

适应症拓展持续推进, 步入研发收获期

投资要点

- **事件:** 2022年8月3日, 泽璟制药宣布自主研发产品盐酸杰克替尼片用于芦可替尼不耐受的中、高危骨髓纤维化患者的关键 IIB 期注册临床试验取得成功。
- **杰克替尼两项适应症 NDA 在即, 创新研发步入收获期。** 杰克替尼是公司自主研发的一款新型 JAK 抑制剂类药物, 对 Janus 激酶包括 JAK1、JAK2、JAK3 和 TYK2 具有显著的抑制作用。针对芦可替尼不耐受的中、高危骨髓纤维化患者, 杰克替尼在关键 IIB 期注册临床试验中展现出良好的疗效数据, 主要疗效终点结果显示, 24 周时脾脏体积较基线缩小 $\geq 35\%$ 的患者比例 (SVR35) 达 43.2%, 达到预设的统计学标准, 结果稳健。我们认为, 随着杰克替尼用于芦可替尼不耐受的中、高危骨髓纤维化患者的关键 IIB 期注册临床试验取得成功, 杰克替尼一线治疗中高危骨髓纤维化、芦可替尼不耐受的中高危骨髓纤维化两个适应症 NDA 在即, 预计将会对公司未来的营收产生显著的影响。
- **外用重组人凝血酶 NDA 已获国家药监局受理, 未来市场可观。** 生物止血药外用重组人凝血酶 III 期临床结果达到预设主要终点, 上市许可申请已于 5 月 25 日获国家药监局受理。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 80 亿元, 叠加凝血酶属于《国家临床必需易短缺药品重点监测清单》中的品种, 我们认为, 重组人凝血酶上市后将为止血药市场带来新的选择, 有望分得可观市场。
- **医保以量换价+商业化团队建设+适应症落地, 多纳非尼放量值得期待。** 重磅品种多纳非尼 2021 年上市半年便实现 1.6 亿元销售收入, 初露锋芒。三重逻辑看好多纳非尼未来发展, 第一, 多纳非尼于 2021 年底纳入医保目录, 2022 年实现快速放量, Q1 销售量较四季度环比增长 60%; 第二, 公司加大多纳非尼商业化团队的建设, 2022Q1 新增超百名一线销售人员, 进院和放量正在稳步推进; 第三, 多纳非尼后续适应症逐步落地, 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, 有望于今年获批上市。我们认为, 随着多纳非尼医保和医院准入的推进, 叠加后续适应症的落地, 有望长期为公司业绩赋能。
- **盈利预测与投资建议:** 随着公司研发投入的不断提升, 管线的逐步落地, 多纳非尼纳入医保后的快速放量, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 -2.12、-0.92 和 1.56 亿元, 对应 EPS 为 -0.88、-0.38 和 0.65 元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

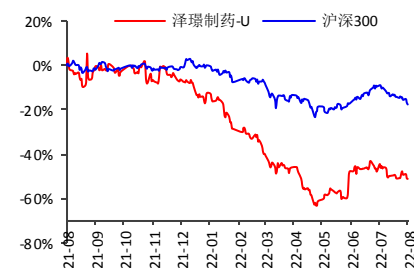
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	190.36	619.18	890.67	1425.06
增长率	588.19%	225.27%	43.85%	60.00%
归属母公司净利润(百万元)	-451	-211.86	-91.67	156.11
增长率	-41.28%	53.02%	56.73%	270.29%
每股收益 EPS(元)	-1.88	-0.88	-0.38	0.65
净资产收益率 ROE	-36.87%	-18.62%	-8.42%	12.36%
PE	-17	-37	-86	50
PB	6.58	7.28	7.63	6.53

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
联系人: 汤泰萌
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.40
流通 A 股(亿股)	1.41
52 周内股价区间(元)	21.68-71.38
总市值(亿元)	78.72
总资产(亿元)	16.89
每股净资产(元)	4.45

相关研究

1. 泽璟制药(688266): 杰克替尼 NDA 在即, 管线落地提速 (2022-06-21)
2. 泽璟制药(688266): 杰克替尼申请新冠适应症, 多纳非尼放量值得期待 (2022-06-02)
3. 泽璟制药(688266): 多纳非尼上市快速放量, 持续加大创新研发 (2022-04-29)
4. 泽璟制药(688266): 业绩表现良好, 多纳非尼销售顺利推进 (2021-10-27)
5. 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)

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	1425.06	净利润	-461.99	-211.86	-91.67	156.11
营业成本	6.27	17.83	41.43	59.89	折旧与摊销	44.88	30.52	30.52	30.52
营业税金及附加	0.48	1.57	2.25	3.60	财务费用	-34.58	0.20	0	0
销售费用	139.74	185.75	213.76	313.51	资产减值损失	0	0	0	0
管理费用	78.05	123.84	133.60	171.01	经营营运资本变动	-60.47	-18.00	-25.87	-88.23
财务费用	-34.58	0.20	0	0	其他	57.53	-2.48	-0.63	-3.43
资产减值损失	0	0	0	0	经营活动现金流净额	-454.62	-201.62	-87.65	94.97
投资收益	11.06	0	0	0	资本支出	-53.01	0	0	0
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	0	0	0	投资活动现金流净额	326.66	2.48	2.63	2.43
营业利润	-459.04	-207.52	-87.75	159.48	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	0	0
利润总额	-465.15	-210.57	-91.31	155.66	股权融资	30.88	0	0	0
所得税	-3.16	1.28	0.36	-0.45	支付股利	0	90.20	42.37	18.33
净利润	-461.99	-211.86	-91.67	156.11	其他	-20.99	-37.46	0	0
少数股东损益	-10.99	0	0	0	筹资活动现金流净额	93.99	-79.07	42.37	18.33
归属母公司股东净利润	-451	-211.86	-91.67	156.11	现金流量净额	-35.41	-278.21	-42.65	115.74
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1136.63	858.43	815.77	931.51	成长能力				
应收和预付款项	126.85	159.07	257.20	411.54	销售收入增长率	588.19%	225.27%	43.85%	60%
存货	51.91	17.83	22.86	22.96	营业利润增长率	-50.59%	54.79%	57.72%	281.75%
其他流动资产	90.56	147.57	183.66	254.70	净利润增长率	-48.71%	54.14%	56.73%	270.29%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	-44.42%	60.60%	67.63%	431.98%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	126.46	120.28	114.11	107.93	毛利率	96.71%	97.12%	95.35%	95.8%
无形资产和开发支出	116.29	93.25	70.21	47.17	三费率	96.24%	50.03%	39%	34%
其他非流动资产	97.26	95.95	94.65	93.35	净利率	-242.69%	-34.22%	-10.29%	10.95%
资产总计	1745.96	1492.38	1558.47	1869.17	ROE	-36.87%	-18.62%	-8.42%	12.36%
短期借款	131.81	0	0	0	ROA	-26.46%	-14.20%	-5.88%	8.35%
应付和预收款项	188.01	242.64	358.04	494.28	ROIC	-429.98%	-117.70%	-43.19%	58.89%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	-235.73%	-28.55%	-6.43%	13.33%
其他负债	173.06	111.99	111.99	111.99	营运能力				
负债合计	492.88	354.63	470.02	606.27	总资产周转率	0.10	0.38	0.58	0.83
股本	240	240	240	240	固定资产周转率	2.10	6.44	9.90	17.01
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	6.17
留存收益	-1242.56	-1364.22	-1413.52	-1239.07	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	1206.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.77	0	0	0
少数股东权益	56.76	56.76	56.76	56.76	资本结构				
股东权益合计	1253.08	1137.75	1088.45	1262.89	资产负债率	0.28	0.24	0.30	0.32
负债和股东权益合计	1745.96	1492.38	1558.47	1869.17	带息债务/总负债	0.27	0	0	0
					流动比率	3.69	4.88	3.57	3.28
					速动比率	3.55	4.80	3.51	3.23
					股利支付率	0	0.43	0.46	(0.12)
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	-448.74	-176.80	-57.23	190	每股收益	-1.88	-0.88	-0.38	0.65
PE	-17.45	-37.16	-85.87	50.42	每股净资产	4.98	4.5	4.3	5.03
PB	6.58	7.28	7.63	6.53	每股经营现金	-1.89	-0.84	-0.37	0.4
PS	41.35	12.71	8.84	5.52	每股股利	0	-0.38	-0.18	-0.08
EV/EBITDA	-15.07	-38.82	-120.68	35.74					
股息率	0	0	0	0					

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
行业评级	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
	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 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 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