

2025 年 04 月 12 日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

再鼎医药 (9688.HK) 医疗保健

当前价: 22.20 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准， 多项里程碑事件催化在即

投资要点

- **事件：**艾加莫德多项数据在美国神经病学会（AAN）年会公布，艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准。
- **艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准，再鼎医药将于 2025 年在国内递交艾加莫德预充式皮下注射剂型的上市申请。**艾加莫德预充式皮下注射剂型获 FDA 批准，用于治疗 gMG 和 CIDP。艾加莫德目前已有包括预充式皮下注射（PFS），皮下注射（SC）和静脉输注（IV）三种给药方式。艾加莫德预充式皮下注射剂型每次注射 20-30 秒，患者在接受皮下注射的指导后可自我给药，再鼎医药将于 2025 年在国内递交艾加莫德预充式皮下注射剂型的上市申请。
- **ADAPT NXT 与 ADAPT-SC+研究为艾加莫德的临床个体化用药增添了新数据。**艾加莫德多项数据在美国神经病学会（AAN）年会公布，包括 ADAPT NXT（B 阶段数据）与 ADAPT-SC+这两项研究的长期数据。ADAPT NXT 研究评估艾加莫德静脉注射（IV）在第一周期每周一次输注后的维持期，采用两种不同的给药方案的疗效与安全性，此次 B 阶段数据显示，56.5%的患者在 126 周内达到最小症状表达（MSE，MG-ADL≤1），64.1%的患者在≥75%的访视中实现 MG-ADL 总分改善≥3 分，长期 MG-ADL 评分维持稳定控制。ADAPT-SC+研究结果表明，77.7%患者在首个周期实现症状有临床意义的改善（CMI，MG-ADL 降幅≥2 分），至第 9 周期，该比例上升至 86.1%。
- **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；KARXT 有望于 2025H2 读出阿兹海默症引起的精神障碍（ADP）全球 3 期数据；Povetacicept 治疗 IgA 肾病的三期研究快速推进中。
- **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	-147.51	50.28	352.12
增长率	23.17%	42.62%	134.09%	600.30%
每股收益 EPS（美元）	-0.23	-0.13	0.05	0.32
净资产收益率 ROE	-30.57%	-21.27%	6.76%	32.13%
PE	-12.26	-21.36	62.68	8.95

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)	10.62-30.85
3 个月平均成交量(百万)	6.61
流通股数(亿)	11.01
市值(亿)	244.48

相关研究

1. 再鼎医药 (9688.HK)：业绩符合预期，2025 年收入指引 5.6 至 5.9 亿美元 (2025-03-06)
2. 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)
3. 再鼎医药 (9688.HK)：商业化拐点，多款重磅产品落地在即 (2024-07-29)

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	549.67	287.40	140.15	186.59	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	-1.46	-0.75	-0.57
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	1003.35	1215.04	1789.31	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	-147.44	50.36	352.20
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	-293.44	0.00	0.00	0.00
无形资产	80.43	67.03	53.62	40.22	税前利润	-257.10	-147.44	50.36	352.20
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	-147.51	50.28	352.12
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	1117.70	1308.47	1861.83	归属于母公司股东利润	-257.10	-147.51	50.28	352.12
应付账款	100.91	133.51	194.82	282.07	EBITDA	-268.48	-127.99	70.53	372.54
其他流动负债	198.48	245.34	324.51	438.50	NOPLAT	16.62	-148.98	49.53	351.55
流动负债合计	299.39	378.85	519.34	720.57	EPS(美元)	-0.23	-0.13	0.05	0.32
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	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	45.47	45.47	45.47	45.47	成长能力				
负债合计	344.86	424.32	564.81	766.04	营收额增长率	49.59%	43.88%	50.47%	49.44%
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	EBIT 增长率	23.01%	46.21%	133.31%	608.82%
留存收益	50.52	-97.00	-46.72	305.41	EBITDA 增长率	24.14%	52.33%	155.10%	428.24%
归属于母公司股东权益	840.90	693.38	743.67	1095.79	税后利润增长率	23.17%	42.62%	134.09%	600.30%
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力				
权益合计	840.90	693.38	743.67	1095.79	毛利率	62.94%	65.92%	66.95%	67.98%
负债和权益合计	1185.75	1117.70	1308.47	1861.83	净利率	-64.44%	-25.7%	5.82%	27.28%
					ROE	-30.57%	-21.2%	6.76%	32.13%
					ROA	-21.68%	-13.2%	3.84%	18.91%
					ROIC	75.67%	-47.2%	11.25%	53.64%
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	-147.44	50.36	352.20	P/E	-12.26	-21.36	62.68	8.95
折旧与摊销	8.34	20.92	20.92	20.92	P/S	7.90	5.49	3.65	2.44
财务费用	-19.71	-1.46	-0.75	-0.57	P/B	3.75	4.55	4.24	2.88
其他经营资金	-239.83	-135.67	-218.45	-326.60	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-214.87	-263.66	-147.93	45.94	EV/EBIT	1.90	1.70	-1.78	-0.31
投资性现金净流量	-375.19	-0.07	-0.07	-0.07	EV/EBITDA	1.96	1.98	-1.25	-0.29
筹资性现金净流量	349.89	1.46	0.75	0.57	EV/NOPLAT	-31.62	1.70	-1.78	-0.31
现金流量净额	-240.17	-262.27	-147.25	46.44					

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

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	zymyf@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
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
	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	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn