

## 全年收入强劲增长，盈利拐点可期

再鼎医药(9688.HK)

### 核心观点

再鼎医药公布 2024 年业绩，全年收入同比增长 50%，其中艾加莫德收入 9360 万美金，略超市场预期。公司给出 2025 年收入目标即全年总收入达 5.6-5.9 亿美元，且有望在 2025Q4 实现现金层面盈亏平衡。2025 年重点关注：(1) ZL-1310 (DLL3 ADC)治疗二线及以上小细胞肺癌一期临床数据读出；(2) 贝玛妥单抗 (FGFR2b)治疗一线胃癌三期临床数据读出；(3) 治疗精神分裂症药物 KarXT 在国内获批上市。

### 事件

2 月 27 日，再鼎医药公布 2024 年第四季度及全年财务业绩，24 年全年总收入达 3.99 亿美元，同比增长 50%；24Q4 总收入 1.091 亿美元，同比增长 66%。全年亏损净额为 1.996 亿美元，同比收窄 28%；24Q4 亏损净额为 4760 万美元，同比收窄 53%。

### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1845.57	2767.88	3941.46	5737.18	8326.36
增长率(%)	24%	50%	42%	47%	44%
净利润(百万元)	-2503.51	-1924.17	-1031.86	287.83	1029.21
增长率(%)	2%	23%	46%	128%	258%
EPS(元/股, 摊薄)	-2.56	-1.97	-1.05	0.29	1.05
P/S(倍)	15.79	10.53	7.39	5.08	3.51

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

魏佳奥

weijiaao@csc.com.cn

010-56135336

SAC 编号:S1440524050001

发布日期: 2025 年 03 月 11 日

当前股价: 27.90 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	27.27/13.84	18.49/0.38	53.23/14.50
12 月最高/最低价 (港元)			28.80/10.62
总股本 (万股)			109,628.37
流通 H 股 (万股)			109,628.37
总市值 (亿港元)			291.08
流通市值 (亿港元)			291.08
近 3 月日均成交量 (万)			326.08
主要股东			
JPMorgan Chase & Co.			12.52%

### 股价表现



## 简评

### 收入端略超市场预期，艾加莫德持续放量

艾加莫德作为核心产品表现亮眼，2024 年首个完整年收入达 9360 万美元，快速跻身国内免疫领域重磅产品行列，带动全年总收入同比增长 50% 至 3.99 亿美元；则乐全年销售收入 1.87 亿美元，同比增长 11%；纽再乐全年收入 4320 万美元，同比增长 99%。擎乐和纽再乐将受益于医保继续放量，爱普盾将聚焦核心市场以提升盈利能力。24Q4 调整后运营亏损为 4760 万美元，亏损同比收窄 53%，主要原因为产品收入增速显著高于经营费用增长，以及研发费用和一般、管理及行政费用占收入比例的大幅下降。

### 三款潜在重磅产品将于 2025-2026 年在中国获批上市，解决未满足的临床需求。

贝玛妥珠单抗作为潜在同类首创的 FGFR2b 靶向疗法，贝玛妥珠单抗在胃癌和胃食管连接处癌治疗中展现出显著临床优势。其 2 期研究数据显示，中位总生存期 (OS) 达 24.7 个月 (HR 0.52)，在东亚人群中更提升至 30.1 个月 (HR 0.43)，远超当前标准治疗的 12-18 个月。针对中国年发病人数约 35.9 万、其中 30% 存在 FGFR2b 过表达的庞大患者群体，该药物精准锁定生物标志物人群，填补了国内 FGFR 靶向治疗空白。全球三期数据读出后，预计 2025 年上半年向 NMPA 提交上市申请，将快速填补国内靶向治疗空白，惠及大量患者，并推动精准医疗在实体瘤领域的普及。COBENFY 是几十年来首个全新作用机制的精神分裂症药物，已获 FDA 批准，其通过靶向毒蕈碱受体 (M1/M4) 实现早期且持续的阳性和阴性症状改善，且无传统抗精神病药物的黑框警告。中国约 800 万精神分裂症患者亟需更安全有效的治疗选择，其非多巴胺能机制可能降低耐药风险，尤其适合长期用药患者。该药 2025 年 1 月 NDA 获受理，若获批，将彻底革新国内精神疾病治疗格局，提升患者生活质量，减少长期用药的副作用负担，为社会心理健康管理注入新动力。肿瘤电场疗法是潜在的泛肿瘤治疗手段，通过物理电场干扰癌细胞分裂，为一线胰腺癌和二线及以上非小细胞肺癌。2025 年计划提交胰腺癌和肺癌适应症的上市申请，若获批，这一泛肿瘤疗法将加速覆盖中国庞大的患者群体，尤其为晚期肺癌和胰腺癌患者提供延长生存期、改善生活质量的创新路径。

