2025 年 08 月 12 日

证券研究报告•2025 半年报点评

再鼎医药（9688.HK）医疗保健

当前价：26.80 港元

目标价：——港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

重申全年 5.6-5.9 亿收入指引，潜力管线快速推进

投资要点

- **事件**：再鼎医药公布 2025 年中期业绩，2025 年二季度产品收入为 1.1 亿美元（+9%），公司现金及现金等价物、短期投资和受限制现金总计为 8.3 亿美元。重申了 2025 年 5.6-5.9 亿美元的全年收入指引。
- **收入持续攀升，艾加莫德、鼎优乐、纽再乐市场渗透率提升。**艾加莫德 2025Q2 收入 2650 万美元，较一季度环比增长 46%，增长源于治疗时间的延长和市场渗透率的提升；鼎优乐于 2024 年 Q4 上市，2025Q2 收入达 460 万美元；纽再乐 2025 年 Q2 收入 1430 万美元，2024 年同期为 1230 万美元，增长源于其市场覆盖范围的扩大和渗透率的提升。
- **ZL-1310 数据优异，贝玛妥珠单抗 III 期临床达到主要终点。**ZL-1310（DLL3 ADC）在二线 SCLC 治疗中，所有剂量水平（N=33）的 ORR 达 67%，在 1.6mg/kg 组（N=14）的 ORR 为 79%，ZL-1310 在＜2mg/kg 的剂量组中，具有潜在同类最优的安全性，≥3 级 TRAEs 发生率为 6%，未发生≥2 级的间质性肺病(ILD)，没有导致停药或死亡的治疗相关不良事件。2025 年 5 月，FDA 授予 ZL-1310 快速通道资格认定，用于治疗 ES-SCLC。贝玛妥珠单抗联合化疗一线治疗 FGFR2b 过表达胃癌的 III 期临床研究在预设的中期分析中达到主要终点生存期，再鼎医药计划 2025 年下半年加速推进在中国递交上市许可申请。
- **里程碑事件众多，潜力管线快速推进。**KarXT 的精神分裂症适应症有望于 2025 年至 2026 年上半年上市；维替索妥尤单抗（TF ADC）用于化疗期间或之后病情进展的复发或转移性宫颈癌适应症有望于 2025 年至 2026 年上半年上市。预计于 2025 年下半年提交贝玛妥珠单抗用于胃癌一线治疗的上市许可申请；预计于 2025 年下半年向 NMPA 提交 TTFields 用于一线胰腺癌的上市许可申请；预计于 2025 年下半年提交艾加莫德预充式皮下注射用于 gMG 和 CIDP 的上市许可申请。ZL-1310（DLL3 ADC）有望于 2025 年下半年更新二线 ES-SCLC 的全球 I 期研究数据，并启动用于二线 ES-SCLC 的全球关键性研究。
- **盈利预测：**随着艾加莫德、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 5.6、8 和 12.4 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	564.60	797.22	1240.63
增长率	49.59%	41.51%	41.20%	55.62%
归属母公司净利润（百万美元）	-257.10	-148.49	30.02	312.73
增长率	23.17%	42.25%	120.22%	941.83%
每股收益 EPS（美元）	-0.23	-0.13	0.03	0.28
净资产收益率 ROE	-30.57%	-21.44%	4.16%	30.21%
PE	-14.94	-25.86	127.94	12.28

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

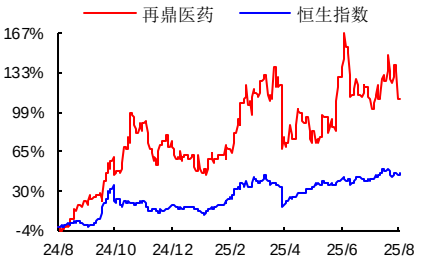
分析师：汤泰萌

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)	12.42-34.55
3 个月平均成交量(百万)	15.97
流通股数(亿)	11.18
市值(亿)	299.52

相关研究

1. 再鼎医药（9688.HK）：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 (2025-04-14)
2. 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)

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%、55%和 51%，对应收入为 2、1.9、1.8 亿美元。

假设 2：艾加莫德 2024 年收入为 0.9 亿美元，假设重症肌无力适应症 2025 年-2027 年市占率分别为 19.5%、29.5%和 39.5%，假设 CIDP 适应症 2025 年-2027 年市占率分别为 4%、13%和 18%。假设美元兑人民币汇率为 7，2025-2027 年收入分别为 1.5、2.8 和 4.2 亿美元。

假设 3：肿瘤电场治疗有望于 2025 年递交胰腺癌的上市申请，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 0.3%和 0.8%，假设美元兑人民币汇率为 7，2025-2027 年收入分别为 0.6、0.9 和 1.4 亿美元。

假设 4：KARXT 于 2024 年底在国内递交上市申请，有望于 2025 年至 2026 年上半年上市，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 5.6、8 和 12.4 亿美元。

表：公司收入预测（亿美元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	**3.9**	**5.6**	**8**	**12.4**
尼拉帕利（则乐）	1.9	2	1.9	1.8
艾加莫德（卫伟迦）	0.9	1.5	2.8	4.2
肿瘤电场治疗（爱普盾）	0.5	0.6	0.9	1.4
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	0.7	1	1.3
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		0.2	0.2	0.3
KarXT			0.1	1
Bemarituzumab			0.1	0.7

*数据来源：wind，西南证券。*假设美元兑人民币汇率为 7*

附：财务报表

资产负债表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	549.67	281.69	135.01	99.44
应收账款	89.41	126.52	178.65	278.02
预付款项	41.53	58.76	82.98	129.13
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	39.88	55.03	75.48	114.02
其他流动资产	330.00	466.98	659.38	1026.12
流动资产总计	1050.48	988.98	1131.50	1646.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	47.96	40.45	32.93	25.42
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	80.43	67.03	53.62	40.22
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.88	6.88	6.88	6.88
非流动资产合计	135.27	114.35	93.44	72.52
资产总计	1185.75	1103.34	1224.93	1719.24
应付账款	100.91	139.25	191.02	288.54
其他流动负	198.48	226.21	266.02	350.07
流动负债合计	299.39	365.46	457.03	638.62
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
负债合计	344.86	410.93	502.50	684.09
股本	0.01	0.01	0.01	0.01
留存收益	50.52	-97.97	-67.96	244.77
归属于母公司股东权益	840.90	692.41	722.43	1035.16
归属于非控制股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
权益合计	840.90	692.41	722.43	1035.16
负债和权益合计	1185.75	1103.34	1224.93	1719.24

现金流量表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	36.34	-148.41	30.09	312.80
折旧与摊销	11.86	20.92	20.92	20.92
财务费用	-19.71	-1.45	-0.73	-0.41
其他经营资金	-243.35	-140.41	-197.61	-369.22
经营性现金净流量	-214.87	-269.36	-147.33	-35.91
投资性现金净流量	-375.19	-0.07	-0.07	-0.07
筹资性现金净流量	349.89	1.45	0.73	0.41
现金流量净额	-240.17	-267.98	-146.68	-35.57

利润表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	398.99	564.60	797.22	1240.63
销售成本	147.86	204.05	279.90	422.81
销售、一般及行政开支	298.74	283.14	266.02	275.58
研发费用	234.50	227.28	221.94	229.85
财务费用	-19.71	-1.45	-0.73	-0.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-282.12	-148.41	30.09	312.80
其他非经营损益	25.01	0.00	0.00	0.00
税前利润	-257.10	-148.41	30.09	312.80
所得税	0.00	0.07	0.07	0.07
税后利润	-257.10	-148.49	30.02	312.73
归属于非控制股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东利润	-257.10	-148.49	30.02	312.73
EBITDA	-264.96	-128.95	50.28	333.31
NOPLAT	16.62	-149.94	29.29	312.32
EPS(元)	-0.23	-0.13	0.03	0.28

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率	49.59%	41.51%	41.20%	55.62%
EBIT 增长率	23.01%	45.86%	119.59%	963.95%
EBITDA 增长率	25.14%	51.33%	138.99%	562.90%
税后利润增长率	23.17%	42.25%	120.22%	941.83%
盈利能力				
毛利率	62.94%	63.86%	64.89%	65.92%
净利率	-64.44%	-26.3%	3.77%	25.21%
ROE	-30.57%	-21.4%	4.16%	30.21%
ROA	-21.68%	-13.4%	2.45%	18.19%
ROIC	75.67%	-47.5%	6.59%	49.16%
估值倍数				
P/E	-14.94	-25.86	127.94	12.28
P/S	9.63	6.80	4.82	3.10
P/B	4.57	5.55	5.32	3.71
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	1.90	1.65	-2.97	-0.08
EV/EBITDA	1.98	1.92	-1.73	-0.07
EV/NOPLAT	-31.62	1.65	-2.98	-0.08

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	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn