-									
股权价值（百万人民币）	27,001									
股权价值（百万港元）	29,701									
股份数量（百万）	354									
<b>每股价值（港元）</b>	<b>84.00</b>									

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%
<b>WACC</b>	<b>11.7%</b>

资料来源: 交银国际预测

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	24.92	32.40	30.0%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	147.40	175.00	18.7%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	519.00	530.00	2.1%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.15	10.00	62.7%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	18.69	60.40	223.2%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.30	36.60	50.6%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	190.50	229.20	20.3%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	48.84	51.00	4.4%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	118.30	136.00	15.0%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	11.23	13.00	15.8%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	40.38	84.00	108.0%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	91.40	105.00	14.9%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	79.30	78.00	-1.6%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	98.65	123.20	24.9%	2026 年 04 月 01 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	21.58	32.50	50.6%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	64.00	91.00	42.2%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.31	28.75	116.0%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	37.00	35.80	-3.2%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	201.21	93.30	-53.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	57.89	33.10	-42.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	39.40	44.50	12.9%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	6.17	7.70	24.8%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	13.97	17.70	26.7%	2026 年 03 月 27 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	10.49	14.00	33.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.44	8.70	-7.8%	2026 年 03 月 27 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	68.30	69.50	1.8%	2025 年 10 月 28 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	35.70	40.20	12.6%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	27.98	34.20	22.2%	2026 年 04 月 02 日	民营医院
6078 HK	海吉亚医疗	买入	12.48	18.00	44.2%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.40	3.30	37.5%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 4 月 16 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	707	1,707	3,217	4,760	6,194
主营业务成本	(180)	(525)	(933)	(1,309)	(1,611)
<b>毛利</b>	<b>527</b>	<b>1,182</b>	<b>2,284</b>	<b>3,451</b>	<b>4,584</b>
销售及管理费用	(758)	(1,057)	(1,367)	(1,785)	(2,075)
研发费用	(528)	(511)	(639)	(735)	(808)
其他经营净收入/费用	(358)	(228)	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(1,117)</b>	<b>(614)</b>	<b>278</b>	<b>931</b>	<b>1,701</b>
财务成本净额	73	42	65	36	60
其他非经营净收入/费用	3	13	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(559)</b>	<b>344</b>	<b>968</b>	<b>1,761</b>
税费	0	301	17	(48)	(176)
<b>净利润</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(259)</b>	<b>361</b>	<b>919</b>	<b>1,585</b>
作每股收益计算的净利润	(1,041)	(259)	361	919	1,585

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	884	1,844	1,617	2,297	3,619
应收账款及票据	364	500	732	982	1,297
存货	14	32	99	161	211
其他流动资产	754	997	997	997	997
<b>总流动资产</b>	<b>2,016</b>	<b>3,374</b>	<b>3,445</b>	<b>4,438</b>	<b>6,123</b>
物业、厂房及设备	576	567	680	764	885
无形资产	2,254	2,091	2,049	2,008	1,968
其他长期资产	113	803	1,823	1,823	1,823
<b>总长期资产</b>	<b>2,943</b>	<b>3,461</b>	<b>4,552</b>	<b>4,595</b>	<b>4,676</b>
<b>总资产</b>	<b>4,959</b>	<b>6,835</b>	<b>7,997</b>	<b>9,033</b>	<b>10,799</b>
应付账款	305	596	653	638	688
其他短期负债	489	94	94	94	94
<b>总流动负债</b>	<b>794</b>	<b>690</b>	<b>747</b>	<b>732</b>	<b>782</b>
其他长期负债	93	842	1,454	1,454	1,454
<b>总长期负债</b>	<b>93</b>	<b>842</b>	<b>1,454</b>	<b>1,454</b>	<b>1,454</b>
<b>总负债</b>	<b>886</b>	<b>1,531</b>	<b>2,201</b>	<b>2,186</b>	<b>2,235</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,073	5,304	5,796	6,847	8,563
<b>股东权益</b>	<b>4,073</b>	<b>5,304</b>	<b>5,796</b>	<b>6,847</b>	<b>8,564</b>
<b>总权益</b>	<b>4,073</b>	<b>5,304</b>	<b>5,796</b>	<b>6,847</b>	<b>8,564</b>

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(1,041)	(598)	344	968	1,761
折旧及摊销	134	157	90	99	106
营运资本变动	(171)	(29)	(242)	(327)	(314)
利息调整	(31)	(17)	0	0	0
其他经营活动现金流	430	395	149	83	(44)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(680)</b>	<b>(93)</b>	<b>341</b>	<b>823</b>	<b>1,508</b>
资本开支	(204)	(348)	(161)	(143)	(186)
其他投资活动现金流	1,179	(344)	(1,020)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>974</b>	<b>(693)</b>	<b>(1,181)</b>	<b>(143)</b>	<b>(186)</b>
负债净变动	48	367	612	0	0
权益净变动	0	1,414	0	0	0
其他融资活动现金流	(10)	(8)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>38</b>	<b>1,773</b>	<b>612</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	29	(28)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>523</b>	<b>884</b>	<b>1,844</b>	<b>1,617</b>	<b>2,297</b>
<b>年末现金</b>	<b>884</b>	<b>1,844</b>	<b>1,617</b>	<b>2,297</b>	<b>3,619</b>

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(3.245)	(0.769)	1.020	2.600	4.481
全面摊薄每股收益	(3.245)	(0.769)	1.020	2.600	4.481
每股账面值	12.691	15.763	16.393	19.365	24.219
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	74.6	69.3	71.0	72.5	74.0
EBITDA利润率	(139.2)	(26.8)	11.5	21.7	29.2
EBIT利润率	(158.1)	(36.0)	8.6	19.6	27.5
净利率	(147.4)	(15.2)	11.2	19.3	25.6
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(21.0)	(3.8)	4.5	10.2	14.7
ROE	(25.6)	(4.9)	6.2	13.4	18.5
ROIC	(25.6)	(4.9)	6.2	13.4	18.5
<b>其他</b>					
流动比率	2.5	4.9	4.6	6.1	7.8
存货周转天数	28.6	22.4	38.9	44.9	47.8
应收账款周转天数	187.8	106.9	83.1	75.3	76.4
应付账款周转天数	618.3	414.3	255.6	178.0	155.9

## 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期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期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期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、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、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、拔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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司及上海易景信息科技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及光大证券股份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。