图 1: 三款潜在重磅产品将于 2025-2026 年在中国获批上市



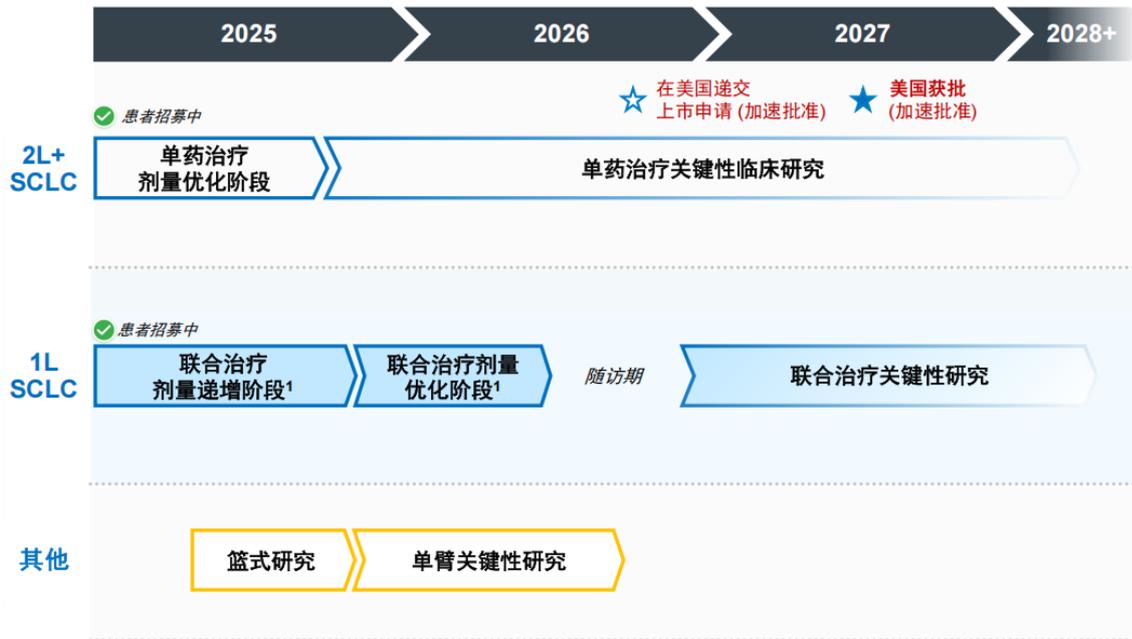
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

DLL3 ADC 药物展现出显著的抗肿瘤活性与安全性，积极推进全球临床。

ZL-1310 在二线及以上小细胞肺癌（2L+SCLC）中展现出显著疗效与安全性优势。数据显示，所有剂量水平患者均观察到抗肿瘤活性及肿瘤负荷降低，其中脑转移患者和 DLL3 双特异性疗法经治人群亦显示显著缓解；治疗剂量下耐受性良好，最低剂量队列患者持续给药超 10 个月。基于 19 例患者的分析，客观缓解率（ORR）高达 74%，凸显其临床潜力。2025 年 1 月，该药获 FDA 孤儿药资格认定，进一步验证其在难治性小细胞肺癌中的突破性价值。

ZL-1310 的全球研发规划清晰且具前瞻性：2025 年将针对 2L+ SCLC 更新数据并启动关键性临床研究，同时公布 1L SCLC 剂量递增数据，并启动其他 DLL3 高表达神经内分泌肿瘤（NEC）的 1 期研究。长期布局上，2026 年及以后计划推进单药及联合治疗的关键性研究，目标直指美国上市申请与获批。这一阶梯式推进策略，不仅覆盖不同阶段患者需求，更通过适应症扩展与联合治疗探索，为 DLL3 靶向疗法的全球商业化奠定坚实基础。

图 2:ZL-1310 在小细胞肺癌及其他 DLL3 表达肿瘤中的临床研究时间规划图



数据来源：公司公告，中信建投证券

2025 年有望实现多个里程碑事件。公司预计在 2025 年将会有多个产品读出临床数据，其中包括 ZL-1310 (DLL3 ADC)治疗二线及以上小细胞肺癌（SCLC）、贝玛妥珠单抗（FGFR2b)治疗一线胃癌；多个产品有望递交上市申请，其中包括 ZL-6201 (LRRC15 ADC)和 ZL-1503 (IL13/IL-31R)。此外，至少有两个全球权益产品 ZL-6201 (LRRC15 ADC)和 ZL-1503 (IL13/IL-31R)将进入一期临床试验。

**表 1:2025 年催化性事件**

产品名称	靶点	适应症	催化事件	预期时间
ZL-1310	DLL3	小细胞肺癌 (SCLC)	单药治疗数据更新	25H1
ZL-1310	DLL3	小细胞肺癌 (SCLC)	联合治疗数据更新	2025
ZL-1310	DLL3	小细胞肺癌 (SCLC)	启动全球关键性临床研究	2025
ZL-1310	DLL3	神经内分泌癌 (NEC)	启动全球 1 期临床研究	25H1
贝玛妥珠单抗	FcRn	胃癌	全球 3 期数据读出 (bema+化疗)	25H1
贝玛妥珠单抗	FcRn	胃癌	全球 3 期数据读出 (bema+化疗+PD1)	25H2
ZL-6201	LRRC15	实体瘤	临床前数据更新并启动 1 期临床研究	2025
ZL-1102	IL-17	银屑病	2 期研究的中期分析	25H1
ZL-1503	IL-13/IL-31R	/	临床前数据更新并启动 1 期临床研究	2025
肿瘤电场治疗	/	2L+NSCLC	递交上市许可申请	2025
肿瘤电场治疗	/	1L 胰腺癌	递交上市许可申请	2025
维替索妥尤单抗	/	2L+宫颈癌	递交上市许可申请	25Q1
瑞替替尼	/	NTRK 阳性实体瘤	递交补充上市许可申请	25H1
贝玛妥珠单抗	/	1L 胃癌	递交上市许可申请	25H1
KarXT	/	精神分裂症	获批上市	2025
全球权利产品	/	/	递交多个全球新药临床研究 (IND) 申请	2025

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 运营效率显著提高，研发费用和销售、一般及行政费用占收入比例均有显著下降

公司 2024 年研发费用和销售、一般及行政费用占收入比例均有显著下降。研发费用占收入比例从 2023 年的 100% 下降至 2024 年的 59%，销售、一般及行政费用占收入比例也从 2023 年的 106% 下降至 2024 年的 75%。这一变化主要得益于公司在研发和运营效率上的持续优化，以及收入增长带来的费用占比稀释效应。

### 盈利预测、估值和投资建议

我们预计 2025-2027 年，公司实现营业收入分别为 39.41 亿元、57.38 亿元、83.26 亿元。考虑到公司 License-in 模式日渐成熟，内部研发和全球化布局深化，维持“买入”评级。

## 风险分析

**新药研发不确定性风险：** 新药研具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低等特点，从实验室研究到新药获

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一个环节都有面临失风险。

**行业政策风险：**因行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

**研发不及预期风险：**新药在研发过程中，从药物发现、临床前研究、临床试验到商业化上市，既存在因企业技术、流程等不达标可能面临的问题，也存在与监管方沟通不及时，不合规等风险。

**销售不及预期风险：**药物上市后在销售过程中会受到可能的疫情影响、物流运力不足、生产产能不足等风险。

还需要警惕核心技术人员变动以及市场竞争加剧等风险。

## 分析师介绍

### 魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk