

2023年08月28日

泽璟制药（688266.SH）

公司快报

医药 | 化学制剂III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-08-28)

41.00 元

交易数据

总市值（百万元）	10,853.04
流通市值（百万元）	5,888.07
总股本（百万股）	264.71
流通股本（百万股）	143.61
12个月价格区间	58.30/30.40

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.85	-24.13	41.67
绝对收益	-18.68	-26.68	33.03

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsc.cn

相关报告

多纳非尼快速放量，在研管线即将密集收获

投资要点

- ◆ **2023H1 营收快速增长，净亏损同比缩窄。**公司发布 2023 年半年度报告：（1）2023H1，公司实现营收 2.20 亿元（+108.66%，同增，下同），主要受益于多纳非尼商业化覆盖范围进一步扩大；归母净利润-1.14 亿元，亏损同比缩窄 53.76%；扣非归母净利润-1.30 亿元，亏损同比缩窄 50.63%。费用方面，销售、管理、研发费用分别为 1.18 亿元（+29.58%）、0.65 亿元（-84.51%）、2.20 亿元（-13.73%），其中管理费用大幅下降主要系根据股权激励计划考核结果冲回前期计提的股份支付费用所致。（2）2023Q2，公司实现营收 1.12 亿元（+81.30%）；归母净利润-0.57 亿元，亏损同比缩窄 55.32%；扣非归母净利润-0.66 亿元，亏损同比缩窄 52.19%。
- ◆ **多纳非尼覆盖范围扩大，有望持续放量。**公司首款商业化产品多纳非尼 2021 年 6 月获批用于治疗肝细胞癌，同年 12 月纳入医保；2022 年 8 月甲状腺癌适应症获批。商业化方面，公司积极推进多纳非尼进入医保双通道，截至 2023H1 已准入 833 家医院（2022 年末 653 家）、744 家双通道药房（2022 年末 443 家），2023H1 实现销售收入约 2.17 亿元（+106.06%）。2023 ASCO 年会已读出 17 项多纳非尼研究成果，商业化推广有望进一步加速。
- ◆ **杰克替尼骨髓纤维化在研进度领先，自免领域深度布局。**杰克替尼作为自研多靶点 JAK 抑制剂，（1）骨髓纤维化领域有望提供新的治疗选择。其中治疗 1L 中高危骨髓纤维化适应症已提交 NDA 并获受理，目前已完成临床现场核查、制剂注册核查及原料药生产注册二合一检查；治疗 2L 芦可替尼不耐受、芦可替尼复发/难治的骨髓纤维化 II B 期临床试验已完成随访，结果显示杰克替尼疗效优异且耐受性良好。（2）自免领域布局广泛。其中重症斑秃、中重度特应性皮炎、强直性脊柱炎均处于 III 期临床阶段，移植物抗宿主病、特发性肺纤维化、中重度斑块状银屑病等 II 期临床正在开展中。
- ◆ **重组人凝血酶、注射用重组人促甲状腺激素有望填补国内市场空白。**（1）重组人凝血酶是一种高度特异性人丝氨酸蛋白酶，与动物源及人源性凝血酶相比具有更高生物安全性优势和更高凝血活性。BLA 于 2022 年 5 月获受理，目前已完成临床现场核查、生产注册二合一检查及各专业科室的技术审评工作。同类产品全球仅 Recothrom 在海外上市，作为国内首个完成 III 期临床并提交 BLA 的重组人凝血酶产品，上市后有望填补国内市场空白。（2）注射用重组人促甲状腺激素（rhTSH）为公司自研大分子重组蛋白质药物，目前分化型甲状腺癌术后辅助放射性碘清甲治疗及术后辅助诊断两个适应症 III 期临床顺利推进中。同类产品全球仅 Thyrogen 在海外上市，国内尚未有 rhTSH 产品。公司 rhTSH 有望成为一款适用于分化良好型甲状腺癌的辅助诊断和辅助治疗药物，填补国内市场空白。
- ◆ **肿瘤领域布局新一代抗体及小分子靶向新药，差异化竞争优势明显。**（1）抗体新产品方面，多款双/三特异性抗体在国内处于 I/II 期临床阶段，包括 ZG005 粉针剂（PD-1/TIGIT）、注射用 ZGGS18（VEGF/TGF-β）、注射用 ZGGS15



(LAG-3/TIGIT)、注射用 ZG006 (CD3/DLL3/DLL3)，具备 FIC/BIC 潜力。(2) 小分子靶向新药方面，ZG19018 (KRAS G12C)、ZG2001 (SOS1)、ZG0895 (TLR8) 国内处于 I/II 期临床阶段。

- ◆ **投资建议：**公司首款商业化产品多纳非尼快速放量，临床后期多项产品即将收获，早期管线布局双/三特异性抗体及小分子靶向新药，差异化竞争优势明显，成长空间广阔。我们预测公司 2023-2025 年营业收入 6.62/12.75/22.05 亿元，同比增长 118.9%/92.7%/72.9%。首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**尚未盈利风险、政策不确定性风险、研发进展不及预期风险，新药获批不确定性风险、产品销售不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	190	302	662	1,275	2,205
YoY(%)	588.2	58.8	118.9	92.7	72.9
净利润(百万元)	-451	-458	-289	-163	298
YoY(%)	-41.3	-1.5	36.8	43.5	282.2
毛利率(%)	96.7	91.3	92.0	91.0	90.0
EPS(摊薄/元)	-1.70	-1.73	-1.09	-0.62	1.12
ROE(%)	-36.9	-61.7	-62.1	-54.7	49.8
P/E(倍)	-24.2	-23.9	-37.8	-66.9	36.8
P/B(倍)	9.1	14.4	23.3	35.7	18.1
净利率(%)	-236.9	-151.4	-43.7	-12.8	13.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

盈利预测核心假设

多纳非尼：已获批肝细胞癌及碘难治性分化型甲状腺癌两项适应症，且肝细胞癌适应症已纳入医保。随着医保双通道准入加速，商业化覆盖范围扩大，多纳非尼有望持续放量。假设2023-2025年营收增速76%/53%/50%。

杰克替尼：骨髓纤维化领域，1L中高危骨髓纤维化适应症已提交NDA，目前处于审批阶段，假设2023年获批，获批概率为90%；治疗2L芦可替尼不耐受、芦可替尼复发/难治的骨髓纤维化II B期临床试验已完成随访，假设2025年获批，获批概率为70%。自免领域，重症斑秃、中重度特应性皮炎、强直性脊柱炎均处于III期临床阶段，假设2024-2026年陆续获批，获批概率75%。以上，杰克替尼有望于2023-2025年实现营收0.29/1.19/4.11亿元。

重组人凝血酶：已提交BLA并获受理，假设2023年获批，获批概率90%。同类产品全球仅Recothrom在海外上市，国内尚无同类产品上市。以上，公司重组人凝血酶有望于2023-2025年实现营收0.97/2.62/4.45亿元。

注射用重组人促甲状腺激素：分化型甲状腺癌术后辅助放射性碘清甲治疗及术后辅助诊断两个适应症处于III期临床阶段，假设2024年上市，获批概率75%。同类产品全球仅Thyrogen在海外上市，国内尚未有rhTSH产品。以上，公司注射用重组人促甲状腺激素有望于2023-2025年实现营收0/0.76/1.25亿元。

综上，公司有望于2023-2025年实现营收6.62/12.75/22.05亿元，同比增长119%/93%/73%。

表 1：公司营收拆分（亿元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收合计	3.02	6.62	12.75	22.05
YOY		119%	93%	73%
多纳非尼	3.02	5.32	8.12	12.18
YOY		76%	53%	50%
杰克替尼		0.29	1.19	4.11
YOY			318%	245%
重组人凝血酶		0.97	2.62	4.45
YOY			170%	69%
注射用重组人促甲状腺激素		-	0.76	1.25
YOY				63%
其他	0.01	0.04	0.05	0.06

资料来源：华金证券研究所测算

可比公司估值

考虑到公司尚未盈利，采用PS估值。公司产品管线聚焦肿瘤、出血及血液疾病、免疫炎症性疾病和肝胆疾病等多个治疗领域，目前已有1款商业化产品，3款产品处于临床后期。选取同样聚焦于肿瘤、自免等领域的君实生物（4款商业化产品）、迈威生物（2款商业化产品）及微芯生物（2款商业化产品）作为可比公司。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收 盘 价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688180.SH	君实生物-U	37.01	364.80	23.12	33.78	45.39	15.78	10.80	8.04
688062.SH	迈威生物-U	21.44	85.67	4.34	10.23	18.65	19.74	8.37	4.59
688321.SH	微芯生物	20.53	84.44	6.05	8.53	10.91	13.95	9.90	7.74
平均值							16.49	9.69	6.79
688266.SH	泽璟制药-U	41.00	108.53	6.62	12.75	22.05	16.40	8.51	4.92

资料来源：Wind，华金证券研究所测算（其中可比公司营收预测来自 Wind 一致预期，股价为 2023/08/28 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1406	1292	1318	1586	2104	营业收入	190	302	662	1275	2205
现金	1137	797	653	608	771	营业成本	6	26	53	115	220
应收票据及应收账款	62	89	132	233	318	营业税金及附加	0	1	2	5	8
预付账款	52	41	125	159	282	营业费用	140	228	364	472	661
存货	52	99	113	270	360	管理费用	78	86	46	242	353
其他流动资产	103	266	296	317	372	研发费用	509	498	562	701	772
非流动资产	340	377	545	787	1159	财务费用	-35	-14	-29	-60	-107
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-2	-9	-13	-25
固定资产	99	109	264	455	697	公允价值变动收益	2	3	2	2	2
无形资产	116	91	49	16	2	投资净收益	11	4	8	6	7
其他非流动资产	125	176	232	315	460	营业利润	-459	-486	-299	-169	317
资产总计	1746	1668	1862	2373	3263	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	381	729	1217	1888	2448	营业外支出	6	2	4	3	4
短期借款	132	391	391	391	391	利润总额	-465	-488	-303	-173	313
应付票据及应付账款	118	152	663	1250	1689	所得税	-3	-2	-2	-1	2
其他流动负债	131	187	163	247	368	税后利润	-462	-486	-302	-172	312
非流动负债	112	152	160	171	189	少数股东损益	-11	-28	-12	-8	14
长期借款	0	50	58	69	88	归属母公司净利润	-451	-458	-289	-163	298
其他非流动负债	112	102	102	102	102	EBITDA	-446	-428	-243	-82	444
负债合计	493	881	1376	2058	2638	主要财务比率					
少数股东权益	57	28	16	8	22	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	240	240	265	265	265	成长能力					
资本公积	2205	2222	2198	2198	2198	营业收入(%)	588.2	58.8	118.9	92.7	72.9
留存收益	-1243	-1700	-2002	-2174	-1862	营业利润(%)	-50.6	-5.8	38.4	43.4	287.2
归属母公司股东权益	1196	759	470	307	604	归属于母公司净利润(%)	-41.3	-1.5	36.8	43.5	282.2
负债和股东权益	1746	1668	1862	2373	3263	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	96.7	91.3	92.0	91.0	90.0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	-236.9	-151.4	-43.7	-12.8	13.5
经营活动现金流	-455	-370	84	194	517	ROE(%)	-36.9	-61.7	-62.1	-54.7	49.8
净利润	-462	-486	-302	-172	312	ROIC(%)	-34.4	-36.9	-30.5	-19.9	27.4
折旧摊销	45	57	57	84	126	偿债能力					
财务费用	-35	-14	-29	-60	-107	资产负债率(%)	28.2	52.8	73.9	86.8	80.8
投资损失	-11	-4	-8	-6	-7	流动比率	3.7	1.8	1.1	0.8	0.9
营运资金变动	-74	3	367	351	196	速动比率	3.4	1.6	0.9	0.6	0.6
其他经营现金流	82	74	-2	-2	-2	营运能力					
投资活动现金流	327	-264	-216	-317	-489	总资产周转率	0.1	0.2	0.4	0.6	0.8
筹资活动现金流	94	283	-12	78	136	应收账款周转率	6.1	4.0	6.0	7.0	8.0
						应付账款周转率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	-1.70	-1.73	-1.09	-0.62	1.12	P/E	-24.2	-23.9	-37.8	-66.9	36.8
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.72	-1.40	0.32	0.73	1.95	P/B	9.1	14.4	23.3	35.7	18.1
每股净资产(最新摊薄)	4.52	2.87	1.78	1.16	2.28	EV/EBITDA	-22.4	-24.5	-43.5	-129.3	23.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn