中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·港股公司简评　　化学制药

收入短期承压，下半年催化事件丰富

再鼎医药(9688.HK)

维持　　买入

贺菊颖
hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

袁清慧
yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879

魏佳奥
weijiaao@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524050001

发布日期：　2025 年 08 月 12 日

当前股价：　27.20 港元

核心观点

再鼎医药公布其 2025 年二季度业绩，单季度收入同比增长 9%。增速放缓由于 PARP 抑制剂则乐的销售下滑，主要系同类竞品竞争加剧所致。艾加莫德受益于治疗周期延长及市场渗透提升，保持稳健增长。我们认为，随着未来两到三年内公司多个新产品和新适应症获批，营收将快速增长；通过收入增长并持续提升运营效率，公司有望于 2025 年第四季度实现经营盈利。下半年重要催化剂包括：（1）贝玛妥珠单抗三期临床 FORTITUDE-101 详细数据披露；（2）KarXT 三期临床 ADEPT-2（ADP 适应症）数据读出。

事件

8 月 7 日，再鼎医药公布 25 年二季报，二季度公司收入 1.1 亿美元，同比增长 9%。调整后的经营亏损收窄 37%至 3420 万美元，净亏损收窄 28%至 5490 万美元。

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/E(倍)	-9.53	-12.41	-23.13	82.94	23.20

资料来源：iFinD，中信建投证券

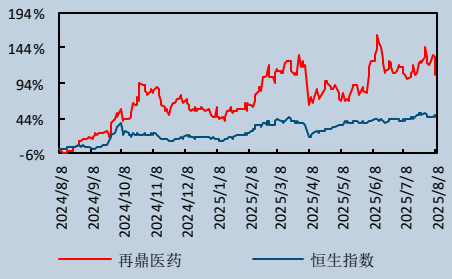
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-4.56/-8.63	20.09/10.54	74.36/27.07

12 月最高/最低价（港元）	34.55/12.42
总股本（万股）	111,078.37
流通 H 股（万股）	111,078.37
总市值（亿港元）	302.13
流通市值（亿港元）	302.13
近 3 月日均成交量（万）	1572.82
主要股东	
JPMorgan Chase & Co.	11.93%

股价表现



本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

简评

因 PARP 抑制剂竞争加剧，整体二季度收入短期承压

公司二季度总收入增长且亏损收窄，核心产品表现分化。公司第二季度总收入 1.1 亿美元，同比增长 9%；调整后经营亏损收窄 37%至 3420 万美元，净亏损减少 28%至 5490 万美元。核心产品表现分化：尼拉帕利收入 4100 万美元，同比下降 9%，由于 PARP 抑制剂类产品竞争态势的变化，销售出现放缓；艾加莫德收入 2650 万美元，同比增长 14%且环比大增 46%，受益于治疗周期延长及市场渗透提升；奥马环素收入 1430 万美元，同比增长 16%，源于市场覆盖范围的扩大和渗透率的提升；新药鼎优乐贡献 460 万美元收入。

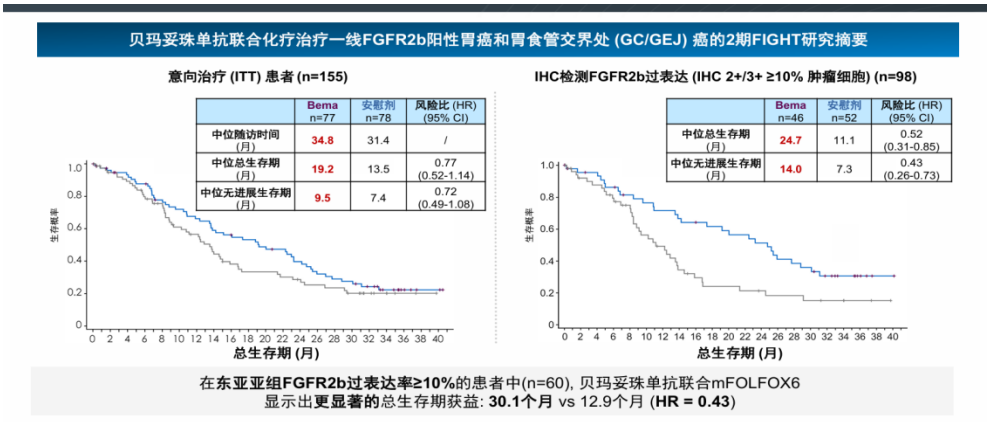
差异化创新管线布局，多款重磅单品有望成为销售增长重要引擎

ZL-1310 在小细胞肺癌领域获加速开发，贝玛妥珠单抗针对特定胃癌研究达标且拟申上市。在广泛期小细胞肺癌领域，ZL-1310（DLL3 ADC） 展现突破性治疗潜力：2025 年 ASCO 公布的全球 Ia/Ib 期研究证实高客观缓解率与良好耐受性，FDA 据此于同年 5 月授予快速通道资格并加速开发。针对 FGFR2b 过表达胃癌，贝玛妥珠单抗的 III 期研究 FORTITUDE-101 达到主要终点，联合化疗显著改善总生存期；基于 2025 年 6 月中期分析，公司计划下半年提交中国上市申请，同步优化眼部安全性管理策略。

