

再鼎医药 (ZLAB US, 买入, 目标价: US\$36.30)

买入

持有

卖出

目标价: US\$36.30 当前股价: US\$17.05

股价上行/下行空间 +113%

52 周最高/最低价 (US\$) 44.34/16.82

市值 (US\$mn) 1,669

当前发行数量(百万股) 98

三个月平均日交易额 (US\$mn) 18

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

JPM 10

Qiming 6

FMR LLC 3

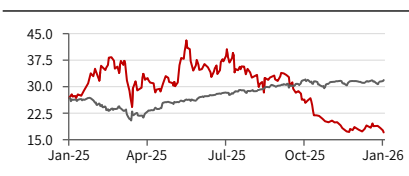
按 2026 年 1 月 27 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	36.30	67.22	-46%
2025E EPS (US\$)	(2.32)	(1.64)	-42%
2026E EPS (US\$)	(2.08)	0.19	-1,169%
2027E EPS (US\$)	(1.75)	1.71	-202%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (US\$mn)	570 (-19%)	849 (-41%)
EPS (US\$)	(0.14) (-1,559%)	0.02 (-10,504%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

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

持续推进“全球质量 + 中国效率”的一体化研发模式

- 全球创新管线进入关键临床推进阶段, 研发对中长期价值的重要性提升;
- 核心商业化产品收入贡献稳定, 放量节奏调整影响短期增长预期;
- 维持"买入"评级, 目标价下调至 36.30 美元 (WACC7.9%)。

研发管线中多项产品进入关键推进阶段: 根据 2026 年摩根大通医疗健康大会披露, Zoci (DLL3 ADC) 已进入全球关键性临床研究阶段, 其全球 1 期临床数据显示具备进一步开发潜力; 同时, 公司在过去一年新增 2 项 IND, 持续拓展研发管线布局, 覆盖肿瘤及免疫疾病等重点领域。整体来看, 公司研发管线规模及适应症持续扩展, 预计至 2030 年将拥有 11 款产品、覆盖 19 个适应症。公司强调“全球质量+中国效率”的一体化研发模式, 预计 2025-2027E 研发投入将维持较高水平, 以支持全球创新项目推进。

商业化产品稳步贡献收入, 核心产品放量节奏调整: 根据 2026 年摩根大通医疗健康大会披露, 公司已建立商业化盈利的中国平台, 在中国市场拥有 8 款商业化产品。基于最新经营信息及模型假设调整, 我们将 2025-2027E 公司收入预测修订为 4.62 / 4.99 / 5.69 亿美元, 收入仍主要由核心商业化产品贡献。分产品看, 本次预测修订主要集中于卫伟迦 (Vyvgart)、纽再乐 (Nuzrya) 及爱普顿 (Optune), 我们分别将其 2025-2027E 收入预测下调至 0.94 / 1.03 / 1.08 亿美元、0.50 / 0.59 / 0.97 亿美元及 0.69 / 0.82 / 1.04 亿美元。

疾病领域聚焦下费用投入维持稳定: 在推进核心疾病领域商业化及全球研发项目的同时, 公司研发费用及 SG&A 费用投入维持稳定。我们预计 2025E-2027E, 公司 SG&A 费用分别为 3.10 亿美元/3.17 亿美元/ 3.23 亿美元。截至 3Q25, 现金及等价物、短期投资及受限现金合计约 8.17 亿美元, 为研发投入及商业化推进提供资金支持。在收入规模扩大的同时, 费用端投入仍对盈利表现形成影响, 公司持续通过资源配置优化提升运营效率。

维持"买入"评级, 目标价下调至 36.30 美元: 基于国内药物市场的变化和研发管线进展, 我们将目标价从 67.22 美元下调至 36.30 美元 (WACC 从 9.3%下调至 7.9%, 永续增长率从 3.0%上调至 5.0%)。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 潜力的全球权利管线推进情况。

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	462	499	569
毛利润 (US\$mn)	171	251	301	322	363
归母净利润 (US\$mn)	(334)	(257)	(227)	(204)	(172)
每股收益 (US\$)	(3.42)	(2.63)	(2.32)	(2.08)	(1.75)
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

