

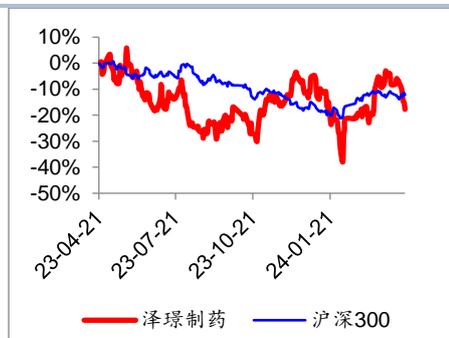
23FY 及 24Q1 稳扎稳打，创新多抗平台陆续验证

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-4-21

收盘价（元）	46.12
近 12 个月最高/最低（元）	60.11/33.20
总股本（百万股）	265
流通 A 股（百万股）	265
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	122.1
流通市值（亿元）	122.1

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：SAC:S0010521120002

电话：055516888

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】泽璟制药 (688266.SH) 公司深度：自免肿瘤双驱创新药新星，商业化进入密集加速期 2023-11-09
- 【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：重组人凝血酶获批上市，渠道就位静待放量 2024-01-02
- 【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：23Q4 企稳全年稳定增长，新产品有望拉动新曲线 2024-01-28

主要观点：

● 事件 1

2024 年 4 月 20 日，泽璟制药发布 2023 年年报，报告期内公司实现营业收入 3.86 亿元，同比+27.83%；归母净利润-2.79 亿元，同比+39.08%；扣非归母净利润-3.49 亿元，同比+29.46%。单季度来看，公司 2023Q4 收入为 1.04 亿元，同比-0.07%；归母净利润为-0.76 亿元，同比+18.26%；扣非归母净利润为-1.05 亿元，同比-4.81%。

● 事件 2

同日，泽璟制药发布 2024 年一季报，公司 2024Q1 收入为 1.08 亿元，同比+0.12%；归母净利润为-0.39 亿元，同比+30.98%；扣非归母净利润为-0.43 亿元，同比+33.51%。

● 点评

✓ 运营增效稳扎稳打，经营性现金流首次为正

2023 年公司整体毛利率为 92.44%，同比+1.09 个百分点；期间费用率 193.69%，同比-70.32 个百分点；其中销售费用率 64.82%，同比-10.50 个百分点；管理费用率 4.29%，同比-24.27 个百分点；财务费用率-3.85%，同比+0.66 个百分点；研发费用率 128.44%，同比-36.20 个百分点，研发投入总额为 4.96 亿元，绝对值同比减少 0.14 亿元；经营性现金流净额为-2.33 亿元，同比-37.15%。

2024 年一季度，公司毛利率为 93.40%，同比+0.32 个百分点；期间费用率 140.01%，同比-16.00 个百分点；其中销售费用率 55.53%，同比+4.23 个百分点；管理费用率 12.99%，同比-7.04 个百分点；财务费用率-6.43%，同比-6.11 个百分点；研发费用率 77.92%，同比-7.08 个百分点，研发投入 0.84 亿元，绝对值同比减少 0.07 亿元；经营性现金流净额为 0.89 亿元，首次回正，同比增长 390.88%。

✓ 现有商业化产品恢复增长，24H1 商业化看点密集

多纳非尼片销售额在 23Q4 重新企稳，恢复稳步商业化推进，市场覆盖范围进一步扩大，全年销售收入保持近 30% 增长。销售所产生的收入加上公司高效运营带来的成本费用降低，使公司亏损持续收窄，随着多纳非尼在肝癌生存期为患者带来持续获益优势，预计 2024 年将保持增速稳步增长。

公司在 2024 年进入商业化密集兑现期，重组人凝血酶在 2023 年 12 月成功合作远大辽宁、2024 年 1 月正式获批上市后，目前商业化准备进行中，依托合作方远大辽宁既有的广泛渠道，有望迅速打开市场，改变泽璟制药单品销售格局，未来有望达到 20 亿销售峰值。

公司下一个重磅小分子药物 JAK 抑制剂杰克替尼，涉及肿瘤及自身免疫病两大领域，市场前景广阔。主要竞品芦可替尼 2021 年全球销售额达到 37.29 亿美元，公司杰克替尼的有效性及安全性均优于同类进口竞

品芦可替尼，有望实现同类最佳产品 (Best in class) 进行国产替代。2022 年 10 月，杰克替尼片治疗骨髓纤维化 NDA 申请获 CDE 受理，已经完成注册检验、临床核查和二合一现场核查，资料发补已完成，有望在 2024H1 获批上市。以及盐酸杰克替尼乳膏用于治疗 12 岁及以上青少年和成人非节段型白癜风患者 II/III 期临床试验于近日获批开展。

✓ 后续 BIC、FIC 管线排布，双抗三抗平台进入验证期

公司生物药多抗平台的多款双靶点、三靶点抗产品进度处于全球领先梯队。公司 ZG006 CD3/DLL3/DLL3 三特异性抗体靶点潜力初显，其同类产品 Amgen 的 CD3/DLL3 双抗近日公布其治疗后线 SCLC 的 2 期临床数据，ORR 高达 40%，靶点有效性得到初步验证；而 DLL3 CAR-T 相关资产先后获得 MNC 大厂如诺华、默沙东的青睐，公司的 ZG006 CD3/DLL3/DLL3 多特异性抗体为全球首创。2024 年将陆续在学术会议上披露多项管线的早期临床数据，平台进入验证期。

● 投资建议

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 9.4/18.8/29.5 亿元，分别同比增长 142.3%/100.4%/57.0%，归母净利润分别为-1.6/1.0/2.7 亿元，分别同比增长 41.8%/160.9%/173.6%，对应估值为亏损/124X/45X。看好公司重组人凝血酶、杰克替尼商业化前景，CD3/DLL3/DLL3 等多个 FIC 管线的推进为公司带来长期增长驱动，公司有望成为下一代综合型创新制药企业。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发失败风险、审批准入不及预期风险、行业政策风险、销售浮动风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	386	936	1876	2946
收入同比 (%)	27.8%	142.3%	100.4%	57.0%
归属母公司净利润	-279	-162	99	270
净利润同比 (%)	39.1%	41.8%	160.9%	173.6%
毛利率 (%)	92.4%	96.9%	95.8%	94.2%
ROE (%)	-17.1%	-11.0%	6.3%	14.7%
每股收益 (元)	-1.09	-0.61	0.37	1.02
P/E	—	—	123.61	45.18
P/B	8.58	8.30	7.78	6.63
EV/EBITDA	-47.92	-90.34	81.66	23.84

资料来源：Wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。