艾加莫德获重症肌无力指南升级推荐，ZL-1503 在特应性皮炎显治疗前景。自身免疫领域，艾加莫德获 2025 年 7 月中国重症肌无力诊疗指南升级推荐，明确其用于轻中度至高度活动患者的早期达标治疗与长期维持方案，突显快速持久症状控制的临床价值。此外，ZL-1503（IL-13/IL-31R 双抗） 最新临床前数据显示其中重度特应性皮炎治疗前景，长半衰期特性支持持久抑制炎症与瘙痒通路，奠定临床转化基础。

贝玛妥珠单抗，潜在同类首创治疗胃癌的 FGFR2b 靶向药物。贝玛妥珠单抗一线治疗 FGFR2b 阳性胃癌及胃食管交界处癌的全球 II 期 FIGHT 研究显示：在全意向治疗人群中，联合化疗组中位总生存期达 19.2 个月，中位无进展生存期 9.5 个月。在 FGFR2b 过表达亚组，生存获益显著提升：总生存期延长至 24.7 个月，东亚亚组进一步优化至 30.1 个月。该数据证实生物标志物筛选对疗效的关键影响，支持其作为同类首创靶向疗法的潜力。

图 1:贝玛妥珠单抗二期数据优异



数据来源：公司公告，中信建投证券

25 年下半年公司催化事件丰富。ZL-1310（DLL3 ADC）将启动在广泛期小细胞肺癌二线治疗的全球关键性研究；KarXT 国内精神分裂症适应症有望在 25 年底或 26 年初获批准，其全球 III 期 ADEPT-2 针对阿尔茨海默病引发的精神症状研究数据将于下半年公布。贝玛妥珠单抗 25 年下半年有望公布一线胃癌 FORTITUDE-1 研究完整结果并推进 FORTITUDE-2 数据读出，同步向中国监管部门提交上市申请。

表 1:再鼎医药 25 年下半年催化事件

药物名称	催化性事件	时间节点
ZL-1310	针对二线 ES-SCLC 启动全球关键性研究	2025H2
ZL-1310	针对二线+ES-SCLC 全球 1 期研究数据更新	2025H2
KarXT	NMPA 有望批准用于精神分裂症	2025H2/2026H1
KarXT	公布针对 ADP 的全球 3 期研究 ADEPT-2 数据	2025H2
艾加莫德	在中国提交用于 gMG 和 CIDP 的预充式皮下注射剂型上市申请	2025H2
艾加莫德	推动卫力迦纳入中国国家医保药品目录	2025H2
Povetacicept	大中华区加入针对 pMN 的全球关键性临床研究	2025H2
贝玛妥珠单抗	公布针对胃癌一线治疗的全球 3 期研究 FORTITUDE-1 完整结果	2025H2
贝玛妥珠单抗	全球 3 期研究 FORTITUDE-2 数据读出	2025H2/2026H1
贝玛妥珠单抗	向中国 NMPA 提交胃癌一线治疗上市许可申请	2025H2
VRDN-003	在大中华区启动针对 TED 的注册性临床研究	2025H2

资料来源：公司公告，中信建投证券

研发费用效率提升，销售及行政开支优化

公司二季度多项费用占比下降，亏损收窄且受益于收入增长。公司 2025 年二季度的研发费用和销售、一般及行政费用占收入比例均显著下降。第二季度研发开支同比下降 18%至 5060 万美元，主要受益于资源优先排序与增效举措实施，人员成本及临床研究费用显著降低。销售、一般及行政开支降至 7100 万美元，同比减少 11%，核心动因为人员成本压缩驱动的运营效率提升。调整后经营亏损收窄 37%至 3420 万美元，净亏损同比下降 28%至 5490 万美元。亏损减少主要源于产品收入增速显著高于运营开支增长。

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、57.37 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：新药研发具有研发周期长、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，每一个环节都面临风险。

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

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。

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。

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告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