

2023年10月31日

证券研究报告·2023年三季度点评

泽璟制药 (688266) 医药生物

当前价: 45.50 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

商业化稳步推进，重组人凝血酶落地在即

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年第三季度报告，报告期内实现营业收入 6217 万元（-32.8%），年初至报告期末实现营业收入 2.8 亿元（+42.6%）。
- **多纳非尼商业化稳步推进，覆盖面持续扩大。**多纳非尼商业化稳步推进，2023 年上半年实现 2.2 亿元收入，同比增加 108.7%。医保准入医院和双通道药房覆盖面持续扩大，截至 2023 年 6 月 30 日，进入医院 833 家、双通道药房 744 家，多纳非尼在全国的覆盖范围进一步扩大。
- **杰克替尼上市在即，疗效和安全性优势明显。**杰克替尼的中、高危骨髓纤维化 NDA 申请已于 2022 年 10 月 16 号获得受理，III 期试验显示杰克替尼治疗中、高危骨髓纤维化 24 周时脾脏体积较基线缩小 $\geq 35\%$ 的受试者比例（SVR35）达 72.3%，与对照组羟基脲（17.4%）相比有效性和安全性优势明显。杰克替尼治疗中高危骨髓纤维化在上市申请的技术评审进程中，上市在即。
- **重组人凝血酶上市在即，具备广泛应用于外科止血的巨大潜力。**重组人凝血酶上市许可申请已于 2022 年 5 月 25 日获国家药监局受理，上市申请处于技术审评中。该药品是中国首个完成 III 期临床研究并提交上市许可申请的重组人凝血酶产品，有望填补国内市场空白。我们认为，重组人凝血酶凭借快速止血的特点和安全性的优势，具备广泛应用于外科止血的巨大潜力。
- **盈利预测：**随着重组人凝血酶和杰克替尼的落地，多纳非尼商业化的稳步推进，公司业绩增长动力充足，预计公司 2023-2025 年收入分别为 4.2、9.7 和 16.4 亿元。
- **风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	302.31	420.20	966.47	1643.00
增长率	58.81%	39.00%	130.00%	70.00%
归属母公司净利润（百万元）	-457.77	-348.20	-180.38	296.41
增长率	-1.50%	23.94%	48.19%	264.32%
每股收益 EPS（元）	-1.73	-1.32	-0.68	1.12
净资产收益率 ROE	-60.30%	-21.47%	-12.52%	17.06%
PE	-25.93	-34.10	-65.82	40.05
PB	15.64	7.32	8.24	6.83

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：duxu@swsc.com.cn

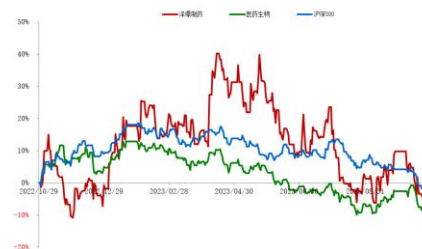
分析师：汤泰萌

执业证号：S1250522120001

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)	2.6
流通 A 股(亿股)	1.7
52 周内股价区间(元)	37.05-61.35
总市值(亿元)	120
总资产(亿元)	28.59

相关研究

1. 泽璟制药 (688266)：业绩符合预期，期待新产品落地 (2023-08-28)
2. 泽璟制药 (688266)：业绩符合预期，新产品落地在即 (2023-04-23)
3. 泽璟制药 (688266)：业绩符合预期，两款重磅单品落地在即 (2022-10-31)

关键假设及收入预测

假设 1: 多纳非尼 2022 年收入达 3 亿元, 2023 年前三季度收入 2.8 亿元。假设 2023-2025 年渗透率分别为 5%、7%和 8.5%, 对应收入为 4.2、5.7 和 7.1 亿元。

假设 2: 假设杰克替尼 2023-2025 年渗透率分别为 0、1.5%和 4.5%, 对应收入为 0、1.9 和 5.1 亿元。

假设 3: 假设重组人凝血酶 2023-2025 年渗透率分别为 0、0.5%和 1.5%, 对应收入为 0、2.1 和 4.2 亿元。

随着杰克替尼和重组人凝血酶适应症逐步落地, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4.2、9.7 和 16.4 亿元。

表 1: 公司收入预测

	2023E	2024E	2025E
合计 (亿元)	4.2	9.7	16.4
多纳非尼	4.2	5.7	7.1
杰克替尼	0	1.9	5.1
重组人凝血酶	0	2.1	4.2

数据来源: wind, 西南证券

相对估值

公司是国内小分子药物龙头企业, 我们选取覆盖小分子药物的创新药企作为可比公司进行估值对比, 包括迪哲医药、益方生物和海创药业。从 PS 角度看, 2023 年行业平均估值为 27.5 倍, 公司 PS 为 28.3 倍。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	PE (倍)				PS (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688192.SH	迪哲医药	43.9	-21.8	-24.2	-27.9	-49.7	-	38.5	7.8	3.8
688382.SH	益方生物	17.5	-15.8	-21.8	-22.7	-31.8	-	16.5	12.5	5.4
688302.SH	海创药业	45.1	-13.2	-12	-11	-17.9	-	-	31.9	8.8
平均值							-	27.5	17.4	6

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	797.05	1944.16	999.41	1431.67	营业收入	302.31	420.20	966.47	1643.00
应收票据及账款	88.99	87.12	200.38	340.65	营业成本	26.16	13.87	34.79	85.44
预付账款	40.80	56.71	130.43	221.73	税金及附加	1.37	1.91	4.38	7.45
其他应收款	12.51	17.39	40.00	68.00	销售费用	227.69	294.14	579.88	657.20
存货	98.98	52.46	131.64	323.24	管理费用	86.34	84.04	96.65	98.58
其他流动资产	253.43	255.19	263.32	273.40	研发费用	497.73	386.17	444.58	512.62
流动资产总计	1291.75	2413.04	1765.18	2658.69	财务费用	-13.64	23.93	13.51	-3.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	160.42	138.94	115.19	89.18	信用减值损失	-1.97	-4.32	-9.94	-16.90
在建工程	86.67	72.23	57.78	43.34	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	91.03	49.19	7.34	-34.50	投资收益	3.95	3.95	3.95	3.95
长期待摊费用	20.96	10.48	0.00	0.00	公允价值变动损益	2.63	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	17.48	17.48	17.48	17.48	资产处置收益	0.02	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	376.56	288.31	197.79	115.50	其他收益	33.16	32.44	32.44	32.44
资产总计	1668.31	2701.34	1962.98	2774.19	营业利润	-485.56	-351.77	-180.87	304.70
短期借款	390.79	759.10	0.00	0.00	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	151.72	80.42	201.78	495.49	营业外支出	2.40	2.84	2.84	2.84
其他流动负债	186.67	99.99	213.96	456.07	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	729.19	939.51	415.74	951.56	利润总额	-487.95	-354.61	-183.71	301.87
长期借款	93.28	59.80	28.91	2.44	所得税	-2.01	-0.00	-0.00	-0.00
其他非流动负债	58.36	58.36	58.36	58.36	净利润	-485.95	-354.61	-183.71	301.87
非流动负债合计	151.64	118.17	87.27	60.80	少数股东损益	-28.18	-6.41	-3.32	5.46
负债合计	880.82	1057.68	503.02	1012.36	归属母公司股东净利润	-457.77	-348.20	-180.38	296.41
股本	240.00	264.71	264.71	264.71	EBITDA	-430.79	-242.43	-79.68	380.67
资本公积	2222.29	3408.37	3408.37	3408.37	NOPLAT	-536.42	-327.79	-167.33	301.19
留存收益	-1703.17	-2051.37	-2231.75	-1935.35	EPS(元)	-1.73	-1.32	-0.68	1.12
归属母公司权益	759.12	1621.71	1441.33	1737.73					
少数股东权益	28.37	21.96	18.63	24.09	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
股东权益合计	787.49	1643.67	1459.96	1761.83	成长能力				
负债和股东权益合计	1668.31	2701.34	1962.98	2774.19	营收增长率	58.81%	39.00%	130.00%	70.00%
					营业利润增长率	-5.78%	27.55%	48.58%	268.46%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT 增长率	-0.37%	34.07%	48.53%	275.31%
税后经营利润	-485.95	-388.17	-217.27	269.05	EBITDA 增长率	3.48%	43.72%	67.13%	577.73%
折旧与摊销	70.81	88.25	90.51	82.30	归母净利润增长率	-1.50%	23.94%	48.19%	264.32%
财务费用	-13.64	23.93	13.51	-3.49	经营现金流增长率	18.54%	-2.21%	61.64%	411.31%
投资损失	-3.95	-3.95	-3.95	-3.95	盈利能力				
营运资金变动	2.66	-132.15	-61.56	74.57	毛利率	91.35%	96.70%	96.40%	94.80%
其他经营现金流	59.73	33.55	33.55	33.55	净利率	-160.75%	-84.39%	-19.01%	18.37%
经营性现金净流量	-370.34	-378.54	-145.20	452.02	营业利润率	-160.62%	-83.72%	-18.71%	18.55%
资本支出	94.07	0.00	0.00	-0.00	ROE	-60.30%	-21.47%	-12.52%	17.06%
长期投资	-182.10	0.00	0.00	0.00	ROA	-27.44%	-12.89%	-9.19%	10.68%
其他投资现金流	12.11	3.95	3.95	3.21	ROIC	-223.31%	-133.35%	-55.50%	92.06%
投资性现金净流量	-264.06	3.95	3.95	3.21	估值倍数				
短期借款	258.98	368.31	-759.10	0.00	P/E	-25.93	-34.10	-65.82	40.05
长期借款	45.10	-33.47	-30.89	-26.47	P/S	39.27	28.25	12.28	7.23
普通股增加	0.00	24.71	0.00	0.00	P/B	15.64	7.32	8.24	6.83
资本公积增加	17.08	1186.08	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-38.38	-23.93	-13.51	3.49	EV/EBIT	-18.93	-31.91	-63.21	34.76
筹资性现金净流量	282.79	1521.70	-803.50	-22.98	EV/EBITDA	-22.04	-43.53	-135.01	27.25
现金流量净额	-347.54	1147.11	-944.75	432.26	EV/NOPLAT	-17.70	-32.19	-64.29	34.44

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn