

# 多纳非尼上市快速放量，持续加大创新研发

## 投资要点

- 业绩总结:**公司2021年收入1.9亿元(+588.2%)，实现净利润-4.5亿元，扣非净利润-5亿元。2022年一季度公司收入0.4亿元，实现净利润-1.2亿元，扣非净利润-1.3亿元。
- 多纳非尼6月获批上市，年内实现1.6亿元收入，未来放量值得期待。**公司重磅品种多纳非尼首个适应症一线治疗肝细胞癌已于2021年6月获批上市，年内实现1.6亿元销售收入。多纳非尼已纳入2021年国家医保目录，同时被纳入卫健委、CSCO等的多个临床指南，将有助于该药品在临床广泛推广。多纳非尼后续适应症也在顺利推进中：1、局部晚期/转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌适应症已提交NDA；2、多纳非尼分别于PD-1、PD-L1、双抗(PD-L1/CTLA-4)联用治疗多种肿瘤的三个临床试验处于I期阶段，有望成为长期增长点。
- 杰克替尼临床数据优异，有望成为me better潜力药物。**JAK抑制剂杰克替尼用于治疗中、高危骨髓纤维化的II期临床试验数据显示其有效率明显高于同类药物芦可替尼的历史数据，有望成为同机制的me better创新药，芦可替尼在全球销售额超过30亿美金，杰克替尼潜力可观。杰克替尼研发进展：治疗中高危骨髓纤维化处于III期临床、芦可替尼不耐受骨髓纤维化处于IIb期临床；治疗重症斑秃处于III期临床，为治疗斑秃的国内第一梯队药物；中重度特应性皮炎、特发性肺纤维化、强直性脊柱炎、中重度斑块状银屑病、移植植物抗宿主病等处于II期临床；乳膏治疗轻中度斑秃(外用)和轻中度特应性皮炎(外用)适应症处于I/II期临床。治疗骨髓纤维化获得FDA孤儿药资格认定，已启动美国I期临床试验，该产品出海值得期待。
- 外用重组人凝血酶竞争格局好，上市值得期待。**生物止血药外用重组人凝血酶是III期临床结果达到预设主要终点，公司已完成BLA前沟通交流申请。该药品是国内唯一处于试验阶段的重组人凝血酶，竞争格局好，临床数据显示止血效果好，具备广泛应用于外科止血的潜力。根据Frost & Sullivan预测，我国外科手术局部止血市场规模约为80亿元，重组人凝血酶上市后有望分得可观市场。
- 持续加大研发投入，不断丰富在研管线。**公司持续加大研发投入，2021年研发投入5.1亿元，同比增加62.1%。公司共有16个主要在研创新药，覆盖肿瘤、出血和血液疾病、肝胆疾病、免疫炎症性疾病等领域。早期项目中包括多个双抗、一个三抗、KRAS抑制剂等具有稀缺性的创新药。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为-0.88元、-0.38元、0.1元。考虑到多纳非尼上市快速放量，后续多个品种/新增适应症处于后期临床阶段，有望在近三年陆续获批上市，公司业绩有支撑，维持“持有”评级。
- 风险提示:**在研项目研发进度不及预期；销售推广能力尚未获得验证。

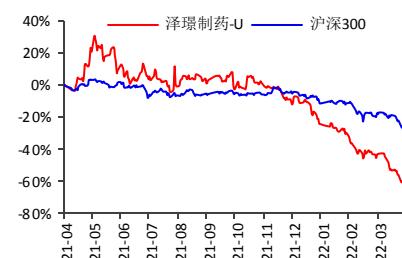
| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E  | 2024E   |
|---------------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 190.36  | 619.18  | 890.67 | 1225.06 |
| 增长率           | 588.19% | 225.27% | 43.85% | 37.54%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | -451.00 | -211.86 | -91.67 | 24.24   |
| 增长率           | -41.28% | 53.02%  | 56.73% | 126.44% |
| 每股收益EPS(元)    | -1.88   | -0.88   | -0.38  | 0.10    |
| 净资产收益率ROE     | -36.87% | -18.62% | -8.42% | 2.14%   |
| PE            | -       | -       | -      | 253     |
| PB            | 5.12    | 5.67    | 5.94   | 5.70    |

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 总股本(亿股)     | 2.4      |
| 流通A股(亿股)    | 1.4      |
| 52周内股价区间(元) | 21.68-85 |
| 总市值(亿元)     | 59       |
| 总资产(亿元)     | 16.9     |
| 每股净资产(元)    | 4.5      |

## 相关研究

- 泽璟制药(688266): 业绩表现良好，多纳非尼销售顺利推进 (2021-10-27)
- 泽璟制药(688266): 多纳非尼开始贡献收入，在研管线顺利推进 (2021-08-27)
- 泽璟制药(688266): 多纳非尼片获批上市，公司进入收获期 (2021-06-11)
- 泽璟制药(688266): 多纳非尼上市在即，股票激励计划激发员工积极性 (2021-05-02)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)          | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入               | 190.36         | 619.18         | 890.67         | 1225.06        | 净利润               | -461.99      | -211.86      | -91.67       | 24.24        |
| 营业成本               | 6.27           | 17.83          | 41.43          | 59.89          | 折旧与摊销             | 44.88        | 16.81        | 16.81        | 16.81        |
| 营业税金及附加            | 0.48           | 1.57           | 2.25           | 3.10           | 财务费用              | -34.58       | 0.20         | 0.00         | 0.00         |
| 销售费用               | 139.74         | 185.75         | 213.76         | 269.51         | 资产减值损失            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 管理费用               | 78.05          | 123.84         | 133.60         | 147.01         | 经营营运资本变动          | -60.47       | -18.00       | -25.87       | -73.25       |
| 财务费用               | -34.58         | 0.20           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 57.53        | -2.48        | -0.63        | -3.43        |
| 资产减值损失             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 经营活动现金流量净额        | -454.62      | -215.33      | -101.35      | -35.63       |
| 投资收益               | 11.06          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -53.01       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 公允价值变动损益           | 1.74           | 2.48           | 2.63           | 2.43           | 其他                | 379.67       | 2.48         | 2.63         | 2.43         |
| 其他经营损益             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 投资活动现金流量净额        | 326.66       | 2.48         | 2.63         | 2.43         |
| <b>营业利润</b>        | <b>-459.04</b> | <b>-207.52</b> | <b>-87.75</b>  | <b>27.98</b>   | 短期借款              | 114.14       | -131.81      | 0.00         | 0.00         |
| 其他非经营损益            | -6.10          | -3.05          | -3.56          | -3.82          | 长期借款              | -30.03       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>        | <b>-465.15</b> | <b>-210.57</b> | <b>-91.31</b>  | <b>24.17</b>   | 股权融资              | 30.88        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 所得税                | -3.16          | 1.28           | 0.36           | -0.07          | 支付股利              | 0.00         | 90.20        | 42.37        | 18.33        |
| <b>净利润</b>         | <b>-461.99</b> | <b>-211.86</b> | <b>-91.67</b>  | <b>24.24</b>   | 其他                | -20.99       | -37.46       | 0.00         | 0.00         |
| 少数股东损益             | -10.99         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 筹资活动现金流量净额        | 93.99        | -79.07       | 42.37        | 18.33        |
| 归属母公司股东净利润         | -451.00        | -211.86        | -91.67         | 24.24          | <b>现金流量净额</b>     | -35.41       | -291.91      | -56.35       | -14.86       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2021A</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | <b>财务分析指标</b>     | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 货币资金               | 1136.63        | 844.72         | 788.37         | 773.51         | <b>成长能力</b>       |              |              |              |              |
| 应收和预付款项            | 126.85         | 159.07         | 257.20         | 357.15         | 销售收入增长率           | 588.19%      | 225.27%      | 43.85%       | 37.54%       |
| 存货                 | 51.91          | 17.83          | 22.86          | 22.96          | 营业利润增长率           | -50.59%      | 54.79%       | 57.72%       | 131.89%      |
| 其他流动资产             | 90.56          | 147.57         | 183.66         | 228.11         | 净利润增长率            | -48.71%      | 54.14%       | 56.73%       | 126.44%      |
| 长期股权投资             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | -44.42%      | 57.55%       | 62.77%       | 163.16%      |
| 投资性房地产             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |              |              |              |              |
| 固定资产和在建工程          | 126.46         | 121.99         | 117.53         | 113.06         | 毛利率               | 96.71%       | 97.12%       | 95.35%       | 95.11%       |
| 无形资产和开发支出          | 116.29         | 105.24         | 94.20          | 83.15          | 三费率               | 96.24%       | 50.03%       | 39.00%       | 34.00%       |
| 其他非流动资产            | 97.26          | 95.95          | 94.65          | 93.35          | 净利润率              | -242.69%     | -34.22%      | -10.29%      | 1.98%        |
| <b>资产总计</b>        | <b>1745.96</b> | <b>1492.38</b> | <b>1558.47</b> | <b>1671.28</b> | ROE               | -36.87%      | -18.62%      | -8.42%       | 2.14%        |
| 短期借款               | 131.81         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | -26.46%      | -14.20%      | -5.88%       | 1.45%        |
| 应付和预收款项            | 188.01         | 242.64         | 358.04         | 428.28         | ROIC              | -429.98%     | -113.32%     | -39.24%      | 9.73%        |
| 长期借款               | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | -235.73%     | -30.77%      | -7.96%       | 3.66%        |
| 其他负债               | 173.06         | 111.99         | 111.99         | 111.99         | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>        | <b>492.88</b>  | <b>354.63</b>  | <b>470.02</b>  | <b>540.26</b>  | 总资产周转率            | 0.10         | 0.38         | 0.58         | 0.76         |
| 股本                 | 240.00         | 240.00         | 240.00         | 240.00         | 固定资产周转率           | 2.10         | 6.38         | 9.63         | 13.91        |
| 资本公积               | 2205.21        | 2205.21        | 2205.21        | 2205.21        | 应收账款周转率           | 6.10         | 7.56         | 6.56         | 5.82         |
| 留存收益               | -1242.56       | -1364.22       | -1413.52       | -1370.94       | 存货周转率             | 0.17         | 0.51         | 1.94         | 2.45         |
| 归属母公司股东权益          | 1196.32        | 1080.99        | 1031.69        | 1074.26        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 77.27%       | —            | —            | —            |
| 少数股东权益             | 56.76          | 56.76          | 56.76          | 56.76          | <b>资本结构</b>       |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>1253.08</b> | <b>1137.75</b> | <b>1088.45</b> | <b>1131.02</b> | 资产负债率             | 28.23%       | 23.76%       | 30.16%       | 32.33%       |
| 负债和股东权益合计          | 1745.96        | 1492.38        | 1558.47        | 1671.28        | 带息债务/总负债          | 26.74%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
| <b>业绩和估值指标</b>     | <b>2021A</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | 流动比率              | 3.69         | 4.82         | 3.50         | 3.23         |
| EBITDA             | -448.74        | -190.51        | -70.93         | 44.80          | 速动比率              | 3.55         | 4.75         | 3.43         | 3.17         |
| PE                 | —              | —              | —              | 252.79         | 股利支付率             | 0.00%        | 42.58%       | 46.22%       | -75.64%      |
| PB                 | 5.12           | 5.67           | 5.94           | 5.70           | <b>每股指标</b>       |              |              |              |              |
| PS                 | 32.19          | 9.90           | 6.88           | 5.00           | 每股收益              | -1.88        | -0.88        | -0.38        | 0.10         |
| EV/EBITDA          | -11.18         | -26.94         | -73.16         | 116.17         | 每股净资产             | 4.98         | 4.50         | 4.30         | 4.48         |
| 股息率                | 0.00%          | —              | —              | —              | 每股经营现金            | -1.89        | -0.90        | -0.42        | -0.15        |
|                    |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00         | -0.38        | -0.18        | -0.08        |

数据来源: Wind, 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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理            | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理            | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理            | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf @swsc.com.cn     |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龑  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |