

2024 年 08 月 25 日

泽璟制药-U (688266. SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

67.82 元

股价 (2024-08-23)

56.47 元

交易数据

总市值(百万元)	14,948.07
流通市值(百万元)	14,948.07
总股本(百万股)	264.71
流通股本(百万股)	264.71
12 个月价格区间	34.8/58.43 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.4	11.8	51.5
绝对收益	11.2	3.1	41.5

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

连国强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523020002

liangq@essence.com.cn

相关报告

多个创新药逐渐进入商业化 兑现阶段, 后续产品管线潜力较高	2024-04-21
核心产品进入兑现期, 管线丰富度不断提升	2023-08-27
创新药平台型新龙头崛起, 核心管线进入兑现期	2023-07-31

成熟品种开始兑现, 早期生物药管线潜力值得期待

事件: 公司公布 2024 年中报, 报告期内实现营业收入 2.41 亿元, 同比增长 9.44%; 实现归母净利润-0.67 亿元; 实现扣非后归母净利润-0.72 亿元。

多纳非尼、重组人凝血酶开始贡献营收, 吉卡昔替尼、重组人促甲状腺激素进入兑现阶段。 公司成熟品种中多纳非尼、重组人凝血酶开始贡献营收, 2024 年上半年公司实现营业收入 2.41 亿元, 同比增长 9.44%; 此外公司已收到重组人凝血酶商业化合作和里程碑付款 3.4 亿元, 其中本报告期收到 2.8 亿元。此外, JAK 抑制剂吉卡昔替尼片骨髓纤维化适应症已在 NDA 阶段, 重症斑秃适应症已完成 3 期临床, 中重度特应性皮炎、强直性脊柱炎、非节段型白癜风适应症 3 期临床正在顺利推进中; 重组人促甲状腺激素已经提交新药上市申请并获受理。

部分早期创新生物药管线已披露优异临床数据, 后续开发潜力较高。 目前公司还有 8 个产品处在 1、2 期临床阶段, 其中 PD-1/TIGIT 双特异性抗体已在 ASCO 2024 年会上披露了针对宫颈癌的优异临床数据, 若后续在其他瘤种中保持优异数据, 则有望成为下一代 IO 基石药物; 此外市场关注度较高的针对 DLL3 表达肿瘤的三特异性抗体 (CD3×DLL3×DLL3) 注射用 ZG006 已在 1/2 期临床中, 其他管线中 KRAS G12C 选择性共价抑制剂、PD-1/TIGIT 双特异性抗体、LAG-3/TIGIT 双特异性抗体、VEGF/TGF-β 双功能抗体融合蛋白、Toll 样受体 8 (TLR8) 激动剂、泛 KRAS 抑制剂等的早期临床也在有序推进中, 后续产品管线潜力较高。

投资建议: 我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 6.22 亿元、12.23 亿元、22.23 亿元, 净利润分别为-1.68 亿元、0.57 亿元、3.33 亿元; 考虑到公司已上市/即将上市产品的放量潜力以及丰富的临床研发管线, 我们认为公司未来发展前景可观, 根据 DCF 模型给与 6 个月目标价 67.82 元, 维持买入-A 级投资评级。

风险提示: 临床试验进度不及预期的风险, 临床试验失败的风险, 产品销售不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	302.3	386.4	621.9	1,223.1	2,223.0
净利润	-457.8	-278.6	-167.7	57.3	332.8
每股收益(元)	-1.73	-1.05	-0.63	0.22	1.26
每股净资产(元)	2.87	6.17	5.56	5.77	7.03

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-32.7	-53.7	-89.1	260.7	44.9
市净率(倍)	19.7	9.2	10.2	9.8	8.0
净利润率	-151.4%	-72.1%	-27.0%	4.7%	15.0%
净资产收益率	-60.3%	-17.1%	-11.4%	3.8%	17.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-384.4%	-197.2%	-96.8%	25.6%	74.6%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

1. 附录

表1：泽璟制药 r-NPV 估值

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
总收入	3.9	6.2	12.2	22.2	34.0	44.8	50.8	49.2	49.1	46.4
yoy		62%	97%	82%	53%	32%	13%	-3%	0%	-5%
多纳非尼		5.2	7.1	8.9	10.1	10.2	9.3	8.5	7.9	7.8
杰克替尼	3.9	0.0	2.2	8.0	14.9	21.3	25.8	25.3	25.6	24.3
重组人凝血酶		1.0	2.8	4.8	8.1	12.3	14.5	13.9	14.1	12.8
重组人促甲状腺激素		0.0	0.2	0.5	0.8	1.0	1.2	1.5	1.5	1.5
净利率	-72%	-27%	5%	15%	30%	32%	35%	35%	35%	35%
利润现金流	-2.8	-1.7	0.6	3.3	10.2	14.3	17.8	17.2	17.2	16.2
WACC	9.0%									
永续增长率	3.0%									
预测期风险调整后自由 现金流现值	51	-2.79	-1.54	0.48	2.57	7.22	9.32	10.59	9.42	8.62
终值现值	128									
市值(亿元)	179.7									

资料来源：公司财报，国投证券研究中心

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034