再鼎医药 (ZLAB US, 买入, 目标价: US$67.22)

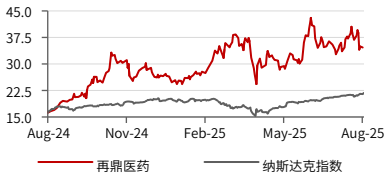
买入 | 持有 | 卖出

目标价: US$67.22	当前股价: US$34.31
股价上行/下行空间	+96%
52 周最高/最低价 (US$)	44.34/16.01
市值 (US$mn)	3,191
当前发行数量(百万股)	93
三个月平均日交易额 (US$mn)	29
流通盘占比 (%)	100
主要股东 (%)	
JPM	12
Qiming	7
Janus Henderson	6

按 2025 年 8 月 12 日收市数据

资料来源: FactSet

股价表现



资料来源: FactSet

核心品种环比增速恢复，有望实现全年增长目标

- **2Q25 稳健增长，盈利能力持续提升；**
- **核心品种放量增长对冲则乐销量承压；**
- **维持“买入”评级，DCF 目标价 67.22 美元。**

业绩稳步改善，盈利能力持续提升：根据公司 1H25 财报，公司实现总收入 2.16 亿美元，同比+15%，其中产品收入净额 2.15 亿美元，合作收入 173 万美元。根据公司 1H25 财报，公司净亏损为 8,917 万美元，同比改善 33%；每股普通股亏损（EPS）为-0.08 美元，较 1H24 的-0.14 美元明显改善，经营亏损率持续下降。2Q25，公司实现总收入 1.10 亿美元，同比+9%，其中产品收入净额 1.091 亿美元，合作收入 892 万美元；公司净亏损为 4,073 万美元，同比改善 49%，主要得益于收入增长及运营费用优化。公司重申 2025 年 5.60 亿-5.90 亿美元全年的业绩指引及 4Q25 实现盈利的目标。

核心品种放量驱动销售增长：根据公司 1H25 财报，2Q25 公司收入增长主要由核心品种拉动，艾加莫德患者使用量创下历史新高，鼎优乐与纽再乐分别受益于市场覆盖扩张及渗透率提升；卫伟迦及卫力迦销售环比+46%。不过，则乐受 PARPi 类产品竞争加剧影响，销量承压。整体来看，高增长品种的放量有效对冲了部分老品种的下滑压力，保持了产品组合的整体增长势头。

市场拓展与指南纳入助推艾加莫德商业化进程：2025 年上半年，公司持续推进核心产品市场渗透，艾加莫德被纳入中国新版重症肌无力诊疗指南的急性期及维持期治疗推荐，有望进一步提升处方端认可度与使用率。与此同时，公司通过延长治疗周期、扩大覆盖医院数量及提升可及性，带动鼎优乐、纽再乐等产品实现稳健增长，并推动卫伟迦/卫力迦环比大幅提升。上述举措不仅夯实了现有产品的市场基础，也为新适应症和潜在品种的商业化奠定渠道优势。

维持"买入"评级，目标价 67.22 美元：基于商业化能力提升和研发管线进展，我们维持目标价 67.22 美元（WACC 9.3%，永续增长率 3.0%）。我们认为，当前估值水平仍低于可比生物医药公司，未能充分反映公司全球化商业布局的价值。未来重点关注卫伟迦/卫力迦和则乐的收入增长，以及公司具有 FIC/BIC 潜力的全球权益管线推进情况。

风险提示：新药研发进度不及预期；核心产品市场竞争加剧；研发资金需求压力；汇率波动风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (US$mn)	267	399	566	851	1,181
毛利润 (US$mn)	171	251	368	551	756
归母净利润 (US$mn)	(334)	(257)	(160)	19	168
每股收益 (US$)	(3.42)	(2.63)	(1.64)	0.19	1.71
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	146.2

资料来源：万得，华兴证券预测

研究团队

赵冰，分析师

证书编号：S1680519040001

电话：+86 21 6015 6766

电邮地址：bingzhao@huaxingsec.com

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。