

**买入**
**业绩稳健增长，国际化序幕拉开**
**亿胜生物科技 (1061.HK)**

2026-04-01 星期三

**【投资要点】**

目标价: **6.84 港元**  
 现价: **3.70 港元**  
 预计升幅: **84.9%**

**重要数据**

日期	2026-04-01
收盘价 (港元)	3.70
总股本 (亿股)	5.7
总市值 (亿港元)	21
净资产 (亿元)	22
总资产 (亿元)	31
52 周高低 (港元)	6.04/3.46
每股净资产 (元)	3.90

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

严名炽, 刘慧娟 (25.97%)  
 严名杰 (25.64%)

**相关报告**

深度报告-20200116  
 更新报告-20220401/20220907  
 更新报告-20241226/20250402

**研究部**

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519193  
 Email: linxq@gyzq.com.hk

**➤ 公司业绩稳健增长**

25 年公司营业收入为 18.14 亿港元 (+8.6%)，主因眼科与外科板块持续发力，贝复舒®、贝复济®系列合计贡献 83.5% 营收，眼科收入达 8.35 亿港元 (+8.2%)，外科收入 8.96 亿港元 (+1.8%)，医疗保健服务收入激增 350% 至 0.829 亿港元。年内溢利 3.18 亿港元 (+3.5%)，研发总投入占营收 9.8%。毛利率微降 0.6 个百分点至 89.2%，仍处行业高位。现金及等价物增至 7.83 亿港元 (+40.5%)。

**➤ 贝伐珠单抗 BLA 已获受理，全球市场前景广阔**

抗 VEGF 眼内注射液的全球多中心三期临床试验 (AURA2) 已完成最后一名患者的最后一次访视 (FDA, EMA, TGA)，处于数据统计中。抗 VEGF 眼内注射液 EB12-20145P (HLX04-O) 的上市注册申请已获中国国家药品监督管理局药品审评中心受理。HLX04-O (贝伐珠单抗) 中国患者三期临床研究显示，HLX04-O 在第 48 周最佳矫正视力 (BCVA) 较基线改善的平均字母数变化上非劣于雷珠单抗，达到主要研究终点。

**➤ 国际化战略取得成果，不断扩大对外合作**

贝复舒® 已通过新加坡特别采用程序 (SAR) 成功引入新加坡国家眼科中心 (SNEC)，使 SNEC 的眼科医生可为特定患者开具处方贝复舒®。此里程碑标志产品首次进入中国以外地区，为未来在东南亚及全球市场推出奠定基础。公司已与北京鹰瞳科技发展股份有限公司订立合作，以共同经营基于人工智能的视网膜业务。公司已与浙江视方极医药科技有限公司就视方极的富马酸依美斯汀及盐酸奥布卡因滴眼液订立独家分销协议。

**➤ 给予买入评级, 目标价 6.84 港元**

贝伐珠单抗三期临床试验达到主要临床终点，贝复舒® 已进入新加坡市场，随着创新药未来全球商业化顺利推进，将推动公司业绩上升，预计 2026-2028 年收入分别为 18.71 亿、21.30 亿、24.75 亿港元，EPS 分别为 0.57, 0.62, 0.74 港元。我们维持公司目标价格 6.84 港元，对应 2025 年 PE 为 12 倍，较现价有 84.9% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

百万港元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	1670.00	1813.81	1871.38	2129.51	2474.98
同比增长 (%)	-2.14%	8.61%	3.17%	13.79%	16.22%
归母净利润	307.22	318.09	320.65	351.15	423.45
同比增长 (%)	11.72%	3.54%	0.80%	9.51%	20.59%
每股盈利 (港元)	0.54	0.56	0.57	0.62	0.74
PE@3.70HKD	6.83	6.60	6.54	5.98	4.97

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

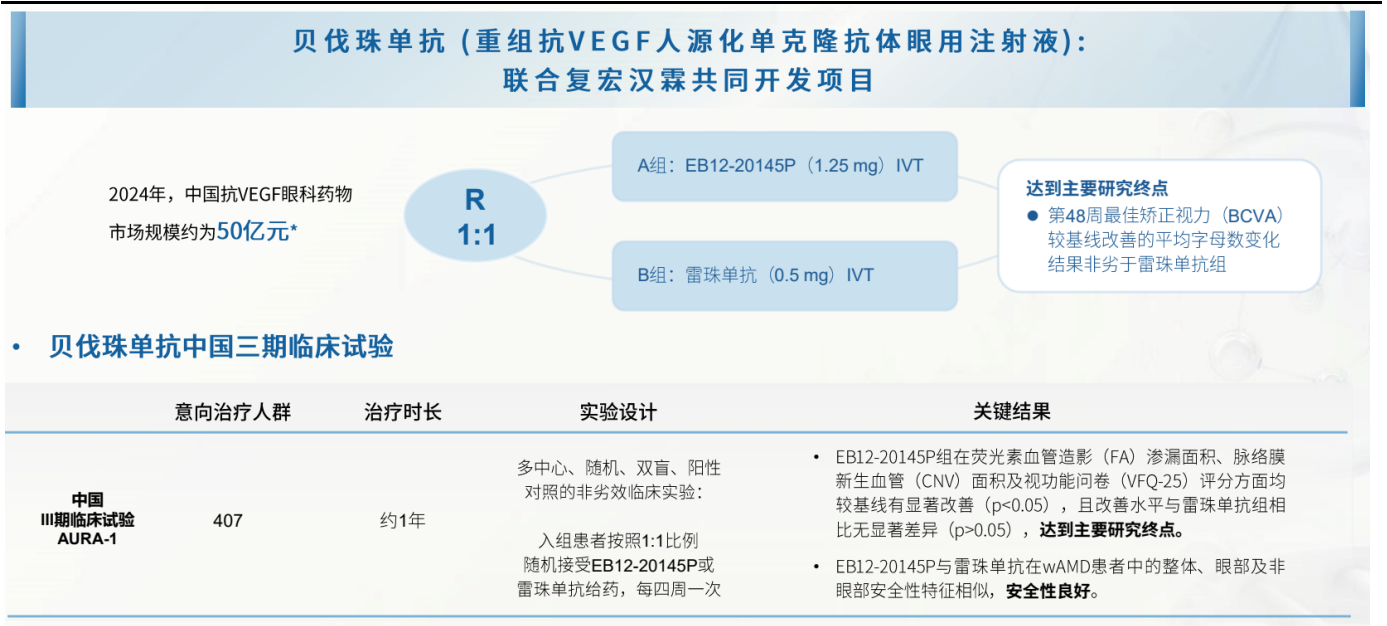
### ➤ 公司業績穩健增長

營業收入為 18.14 億港元 (+8.6%)，主因眼科與外科板塊持續發力，貝復舒®、貝復濟®系列合計貢獻 83.5% 營收，眼科收入達 8.35 億港元 (+8.2%)，外科收入 8.96 億港元 (+1.8%)，醫療保健服務收入激增 350% 至 0.829 億港元。年內溢利 3.18 億港元 (+3.5%)，研發總投入占營收 9.8%。毛利率微降 0.6 個百分點至 89.2%，仍處行業高位。現金及等价物增至 7.83 億港元 (+40.5%)。公司實施中期股息每股 0.07 港元，末期股息擬派每股 0.07 港元，合計每股派息 14.0 港仙，較 2024 年每股 12.0 港仙增長 16.7%。

### ➤ 貝伐珠單抗 BLA 已獲受理，全球市場前景廣闊

抗 VEGF 眼內注射液的全球多中心三期臨床試驗 (AURA2) 已完成最後一名患者的最後一次訪視 (FDA, EMA, TGA)。抗 VEGF 眼內注射液 EB12-20145P (HLX04-O) 的上市註冊申請已獲中國國家藥品監督管理局藥品審評中心受理。HLX04-O (貝伐珠單抗) 中國患者三期臨床研究顯示，HLX04-O 在第 48 周最佳矯正視力 (BCVA) 較基線改善的平均字母數變化上非劣於雷珠單抗，達到主要研究終點。HLX04-O 與雷珠單抗在濕性 AMD 患者中的整體、眼部及非眼部安全性特徵相似，安全性良好。根據弗若斯特沙利文報告，濕性 AMD、糖尿病性黃斑水腫等 4 種適應症中國患者達到 1580 萬，用於視網膜疾病的抗 VEGF 單抗的全球市場規模 2030 年有望達到 284 億美元，中國市場規模 2030 年達到人民幣 203 億元。

HLX04-O 主要作用機制為：通過抑制 VEGF 與其位於內皮細胞上的受體 Flt-1 和 KDR 相結合，抑制其酪氨酸激酶信號通路激活，抑制內皮細胞增生，減少新生血管生成，從而治療血管增生眼部疾病。目前全球上市貝伐珠單抗產品均無濕性 AMD 適應症。市場挖掘空間廣闊。據公司公告，目前全球上市的貝伐珠單抗產品均無濕性 AMD 適應症。假設每病患於治療的首年服用 4 個劑量並於其後年度服用 2 至 3 個劑量，預計許可產品的潛質市場規模巨大。公司和復宏漢霖合作開發貝伐珠單抗，復宏漢霖占權益的 20%，可以獲取利潤的 20%。根據復宏漢霖數據，相關藥物於 2021 年在全球銷售額為：艾力雅 46.67 億美元，諾適得 41.49 億美元，BEOVU 1.93 億美元。其中艾力雅為阿柏西普眼內注射液，諾適得為雷珠單抗注射液，BEOVU 為 brolicizumab。產品的特異性將會為兩家公司帶來巨大獲利空間。

**图 1：贝伐珠单抗的临床试验完全情况**


资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 国际化战略取得成果，不断扩大对外合作

贝复舒®已通过新加坡特别采用程序(SAR)成功引入新加坡国家眼科中心（「SNEC」），使 SNEC 的眼科医生可为特定患者开具处方贝复舒®。此里程碑标志产品首次进入中国以外地区，为未来在东南亚及全球市场推出奠定基础。公司已与北京鹰瞳科技发展股份有限公司订立合作，以共同经营基于人工智能的视网膜业务。公司已与浙江视方极医药科技有限公司就视方极的富马酸依美斯汀及盐酸奥布卡因滴眼液订立独家分销协议。富马酸依美斯汀滴眼液主要用于治疗成人及 3 岁及以上儿童的过敏性结膜炎，而盐酸奥布卡因滴眼液主要用于角膜表面麻醉。

### ➤ SkQ1 所在的干眼症市场空间大

公司从 Mitotech 获得 SkQ1 滴眼液全球独家权益，目前正在进行 SkQ1 的美国三期临床试验，通过 VISTA-1 和 VISTA-2 与安慰剂相比，SkQ1 具有优秀的药物安全性和耐受性。目前正在进行 CMC 技术转移。根据弗若斯特沙利文的资料，中国境内中度至重度干眼症患者人数于二零二四年估计为约 1.12 亿人，目前没有疗效确切的药物，SkQ1 产品潜力巨大。公司在干眼症领域有 SkQ1、阿奇霉素滴眼液、贝复舒、玻璃酸钠等产品，可以针对不同的干眼症适应症进行治疗，在干眼症的市场中将会有较大的市场竞争力。

### ➤ 给予买入评级，目标价 6.84 港元

贝伐珠单抗三期临床试验达到主要临床终点，贝复舒®已进入新加坡市场，随着

创新药未来全球商业化顺利推进，将推动公司业绩上升，消除增值税短期的影响，预计 2026-2028 年收入分别为 18.71 亿、21.30 亿、24.75 亿港元，EPS 分别为 0.57，0.62，0.74 港元。我们维持公司目标价格 6.84 港元，对应 2025 年 PE 为 12 倍，较现价有 84.9% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)	市盈率 PE			市净率 PB
			TTM	25E	26E	
1276.HK	恒瑞医药	4,354.42	52.05	41.32	34.99	6.55
6160.HK	百济神州	2,923.75	127.73	22.49	13.93	8.40
3692.HK	翰森制药	2,265.84	36.84	37.73	33.84	5.79
1177.HK	中国生物制药	1,193.18	45.99	23.48	21.13	3.51
1093.HK	石药集团	1,108.46	25.79	13.06	16.78	3.02

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 【风险提示】

- 1) 行业政策风险，医保控费超预期；
- 2) 药品价格的下降超预期；
- 3) 新产品研发进度低于预期。

## 【财务报表摘要】

### 损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	1706.56	1670.00	1813.81	1871.38	2129.51	2474.98
销售成本	-167.27	-171.34	-195.92	-224.57	-264.06	-306.90
<b>毛利</b>	1539.29	1498.66	1617.89	1646.81	1865.45	2168.08
其他收入	48.50	33.96	12.16	26.00	27.00	43.00
分销开支	-1012.00	-934.18	-984.18	-1023.64	-1164.84	-1353.81
管理费用	-216.97	-213.95	-223.23	-211.47	-240.64	-279.67
<b>经营盈利</b>	358.82	384.49	422.64	437.70	486.97	577.59
财务费用	-11.21	-6.00	-7.82	-6.00	-7.00	-6.00
<b>税前盈利</b>	347.61	378.49	414.82	431.70	479.97	571.59
所得税	-34.93	-71.00	-68.28	-96.57	-111.06	-128.82
<b>净利润</b>	275.00	307.22	318.09	320.65	351.15	423.45
折旧与摊销	47.69	48.69	49.69	50.69	51.69	52.69
<b>EBITDA</b>	406.51	433.18	472.33	488.40	538.67	630.29
<b>增长</b>						
总收入 (%)	29.48%	-2.14%	8.61%	3.17%	13.79%	16.22%
EBITDA (%)	30.34%	6.56%	9.04%	3.40%	10.29%	17.01%
净利润 (%)	21.82%	11.72%	3.54%	0.80%	9.51%	20.59%

### 资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>现金</b>	509.87	557.17	782.73	1023.96	1246.88	1496.81
其他短期投资						
应收账款	622.20	632.90	739.62	747.83	833.97	949.87
存货	62.82	58.94	79.40	49.15	33.56	23.40
其他流动资产	64.70	71.17	78.29	86.11	94.73	104.20
<b>流动资产</b>	1259.59	1320.17	1680.04	1907.06	2209.13	2574.29
固定资产	368.30	379.35	390.73	402.45	414.53	426.96
贷款	850.63	840.58	830.20	819.48	808.40	796.97
<b>非流动资产</b>	1218.93	1219.93	1220.93	1221.93	1222.93	1223.93
<b>总资产</b>	2478.52	2540.10	2900.96	3128.99	3432.06	3798.22
<b>流动负债</b>	810.74	708.98	766.90	682.48	723.13	765.86
应付帐款	46.79	46.79	46.79	46.79	46.79	46.79
短期银行贷款	239.10	239.10	239.10	239.10	239.10	239.10
其他短期负债	524.85	423.09	481.01	396.59	437.24	479.98
<b>非流动负债</b>	445.49	445.49	445.49	445.49	445.49	445.49
长期银行贷款	410.49	410.49	410.49	410.49	410.49	410.49
其他负债	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
<b>总负债</b>	1256.23	1154.47	1212.39	1127.97	1168.62	1211.36
少数股东权益						
<b>股东权益</b>	1222.28	1385.63	1688.57	2001.02	2263.44	2586.86

### 财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>盈利能力</b>						
毛利率 (%)	90.20%	89.74%	89.20%	88.00%	87.60%	87.60%
EBITDA 利率 (%)	23.82%	25.94%	26.04%	26.10%	25.30%	25.47%
净利率 (%)	16.11%	18.40%	17.54%	17.13%	16.49%	17.11%
ROE	22.50%	22.17%	18.84%	16.02%	15.51%	16.37%
ROA	11.10%	12.09%	10.96%	10.25%	10.23%	11.15%
<b>营运表现</b>						
SG&A/收入 (%)	12.71%	12.81%	12.31%	11.30%	11.30%	11.30%
实际税率 (%)	10.05%	18.76%	16.46%	22.37%	23.14%	22.54%
股息支付率 (%含优先股)	14.52%	14.16%	22.95%	24.82%	24.70%	22.33%
库存周转天数	159.82	129.69	128.86	104.47	57.16	33.87
应付账款天数	102.10	99.67	87.17	76.05	64.67	55.65
应收账款天数	133.08	138.33	148.84	145.86	142.94	140.08
<b>财务状况</b>						
净负债/总资产	0.51	0.45	0.42	0.36	0.34	0.32
收入/总资产	0.69	0.66	0.63	0.60	0.62	0.65
总资产/股本	2.03	1.83	1.72	1.56	1.52	1.47

### 现金流量表

百万港元，财务年度截至

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	275.00	307.22	318.09	320.65	351.15	423.45
折旧与摊销	59.88	71.86	76.17	91.40	109.68	131.62
营运资本变动	-51.64	-69.71	-63.00	-66.15	-69.46	-72.93
其他非现金调整	55.71	12.00	-5.00	20.90	9.30	8.40
<b>营运现金流</b>	339.21	321.36	326.26	366.80	400.68	490.54
资本开支	128.04	130.60	133.21	146.53	161.19	177.31
其他投资活动	-182.38	-314.13	-294.89	-307.07	-336.89	-369.64
<b>投资活动现金流</b>	-54.34	-183.53	-161.68	-160.53	-175.71	-192.33
负债变化	-241.49	-34.94	151.00	128.73	99.10	59.91
股本变化	-12.59	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00
股息	-39.92	-43.51	-73.00	-79.57	-86.73	-94.54
其他融资活动	-8.90	-7.90	-6.90	-5.90	-4.90	-3.90
<b>融资活动现金流</b>	-302.90	-82.36	76.10	49.26	14.47	-30.53
汇率变动影响						
<b>现金变化</b>	-18.03	55.47	240.67	255.53	239.44	267.67
期初持有现金	589.84	571.80	627.28	867.95	1123.48	1362.92
期末持有现金	571.80	627.28	867.95	1123.48	1362.92	1630.59

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>