

2025 年 03 月 03 日

证券研究报告•2024 年年报点评

再鼎医药 (9688.HK) 医疗保健

当前价: 26.90 港元

目标价: ——港元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩符合预期, 2025 年收入指引 5.6 至 5.9 亿美元

### 投资要点

- **事件:** 2月27日, 再鼎医药公布 2024 年度财务业绩, 2024 年全年总收入为 3.99 亿美元, 同比增长 50%; 2025 年全年收入指引为 5.6 亿美元至 5.9 亿美元, 到 2025 年第四季度实现非美国公认会计准则经营利润盈利。
- **产品收入持续攀升, 销售保持强劲增长。** 艾加莫德商业化持续兑现, 2024 年产品收入为 9360 万美元, 2023 年同期为 1000 万美元, 商业化的快速提升源于 2024 年纳入中国国家医保药品目录。则乐 2024 年产品收入为 1.87 亿美元, 同比增长 11%; 纽再乐 2024 年产品收入为 4320 万美元, 同比增长 99%。
- **运营效率显著提高, 盈利路径清晰。** 研发费用和销售、一般及行政开支 (SG&A) 占收入比重均显著下降。2024 年全年研发开支为 2.3 亿美元, 2023 年为 2.7 亿美元。2024 年全年 SG&A 为 3 亿美元, 2023 年为 2.8 亿美元。2024 年全年经营亏损为 2.8 亿美元, 经调整扣除折旧、摊销和以股份为基础的酬金等非现金支出后为 2 亿美元, 2023 年为 3.7 亿美元, 亏损大幅收窄。截至 2024 年底, 现金储备约 8.8 亿美元, 支持公司长期发展。
- **2025 年重要里程碑事件众多, 潜力管线快速推进。** 预计将于 2025 年上半年公布贝玛妥单抗用于胃癌一线治疗的 III 期结果并有望 BLA; 有望向 NMPA 提交 TTFIELDS 用于二线及以上 NSCLC 及一线胰腺癌的上市许可申请; 公布 ZL-1310 (DLL3 ADC) 用于二线及以上 SCLC 和一线 SCLC 的临床数据。推进包括 ZL-6201 (LRRRC15 ADC) 和 ZL-1503 (IL-13/IL-31R) 在内的其他全球权利管线至全球 I 期临床开发阶段; 加速艾加莫德、povetacicept (APRIL/BAFF) 和 ZL-1108 (IGF-1R) 的临床开发。
- **盈利预测:** 随着艾加莫德、尼拉帕利、肿瘤电场治疗、甲苯磺酸奥马环素等产品销售额的持续攀升, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.7、8.6 和 12.9 亿美元。
- **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, 药品降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	398.99	574.06	863.78	1290.84
增长率	49.59%	43.88%	50.47%	49.44%
归属母公司净利润 (百万美元)	-257.10	-150.68	46.68	343.88
增长率	23.17%	41.39%	130.98%	636.67%
每股收益 EPS (美元)	-0.23	-0.14	0.04	0.31
净资产收益率 ROE	-30.57%	-21.83%	6.33%	31.82%
PE	-14.75	-25.17	81.23	11.03

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

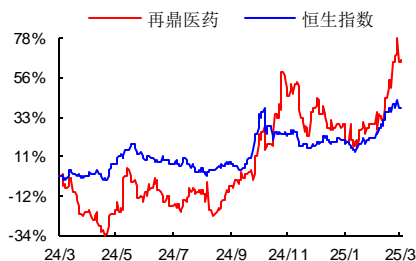
分析师: 汤泰萌

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)	10.62-28.8
3 个月平均成交量(百万)	3.55
流通股数(亿)	10.96
市值(亿)	300.38

### 相关研究

1. 再鼎医药 (9688.HK): 艾加莫德全年收入指引上调至超过 8000 万美元, 期待研发催化 (2024-08-12)
2. 再鼎医药 (9688.HK): 商业化拐点, 多款重磅产品落地在即 (2024-07-29)

## 盈利预测

假设 1: 尼拉帕利 2024 年收入增速为 11%, 假设尼拉帕利 2025-2027 年市占率分别为 58%、57% 和 56%, 对应收入为 2、2、2 亿美元。

假设 2: 艾加莫德 2024 年收入为 0.93 亿美元, 假设 2025 年-2027 年市占率分别为 20.5%、30.5% 和 40.5%, 假设美元兑人民币汇率为 7, 2025-2027 年收入分别为 1.6、2.9 和 4.3 亿美元。

假设 3: 肿瘤电场治疗有望于 2025 年递交非小细胞肺癌和胰腺癌的上市申请, 假设肿瘤电场治疗 2025-2027 年胶质瘤市占率分别为 2.64%、2.94% 和 3.04%, 2026-2027 年胰腺癌市占率分别为 0.5% 和 1%, 假设美元兑人民币汇率为 7, 2025-2027 年收入分别为 0.6、1.1 和 1.6 亿美元。

假设 4: KARXT 于 2025 年底在国内递交上市申请, 有望于 2026 年上市, 假设 2026-2027 年市占率分别为 0.02% 和 0.43%, 假设美元兑人民币汇率为 7, 对应收入为 0.1 和 1 亿美元。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.7、8.6 和 12.9 亿美元。

表：公司收入预测（亿美元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	3.9	5.7	8.6	12.9
尼拉帕利（则乐）	1.9	2	2	2
艾加莫德（卫伟逊）	0.9	1.6	2.9	4.3
肿瘤电场治疗（爱普盾）	0.5	0.6	1.1	1.6
瑞派替尼（擎乐）	0.2	0.3	0.3	0.3
甲苯磺酸奥马环素片（纽再乐）	0.4	0.8	1.2	1.5
舒巴坦钠/注射用度洛巴坦钠（鼎优乐/XACDURO）		0.3	0.7	1.4
瑞普替尼		0.1	0.2	0.3
KarXT			0.1	1
Bemarituzumab			0.1	0.5

数据来源: wind, 西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	549.67	117.30	51.83	77.45	营业额	398.99	574.06	863.78	1290.84
应收账款	89.41	128.64	193.57	289.27	销售成本	147.86	195.64	285.48	413.33
预付款项	41.53	59.75	89.90	134.35	销售、一般及行政开支	293.44	287.88	288.23	286.73
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	234.50	239.44	240.47	239.15
存货	39.88	52.76	76.99	111.47	财务费用	-19.71	1.70	2.85	7.67
其他流动资产	330.00	474.80	714.43	1067.64	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	1050.48	833.24	1126.71	1680.18	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	47.96	40.45	32.93	25.42	营业利润	36.34	-150.60	46.75	343.96
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	80.43	67.03	53.62	40.22	税前利润	-257.10	-150.60	46.75	343.96
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	0.00	0.07	0.07	0.07
其他非流动资产	6.88	6.88	6.88	6.88	税后利润	-257.10	-150.68	46.68	343.88
非流动资产合计	135.27	114.35	93.44	72.52	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1185.75	947.60	1220.15	1752.69	归属于母公司股东利润	-257.10	-150.68	46.68	343.88
应付账款	100.91	133.51	194.82	282.07	EBITDA	-276.82	-127.99	70.53	372.54
其他流动负	66.77	78.39	98.19	126.24	NOPLAT	16.62	-148.98	49.53	351.55
流动负债合计	299.39	211.91	437.78	626.44	EPS(美元)	-0.23	-0.14	0.04	0.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	45.47	45.47	45.47	45.47					
非流动负债合计	45.47	45.47	45.47	45.47	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	344.86	257.38	483.25	671.91	成长能力				
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	营收额增长率	49.59%	43.88%	50.47%	49.44%
留存收益	50.52	-100.16	-53.48	290.40	EBIT 增长率	23.01%	46.21%	133.31%	608.82%
归属于母公司股东权益	840.90	690.22	736.90	1080.79	EBITDA 增长率	21.79%	53.77%	155.10%	428.24%
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	23.17%	41.39%	130.98%	636.67%
权益合计	840.90	690.22	736.90	1080.79	盈利能力				
负债和权益合计	1185.75	947.60	1220.15	1752.69	毛利率	62.94%	65.92%	66.95%	67.98%
					净利率	-64.44%	-26.2%	5.40%	26.64%
					ROE	-30.57%	-21.8%	6.33%	31.82%
					ROA	-21.68%	-15.9%	3.83%	19.62%
					ROIC	75.67%	-33.3%	8.16%	39.87%
现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	36.34	-150.60	46.75	343.96	P/E	-14.75	-25.17	81.23	11.03
折旧与摊销	0.00	20.92	20.92	20.92	P/S	9.50	6.61	4.39	2.94
财务费用	-19.71	1.70	2.85	7.67	P/B	4.51	5.49	5.15	3.51
其他经营资金	-16.62	-170.90	-277.83	-412.55	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	0.00	-298.89	-207.30	-40.00	EV/EBIT	1.42	0.56	2.92	0.62
投资性现金净流量	0.00	-0.07	-0.07	-0.07	EV/EBITDA	1.42	0.65	2.05	0.59
筹资性现金净流量	0.00	-133.41	141.91	65.70	EV/NOPLAT	-23.70	0.56	2.92	0.62
现金流量净额	0.00	-432.37	-65.47	25.62					

数据来源：公司公告，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn