

再鼎医药 (ZLAB.US/9688.HK): 重点关注 DLL3 ADC 数据更新及潜在出海

公司 1Q25 经营亏损略好于预期, 维持 2025 年全年指引。维持“买入”评级和目标价。

• **1Q25 经营亏损好于预期:** 1Q25 公司实现 1.065 亿美元产品总收入 (+22.2% YoY, -2.4% QoQ)、1.057 亿美元产品净收入 (+21.2% YoY, -2.6% QoQ), 略低于我们预期及 Visible Alpha (VA) 一致预期, 主要由于核心产品艾加莫德收入略低于预期; 净亏损缩窄至 4,844 万美元 (-9.4% YoY, -40.7% QoQ), 好于 VA 预期和我们预期, 主要得益于经营效率进一步提升。1Q25 产品毛利率为 63.6%, 同比环比约有 2 个百分点提升 (+2.2 ppts YoY, +2.1 ppts QoQ); 销售行政费用控制得当, 同比环比均有所下降 (-8.3% YoY, -23.2% QoQ); 研发费用为 6,073 万美元 (+11.1% YoY, +16.2% QoQ), 主要由于 1Q25 BD 首付款 2,000 万美元的影响, 剔除该因素, 研发费用实际呈现出同比环比下降趋势。综上, 1Q25 GAAP 经营亏损进一步缩窄至 5,631 万美元 (-19.9% YoY, -17.1% QoQ); Non-GAAP 经营亏损亦下降至 3,705 万美元 (-47.2% YoY, -22.1% QoQ)。公司维持 2025 年全年指引不变(即, 5.6-5.9 亿美元收入, Non-GAAP OP 将于 4Q25 实现盈利)。

• **艾加莫德一季度销售受到季节性因素影响, 预计二季度开始恢复销售环比提升:** 艾加莫德(静脉注射和皮下注射剂型)于 1Q25 销售为 1,800 万美金 (+37.6% YoY, -39.7% QoQ), 主要由于 1-2 月受到季节性销售影响(包含春节假期前后医院诊疗人次下降等)以及 4Q24 皮下剂型存在渠道提前备货。管理层表示, 3-4 月患者数量及使用率已明显回升。对于全年销售展望, 公司重申艾加莫德增速快于公司总产品收入增速的说法, 预计销售将在 2Q25 开始重回环比提升轨道。目前公司正在准备 2025 年静脉注射剂型医保续约及皮下剂型医保谈判, 以及预计将于 2025 年内提交预充针剂型的上市申请。展望未来, 我们认为艾加莫德仍将凭借其出色疗效及安全性数据以及多种剂型的便利性占据重症肌无力市场领先的市场份额。

• **多重催化剂下, 建议重点关注 DLL3 ADC 在 ASCO 大会上的一期数据更新及潜在出海。**备受关注的重磅全球管线产品 ZL-1310 (DLL3 ADC) 有望在 ASCO 大会上读出更新的 2L+ SCLC 一期 ORR/DOR/安全性数据(约 70 个病人数据, 包括 50 个病人剂量优化数据和 19 个病人剂量爬坡数据), 2H25 预计将开启 2L+ SCLC 单用关键临床试验及公布 1L SCLC 联用一期剂量爬坡数据, 以及有望实现潜在出海授权(我们预计可能于一期更新数据公布后)。其他催化剂包括:(1)三款药物将提交中国 NDA: 爱普盾(预计 2025 年)、Bemarituzumab (1L GC, 预计 1H25)、艾加莫德预充针皮下注射剂型(预计 2025 年); (2) 其他重要数据读出包括 Bemarituzumab 全球三期两药联用数据读出(预计 2Q25)及全球三期三药联用数据读出(预计 2H25)、KarXT 全球三期 ADEPT-2 数据读出(ADP 适应症, 预计 2H25)、艾加莫德血清阴性 gMG3 期数据读出(预计 2025 年)、狼疮性肾炎 2 期数据公布(预计 2025 年)。

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2025 年 5 月 9 日

再鼎医药 (ZLAB.US)

目标价 (美元)	55.0
潜在升幅/降幅	+89%
目前股价 (美元)	29.1
52 周内股价区间 (美元)	16.0-39.8
总市值 (百万美元)	3,129
近 3 月日均成交额 (百万美元)	40

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

再鼎医药 (9688.HK)

目标价 (港元)	43.0
潜在升幅/降幅	+92%
目前股价 (港元)	22.4
52 周内股价区间 (港元)	12.3-32.5
总市值 (百万港元)	24,658
近 3 月日均成交额 (百万港元)	226

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际
注: 股价截至 2025 年 5 月 8 日港股收盘



• **维持“买入”评级及目标价（美股 55 美元、港股 43 港元）：**我们微调了 2025E 净亏损和 2026E 净盈利，主要由于轻微下调销售行政费用预测。基于 DCF 估值（WACC: 10.2%，永续增长率：3%），我们维持公司美股/港股目标价（55 美元/43 港元）和“买入”评级。

• **投资风险：**艾加莫德销售不及预期、ZL-1310 数据不及预期或出海进度不及预期、晚期研发管线药物获批延误或后续商业化不及预期、运营费用控制不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	267	399	579	831	1,257
同比变动 (%)	24.0%	49.6%	45.2%	43.4%	51.3%
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(89)	44	156
PS (x)	10.4	7.1	4.9	3.4	2.3

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 再鼎医药 (9688 HK)

利润表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	267	399	579	831	1,257
销售成本	(96)	(148)	(194)	(290)	(433)
毛利	171	251	385	541	823
研发费用 (含首付款、里程碑)	(266)	(235)	(197)	(199)	(258)
销售及管理费用	(282)	(299)	(306)	(342)	(402)
其他	-	-	-	-	-
经营利润	(377)	(282)	(118)	(0)	163
利息收入, 净额	40	35	29	22	20
其他收入, 净额	2	(10)	-	30	-
除所得税前亏损	(335)	(257)	(89)	52	183
所得税开支	-	-	-	(8)	(27)
分占权益法投资亏损	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(89)	44	156

资产负债表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	790	550	392	332	362
应收账款	65	89	113	163	223
存货	45	40	73	97	129
其他流动资产	39	372	380	390	402
流动资产总值	940	1,050	958	982	1,116
物业、厂房及设备, 净额	54	48	64	85	111
无形资产, 净额	13	56	56	56	56
长期投资	9	3	3	3	3
设备预付款项	0	0	0	0	0
长期押金	1	1	1	1	1
其他非流动资产	19	27	27	27	27
非流动资产总值	97	135	152	172	199
应付账款	113	101	114	114	119
其他	90	67	67	67	67
流动负债总值	203	299	312	312	318
递延收入	29	31	31	31	31
其他	8	14	14	14	14
非流动负债总值	37	45	45	45	45
普通股	0	0	0	0	0
库存股	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
额外实收资本	2,975	3,264	3,264	3,264	3,264
累计其他全面收益 (亏损)	38	51	51	51	51
累计亏损	(2,196)	(2,453)	(2,542)	(2,498)	(2,342)
权益总额	796	841	752	796	951

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
亏损净额	(335)	(257)	(89)	44	156
折旧	9	12	10	13	17
摊销	1	1	-	-	-
其他	24	1	-	-	-
营运资本变动	17	(47)	(53)	(82)	(99)
应收账款	(20)	(27)	(24)	(49)	(61)
预付账款及其他流动资产变动	12	(19)	(8)	(10)	(12)
存货	(15)	4	(34)	(23)	(32)
应付账款	37	(2)	13	0	5
应计开支及其他应付款项	-	-	-	-	-
其他营运资本变动	3	(3)	-	-	-
经营活动现金净额	(198)	(215)	(132)	(26)	73
购买物业及设备	(7)	(6)	(26)	(33)	(43)
购买短期投资	(134)	(330)	-	-	-
其他	130	(40)	-	-	-
投资活动现金净额	(11)	(375)	(26)	(33)	(43)
发行普通股所得款项	(9)	217	-	-	-
短期贷款所得款项	-	132	-	-	-
其他	2	1	-	-	-
融资活动现金净额	(6)	350	-	-	-
汇率变动的影响, 净额	(3)	(0)	-	-	-
现金增加 (减少) 净额	(218)	(240)	(158)	(59)	30
非流动受限现金	-	-	-	-	-
期初现金	1,009	791	550	392	332
期末现金	791	550	392	332	362

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (美元)					
每股盈利	(0.35)	(0.26)	(0.09)	0.44	1.57
每股净资产	0.82	0.85	0.76	0.80	0.96
每股销售额	0.28	0.40	0.59	0.84	1.27
同比变动 (%)					
收入	24.0%	49.6%	45.2%	43.4%	51.3%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	256%
费用率 (%)					
研发费用/收入	99.7%	58.8%	34.0%	24.0%	20.5%
销售费用/收入	105.6%	74.9%	52.9%	41.1%	32.0%
管理费用/收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润率 (%)					
毛利率	64.1%	62.9%	66.5%	65.1%	65.5%
归母净利润率	-125.5%	-64.4%	-15.4%	5.3%	12.4%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-48.9%	-35.2%	-23.0%	-2.8%	10.5%
平均资产回报率	-42.1%	-31.0%	-20.0%	-2.5%	9.4%
财务杠杆					
流动比率 (x)	10.4	15.7	14.4	14.7	16.7
速动比率 (x)	9.9	15.1	13.3	13.3	14.8
现金比率 (x)	8.8	8.2	5.9	5.0	5.4
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	6.5	1.8
市净率 (x)	3.5	3.4	3.8	3.6	3.0
市销率 (x)	10.4	7.1	4.9	3.4	2.3

图表 2：浦银国际目标价：再鼎医药美股 (ZLAB.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：再鼎医药港股 (9688.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	328.8	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	22.7	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.5	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.4	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	29.1	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	235.9	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	140.7	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	238.4	买入	274.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.9	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	47.6	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	38.8	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	46.5	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.6	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.5	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	51.7	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.7	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	84.3	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.2	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	42.2	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	35.5	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	47.8	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	25.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.7	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.4	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	51.6	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	61.5	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	59.0	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.8	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.7	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	22.6	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	36.9	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	225.9	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.6	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.5	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.8	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.6	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.6	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	19.3	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	409.2	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	15.5	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.4	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.6	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.1	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.4	持有	6.6	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	6.1	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2025 年 5 月 8 日收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司（云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK）逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

