



买入（维持）

所属行业：医疗保健业/药品及生物科技
当前价格(港币)：16.20元

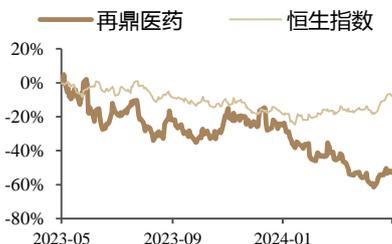
证券分析师

李秉阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.87	-12.50	-14.77
相对涨幅(%)	-1.58	-24.49	-30.11

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《再鼎医药(9688.HK): Q2 业绩符合预期，重磅里程碑有望密集兑现》，2023.8.8
- 《再鼎医药(9688.HK): 艾加莫德国内批准上市，获医保谈判资格》，2023.7.4
- 《再鼎医药(9688.HK): ASCO 公布肿瘤电场治疗重磅数据，有望打开肺癌市场》，2023.6.11
- 《再鼎医药(9688.HK): 重磅数据将在 ASCO 发表，多个产品今年获批或报产》，2023.5.18

再鼎医药(09688.HK): 新品放量超预期，公司迈入发展新阶段

投资要点

- 业绩。**2024年5月9日，再鼎医药发布第一季度财务业绩，2024年Q1净产品收入8,710万美元，同比增长39%，按固定汇率计算同比增长43%。研发费用和SG&A占收入比例均有显著的下降，R&D: 63% (Q1'24) vs. 100% (2023); SG&A: 79% (Q1'24) vs. 106% (2023); 截至24年第一季度，公司拥有超7.5亿美元的现金储备，
- 收入端增长强劲，新老产品均表现优异：**1) 艾加莫德（卫伟迦®）收入1320万美元，进医保后第一个季度销售放量迅速；2) 则乐收入为4550万美元，同比增长7%；3) 擎乐和纽再乐纳入医保后均实现强劲收入增长，擎乐收入为610万美元，同比增长367%，纽再乐收入为990万美元，同比增长81%，4) 爱普盾收入为1250万美元，从23年下半年的放缓中复苏，相较23年四季度实现环比增长49%。
- 重磅产品FcRn拮抗剂卫伟迦放量超预期，全年销售有望超7000万美金。**
- 1) 卫伟迦 2023年9月上市，**用于治疗全身型重症肌无力（gMG），并参与当年医保谈判进入医保，2023年收入1000万美元，近1000名患者接受治疗。2024年Q1收入1320万美元，估算有2700名新增患者，全年销售有望收入超7000万美元。
- 2) 新剂型将上市，多适应症进展快速。**用于gMG的皮下剂型的上市申请正在注册审评中，有望今年获批；2024年4月，公司提交了慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病（CIDP）的sBLA；计划下半年参与治疗甲状腺眼病（TED）的注册性临床研究。
- 多个新产品将上市或报产，公司发展进入新阶段。**SUL-DUR (ABC), 瑞普替尼 (ROS1 NSCLC)正在注册审批中，今年有望在中国获批；24年3月，肿瘤电场治疗用于非小细胞肺癌脑转移的METIS研究达主要终点；KarXT精神分裂症适应症桥接研究的患者入组今年完成，年中加入阿尔茨海默症全球3期研究。公司三款全球权益产品，ZL-1310 (DLL3 ADC)全球多中心一期研究正在进行中，ZL-1218 (CCR8)全球多中心一期持续入组，ZL-1102 (IL-17A)预计第二季度开展用于轻中度慢性斑块状银屑病的全球二期研究。
- 盈利预测。**随着新产品的陆续获批和进入医保后的放量，我们预计公司24-26年销售收入为4.14、6.34、10.11亿美元，增速为55%、53%、59.5%；维持“买入”评级
- 风险提示：**临床开发失败风险、销售不及预期风险、政策风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	992.09		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流通港股(百万股):	992.09	营业收入(百万美元)	215	267	414	634	1011
52 周内股价区间(港元):	10.620-28.850	(+/-)YOY(%)	49.01%	24.03%	55.34%	52.94%	59.53%
总市值(百万港元):	13,055.87	净利润(百万美元)	-443	-335	-280	-184	17
总资产(百万港元):	8,099.32	(+/-)YOY(%)	37.08%	24.51%	16.26%	34.45%	109.39%
每股净资产(港元):	6.29	全面摊薄 EPS(美元)	-0.45	-0.34	-0.28	-0.19	0.02
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	65.58%	64.08%	60.74%	62.57%	65.05%
		净资产收益率(%)	-42.40%	-42.03%	-54.32%	-55.32%	4.94%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

图 1: 2024 年一季度商业化进展



图 3: 2024Q1 进展及 2024 年预计达成里程碑



2024年商业化看点、管线进展及产品注册、研发里程碑

商业化

- 卫伟迦® (艾加莫德α注射液) 的医保落地
- 则乐® 继续保持中国卵巢癌PARPi领域市场领军者地位
- 爱普盾® 惠民保支持持续扩大

管线进展

- **Bemarituzumab** - 推进两项3期研究
- **KarXT** - 完成中国确证性桥接研究的患者入组
- **ZL-1102 (IL-17 Humabody®)** - 推进至全球2期开发
- **ZL-1310 (DLL3 ADC)** - 全球1期临床研究持续入组患者

临床数据与注册审评

有望在中国获批

- **SUL-DUR (ABC)**
- **艾加莫德皮下注射剂型 (gMG)**
- **瑞普替尼 (ROS1+ NSCLC)**

有望在中国提交注册申请

- **艾加莫德皮下注射剂型 (CIDP)** ✓
- **肿瘤电场治疗 (二线及以上 NSCLC)**

关键临床数据读出

- **肿瘤电场治疗 (一线 NSCLC BM)** ✓
- **肿瘤电场治疗 (一线 胰腺癌)**

资料来源: 公司官网、德邦研究所

图 4: 再鼎医药管线

临床项目	临床前	I 期	II 期	III 期/关键性	申报国家/地区	获批		拥有商业化权益的地区
						美国	中国内地	
则乐® (PARPi)	卵巢癌 (一线维持治疗) ¹ 卵巢癌 (铂敏感复发性卵巢癌维持治疗) ¹					★	★	中国内地、中国香港、中国澳门
爱普盾® OPTUNE[®] CTD	胶质母细胞瘤 (GBM) ² 非小细胞肺癌 非小细胞肺癌脑转移				★ 美国	★	★	大中华区
肿瘤电场治疗	胰腺癌 胃癌 ³							
卫乐® (KIT, PDGFRA)	胃肠间质瘤 (GIST) (四线) ⁴					★	★	大中华区
tivdak® (ADC)	宫颈癌 (二线 r/m) 宫颈癌 (一线 r/m, 联合用药) ⁵ 其他瘤种 (单药/联合用药) ⁶					★		大中华区
AUGTYRO® (ROS1, TRK)	ROS1+ 非小细胞肺癌, NTRK+ 实体瘤				★ 中国内地	★		大中华区
Bemarituzumab (FGFR2b)	FGFR2b+ 胃癌, 胃食管结合部癌							大中华区
Zipalertinib (EGFR Ex20ins)	EGFR基因20外显子插入突变非小细胞肺癌							大中华区
ZL-1218 (CCR8)	实体瘤							全球
ZL-1310 (DLL3)	小细胞肺癌							全球

	临床项目	临床前	I 期	II 期	III 期/关键性	申报国家/地区	获批		拥有商业化权益的地区	
							美国	中国内地		
抗感染疾病	 纽再乐	急性细菌性皮肤和皮肤结构感染 (ABSSSI) 社区获得性细菌性肺炎 (CABP)					★ ★	★ ★	大中华区	
	舒巴坦钠-度洛巴坦钠	鲍曼不动杆菌-醋酸钙复合体 (ABC) 引起的感染				★ 中国内地	★		亚太地区 ⁷	
中枢神经系统疾病	KarXT	精神分裂症				★ 美国			大中华区	
		精神分裂症 (添加治疗)*								
		阿尔茨海默症引起的精神障碍*								
自身免疫性疾病	 卫伟迦™  VYVGART® Hytrulo 艾加莫德 (FcRn)	全身型重症肌无力 (gMG)				★ 美国	★	★	大中华区	
		慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病 (CIDP)								
		大疱性类天疱疮 (BP)								
		甲状腺眼病 (TED)*								
		狼疮性肾炎 (LN) ⁸								
		膜性肾病 (MN) ⁹								
ZL-1102 (IL-17)	银屑病							全球		

资料来源：公司官网、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)				
每股收益	-0.35	-0.28	-0.19	0.02
每股净资产	0.81	0.52	0.33	0.35
每股经营现金流	-0.20	-0.24	-0.13	0.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	-7.99	-7.46	-11.38	121.12
P/B	3.47	4.05	6.29	5.98
P/S	10.36	5.04	3.30	2.07
EV/EBITDA	-5.35	-5.13	-8.51	185.72
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	64.08%	60.74%	62.57%	65.05%
净利润率	-125.46%	-67.63%	-28.99%	1.71%
净资产收益率	-42.03%	-54.32%	-55.32%	4.94%
资产回报率	-32.29%	-34.60%	-24.36%	1.76%
投资回报率	-47.03%	-60.45%	-61.89%	0.13%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.03%	55.34%	52.94%	59.53%
EBIT 增长率	18.23%	16.72%	34.10%	100.23%
净利润增长率	24.51%	16.26%	34.45%	109.39%
偿债能力指标				
资产负债率	23.2%	36.3%	56.0%	64.4%
流动比率	4.6	2.8	1.7	1.5
速动比率	4.4	2.6	1.5	1.3
现金比率	3.9	2.1	1.1	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	66.9	55.7	49.6	48.8
存货周转天数	143.6	109.6	101.2	100.3
总资产周转率	0.2	0.4	0.8	1.2
固定资产周转率	4.8	8.1	13.8	24.4

现金流量表(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-335	-280	-184	17
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	6	11	9	8
非经营收益	91	4	0	0
营运资金变动	40	27	49	78
经营活动现金流	-198	-238	-125	103
资产	-8	0	0	0
投资	-16	0	0	0
其他	14	-7	0	0
投资活动现金流	-11	-7	0	0
债权募资	0	0	0	0
股权募资	2	0	0	0
其他	-9	0	0	0
融资活动现金流	-6	0	0	0
现金净流量	-218	-245	-125	103

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日 汇率: 1 港币=0.13 美元
 资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

利润表(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	267	414	634	1011
营业成本	96	163	237	353
毛利率%	64.08%	60.74%	62.57%	65.05%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	0	0	0	0
营业费用率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售、一般和管理费用	282	311	349	404
销售、一般和管理费用率%	105.58%	75.00%	55.00%	40.00%
研发费用	266	249	253	253
研发费用率%	99.68%	60.00%	40.00%	25.00%
EBIT	-374	-312	-205	0
财务费用	-40	-32	-22	-17
财务费用率%	-14.92%	-7.63%	-3.44%	-1.66%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-377	-308	-205	0
营业外收支				
利润总额	-335	-280	-184	17
EBITDA	-369	-301	-196	8
所得税	0	0	0	0
有效所得税率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-335	-280	-184	17

资产负债表(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	790	545	420	523
应收账款及应收票据	59	69	106	168
存货	45	54	79	118
其它流动资产	45	56	73	103
流动资产合计	940	724	677	912
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	54	48	44	39
在建工程				
无形资产	28	23	18	14
非流动资产合计	97	86	77	69
资产总计	1036	810	754	981
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	113	136	198	294
预收账款				
其它流动负债	90	124	190	303
流动负债合计	203	260	388	598
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	37	34	34	34
非流动负债合计	37	34	34	34
负债总计	240	294	422	632
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	796	516	332	349
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1036	810	754	981

信息披露

分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。生物技术学士，会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。