预测调整

再鼎医药 2025 年收入仍主要由卫伟迦 (Vyvgart) 及则乐 (Zejula) 贡献。核心产品持续商业化, 公司收入规模逐步释放, 但研发投入及销售管理费用保持在较高水平, 盈利能力仍受到费用端影响。基于此, 我们调整 2025/2026/2027 年收入预测至 4.62 亿美元/4.99 亿美元/5.69 亿美元 (变动-18.3%/-41.3%/-51.8%), 并将归母净利润预测调整至-2.27 亿美元/-2.04 亿美元/-1.72 亿美元 (降幅-42.0%/NA/NA), 对应 EPS 调整为-2.32 美元/-2.08 美元/-1.75 美元。

分产品看, 卫伟迦 (Vyvgart) 受竞争格局及放量节奏影响, 我们下调其 2025E-2027E 年销售预测至 0.94 亿美元/1.03 亿美元/1.08 亿美元 (分别变动 -35.6%/-49.8%/-64.3%); Optune 受市场需求与渗透率假设调整影响, 下调 2025E-2027E 年销售预测至 69 百万美元/82 百万美元/104 百万美元 (分别变动 -3.8%/-13.0%/-20.4%); 则乐 (Zejula) 维持 2025E-2027E 年销售预测为 1.95 亿美元/1.78 亿美元/1.51 亿美元。整体来看, 公司收入结构仍高度集中于核心产品, 核心产品在国内市场的销售进展低于此前预期。

图表 1: 再鼎医药- 25E-27E 年核心预测修正

百万美元	新			旧			变化 (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	462	499	569	566	851	1181	-18.3%	-41.3%	-51.8%
毛利	301	322	363	368	551	756	-18.3%	-41.5%	-52.0%
归母净利润	-227	-204	-172	-160	19	168	-42.0%	NA	NA
EPS (元)	-2.32	-2.08	-1.75	-1.64	0.19	1.71	-42.0%	NA	NA
研发费用	223	212	212	223	212	212	0.0%	0.0%	0.0%
销售, 一般及行政费用	310	317	323	310	317	323	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告、华兴证券预测

图表 2: 再鼎医药- 25E-27E 年分部营收预测更新

百万美元	新			旧			变化 (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Zejula	195	178	151	195	178	151	0.0%	0.0%	0.0%
Optune	69	82	104	71	95	130	-3.8%	-13.0%	-20.4%
Qinlock	33	45	48	33	45	48	0.0%	0.0%	0.0%
Nuzyra	50	59	97	79	137	174	-37.5%	-57.1%	-44.4%
Vyvgart	94	103	108	146	205	304	-35.6%	-49.8%	-64.3%

资料来源: 公司公告、华兴证券预测

重申“买入”评级，下调目标价至 US\$36.30（之前为 US\$67.22）

我们采用两阶段 DCF 模型对再鼎医药进行估值：第一阶段为 2026 年至 2030 年，第二阶段自 2031 年起为永续期。我们使用的 WACC 为 7.9%（之前为 9.3%）。WACC 估算基于以下假设：

2.5% 的无风险利率（之前为 4.0%），6.0% 的股权风险溢价，1.00 的贝塔系数，4.4% 的债务成本，25% 的边际税率，以及 10.0% 的债务/总资本比率。尽管产品收入增速放缓，公司仍在第 44 届摩根大通医疗健康大会上披露，其 DLL3 抗体药物偶联物 Zoci 已进入全球关键临床阶段，一期临床数据表现积极。公司过去一年新增 2 项新药临床试验申请，持续拓展肿瘤与免疫领域管线布局；计划 2030 年实现 11 款产品覆盖 19 个适应症，并重申“全球品质+中国效率”的一体化研发模式，目前公司增长模式正迎来战略性转型。考虑到公司研发管线的进展，我们将公司永续增长率调整为 5.0%（之前为 3.0%）。

我们得出 DCF 目标价为 36.30 美元，相较于 2026 年 1 月 27 日的最新收盘价 17.05 美元，具有 113% 的上行空间。

根据我们可比公司估值分析，行业领先企业如信达生物、百济神州等在 2026 年的平均预测企业价值/营收为 7.4 倍，而再鼎医药的 2026 年企业价值/营收预测为 3.9 倍，低于行业平均水平。我们认为，当前估值水平主要反映了核心产品短期放量节奏及盈利兑现的不确定性，尚未充分体现公司已建立的海外商业化体系及在研管线的整体布局。随着核心产品海外销售逐步推进、研究项目持续推进，公司中长期发展空间仍有望逐步显现。

图表 3：再鼎医药- DCF 估值

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	-703	-443	-334	-257	-227	-204	-172	-137	144	301
财务费用	2	15	40	39	5	2	-0	-3	-4	-4
EBIT	-701	-428	-295	-218	-223	-202	-172	-139	139	297
EBIT*(1-t)	-701	-428	-295	-218	-223	-202	-172	-139	103	222
固定资产折旧	4	6	10	13	17	21	26	31	36	41
无形资产摊销	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
营运资本变动	54	-56	39	-68	-13	-7	-17	-34	-65	-58
资本开支	-18	-17	-7	-6	-31	-37	-39	-42	-44	-47
自由现金流	-662	-496	-253	-279	-249	-225	-202	-184	30	158
贴现因子	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
自由现金流现值	-	-	-	-	-	-208	-174	-147	22	108

估值简介	2026年底
自由现金流现值 (2026E-30E)	-399
永续现金流现值	3,979
企业价值	3,581
(-) 净负债	27
(-) 少数股东权益	-
股权价值	3,554
总股本 (百万)	98
目标价	US\$36.30
股票现价	US\$17.05
上行/(下行)空间 %	113%

WACC 计算	
无风险利率	2.5%
股权风险溢价	6.0%
贝塔系数	1.00
权益成本	8.5%
债务成本	2.8%
边际税率	25.0%
税后债务成本	2.1%
债务/总资本比例	10.0%
WACC	7.9%

目标价 (美元)	敏感性分析对应永续增长率和 WACC				
	7.5%	7.7%	7.9%	8.1%	8.3%
4.0%	29.54	27.39	25.48	23.75	22.19
4.5%	35.46	32.60	30.08	27.86	25.87
5.0%	43.80	39.77	36.30	33.30	30.67
5.5%	56.39	50.25	45.16	40.88	37.22
6.0%	77.64	67.08	58.80	52.14	46.67

永续增长率	5.0%
-------	------

注：收盘价截至 2026 年 1 月 27 日。

资料来源：万得，华兴证券预测

图表 4：再鼎医药- 可比公司估值

公司	代码	收盘价	总市值	企业价值	营收 (百万美元)					企业价值/营收		
					2026/1/27	(百万美元)	(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A
信达生物*	1801 HK	HK\$81.85	18,209	18,153	1,316	1,742	2,112	2,417	13.8	10.4	8.6	7.5
百济神州*	6160 HK	HK\$202.20	39,960	45,572	3,810	5,387	6,487	7,096	12.0	8.5	7.0	6.4
中国生物制药	1177 HK	HK\$6.67	16,048	17,194	4,032	4,556	5,086	5,713	4.3	3.8	3.4	3.0
君实生物	1877 HK	HK\$24.08	3,171	5,316	272	370	502	620	19.5	14.4	10.6	8.6
平均值									12.4	9.3	7.4	6.4
再鼎医药*	ZLAB US	US\$17.05	1,909	2,175	399	472	552	657	5.5	4.6	3.9	3.3

注：标注(*)的公司销售收入预测来自华兴证券，其他未覆盖公司数据来自万得一致预测。

资料来源：公司公告，万得，华兴证券预测

风险提示

- **药物研发不达预期：**平均而言，一种新药完成从初始测试到正式上市的过程至少需要 10 年。根据美国制药生产和研发协会（PhRMA）的研究，在这段时间内，临床试验大约需要六到七年才能获得批准。虽然许可交易缩短了新治疗项目的开发时间，但也存在相关的风险，可能无法获得积极的测试结果。相反，可能会出现延误，或者某个治疗项目可能无法获得监管机构的批准。这可能会影响到这样一家处于早期阶段的特许经营公司的财务表现，并最终影响到再鼎医药的利润。
- **竞争加剧：**竞争对手开始在获批药品的研发方面迎头赶上。随着更多竞争对手进入市场，再鼎医药将更难使其商业模式差异化，利润率可能面临压力。
- **不利的融资环境：**药物开发和商业化成本高昂。即使药物上市，也往往需要几年的时间才能获得商业盈利。因此，公司需要保持充沛在手现金，并且依赖于股权或者债券融资。如果融资环境不友好，公司的融资成本将提高，或者融资周期变长，影响公司的运营。
- **外汇损益波动风险：**再鼎医药的大部分交易以人民币结算，而部分国际结算以美元结算。不利的外汇汇率可能会对公司的收益产生负面影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
则乐	191	195	178	151
爱普盾	60	69	82	104
Efgartigimod	61	94	103	108
其他收入	87	104	136	206
营业收入	399	462	499	569
营业成本	(148)	(162)	(177)	(206)
毛利润	251	301	322	363
管理及销售费用	(533)	(533)	(528)	(535)
其中: 研发支出	(235)	(223)	(212)	(212)
其中: 市场营销支出	0	0	0	0
其中: 管理支出	0	0	0	0
息税前利润	(218)	(223)	(202)	(172)
息税折旧及摊销前利润	(202)	(202)	(177)	(143)
利息收入	37	5	2	(0)
利息支出	(2)	(0)	(0)	(0)
税前利润	(257)	(227)	(204)	(172)
所得税	0	0	0	0
净利润	(257)	(227)	(204)	(172)
基本每股收益 (US\$)	(2.63)	(2.32)	(2.08)	(1.75)

资产负债表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,050	825	644	514
货币资金	780	523	315	133
应收账款	89	104	112	128
存货	40	44	48	56
其他流动资产	142	155	169	198
非流动资产	135	139	156	169
固定资产	48	101	116	127
无形资产	56	7	9	11
商誉	0	0	0	0
其他	4	4	4	4
资产	1,186	964	800	683
流动负债	299	193	211	245
短期借款	132	10	12	14
预收账款	0	0	0	0
应付账款	101	110	121	141
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0
负债	345	238	257	290
股份	0	0	0	0
资本公积	3,264	3,264	3,264	3,264
未分配利润	(2,453)	(2,604)	(2,731)	(2,826)
归属于母公司所有者权益	841	726	543	393
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	1,186	964	800	683

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(257)	(227)	(204)	(172)
折旧摊销	16	21	25	29
利息 (收入) / 支出	39	5	2	(0)
其他非现金科目	77	77	77	77
其他	(97)	(28)	(20)	(27)
营运资本变动	7	4	4	4
经营活动产生的现金流量	(215)	(150)	(116)	(89)
资本支出	(6)	(31)	(37)	(39)
收购及投资	(314)	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(56)	(56)	(56)	(56)
投资活动产生的现金流量	(375)	(87)	(93)	(95)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	132	(122)	2	2
发行 (回购) 股份	219	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	350	(122)	2	2
现金及现金等价物净增加额	(240)	(358)	(207)	(182)
自由现金流	(279)	(249)	(225)	(202)

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
则乐 毛利率 (%)	80	80	79	78
爱普盾 毛利率 (%)	80	80	80	78
擎乐 毛利率 (%)	80	80	80	78
卫伟迦 毛利率 (%)	80	80	80	78

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	49.6	15.9	8.0	14.1
毛利润	46.9	19.7	7.2	12.7
息税折旧及摊销前利润	28.4	(0.1)	12.2	19.4
净利润	23.1	11.5	10.4	15.8
稀释每股调整收益	23.1	11.5	10.4	15.8
盈利率 (%)				
毛利率	62.9	65.0	64.5	63.8
息税折旧摊销前利润率	(50.5)	(43.6)	(35.5)	(25.1)
息税前利润率	(54.6)	(48.1)	(40.4)	(30.2)
净利率	(64.4)	(49.2)	(40.8)	(30.1)
净资产收益率	(30.6)	(31.3)	(37.5)	(43.7)
总资产收益率	(21.7)	(23.6)	(25.5)	(25.1)
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.5	4.3	3.1	2.1
速动比率	3.4	4.1	2.8	1.9
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A
市销率	29.3	25.3	23.4	20.5

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%。