

2024年08月24日

证券研究报告·2024年半年报点评

泽璟制药 (688266) 医药生物

当前价: 56.47元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 抗体平台优势凸显，吉卡昔替尼上市在即

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 半年度报告，报告期内实现营业收入 2.4 亿元 (+9.4%)，归属于上市公司股东的亏损收窄 0.5 亿元。
- 两款上市品种商业化稳步推进。** 多纳非尼和重组人凝血酶商业化稳步推进。截至 2024 年 6 月 30 日多纳非尼已进入医院 1081 家、覆盖医院 1844 家、覆盖药房 934 家。重组人凝血酶于 2024 年 4 月实现发货销售，至 2024 年公司已收到合作方支付的独家市场推广权许可费 3.4 亿元。
- 两款产品处于 NDA 阶段，循证医学证据充分。** 吉卡昔替尼的中、高危骨髓纤维化 NDA 申请已于 2022 年 10 月 16 号获得受理，我们预计将于 2024 年下半年上市。吉卡昔替尼被纳入了原发性骨髓纤维化 (PMF) 一线分层治疗的 I 级推荐，尤其是在骨髓纤维化 (MF) 相关贫血患者的一线治疗中，被列为 I 级推荐的首选。吉卡昔替尼治疗重症斑秃的 III 期临床达到主要疗效终点，有望于 2024 年下半年递交上市申请。注射用重组人促甲状腺激素于 2024 年 6 月递交 BLA 并获得受理，有望于 2025 年上市。
- 抗体平台优势凸显，核心竞争力日益提升。** ZG005 是由公司自主研发的一种重组人源化抗 PD-1/TIGIT 双特异性抗体，在宫颈癌中显示良好的抗肿瘤效果和安全性。ZG006 是一款 CD3/DLL3/DLL3 三特异性抗体，获 FDA 孤儿药资格认定。ZGGS18 是一种重组人源化抗 VEGF/TGF- $\beta$  的双功能抗体融合蛋白，用于治疗晚期实体瘤的临床试验申请已获 FDA 和 NMPA 批准，其在中国的 I/II 期临床试验正在开展中。
- 盈利预测:** 随着研发和商业化的稳步推进，公司业绩增长动力充足，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.6、9.6 和 18.6 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	386.44	560.34	960.98	1860.45
增长率	27.83%	45.00%	71.50%	93.60%
归属母公司净利润 (百万元)	-278.58	-82.53	60.25	601.62
增长率	39.14%	70.38%	173.00%	898.54%
每股收益 EPS (元)	-1.05	-0.31	0.23	2.27
净资产收益率 ROE	-17.06%	-5.32%	3.74%	27.20%
PE	-	-	248.10	24.85
PB	9.15	9.64	9.28	6.76

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

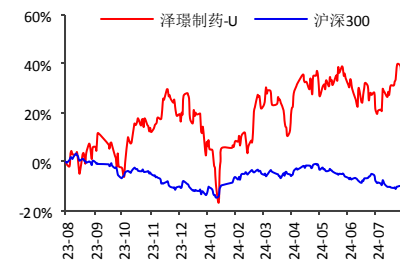
分析师: 汤泰萌

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)	2.65
流通 A 股(亿股)	2.65
52 周内股价区间(元)	33.2-59.18
总市值(亿元)	149.65
总资产(亿元)	31.00
每股净资产(元)	5.92

### 相关研究

- 泽璟制药 (688266): 商业化稳步推进, 期待杰克替尼上市 (2024-04-24)
- 泽璟制药 (688266): 商业化稳步推进, 重组人凝血酶落地在即 (2023-11-02)
- 泽璟制药 (688266): 业绩符合预期, 期待新产品落地 (2023-08-28)

## 关键假设及收入预测

**假设 1:** 多纳非尼 2023 年收入达 3.8 亿元, 假设 2024-2026 年肝癌渗透率分别为 5.9%、6.8% 和 7.6%, 分化型碘难治性甲状腺癌渗透率分别为 0.3%、0.8% 和 1.3%, 对应收入为 4.8、5.7 和 6.4 亿元。

**假设 2:** 假设杰克替尼一线骨髓纤维化适应症于 2024 年获批上市, 并于 2025 年底纳入国家医保目录, 2025-2026 年渗透率分别为 1% 和 11%, 对应收入为 1.3 和 7 亿元。假设重症斑秃适应症于 2026 年获批上市, 2026 年渗透率为 0.2%, 对应收入为 0.6 亿元。综上, 杰克替尼 2025-2026 年收入合计为 1.3 和 7.6 亿元。

**假设 3:** 2023 年, 蛇毒凝血酶市场样本医院规模达 5.3 亿元, 假设以 5 倍放大, 全国放大市场规模约 26.5 亿元, 较 2022 年增长 14.2%。假设 2024-2026 年凝血酶市场以 5% 增速持续扩大, 2024-2026 年市场规模约 27.8、29.2 和 30.7 亿元。假设公司的重组人凝血酶 2024-2026 年市场占比分别为 3%、9% 和 15%, 对应收入分别为 0.8、2.6 和 4.6 亿元。

随着杰克替尼和重组人凝血酶适应症的逐步落地, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.6、9.6 和 18.6 亿元。

表 1: 公司收入预测 (亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	3.8	5.6	9.6	18.6
多纳非尼	3.8	4.8	5.7	6.4
杰克替尼			1.3	7.6
重组人凝血酶		0.8	2.6	4.6

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2109.64	1273.49	1427.70	2147.64	营业收入	386.44	560.34	960.98	1860.45
应收票据及账款	101.14	146.65	251.51	486.92	营业成本	29.21	42.36	72.64	140.64
预付账款	46.25	67.06	115.01	222.67	税金及附加	1.02	1.48	2.54	4.93
其他应收款	10.89	15.80	27.09	52.45	销售费用	250.49	268.96	432.44	558.14
存货	110.85	160.74	275.66	533.68	管理费用	16.56	11.21	14.41	18.60
其他流动资产	141.56	140.38	138.94	138.88	研发费用	496.33	364.22	432.44	558.14
<b>流动资产总计</b>	<b>2520.34</b>	<b>1804.12</b>	<b>2235.92</b>	<b>3582.24</b>	财务费用	-14.87	12.32	-4.68	-6.97
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	135.38	122.44	105.96	85.92	信用减值损失	-1.62	-2.35	-4.03	-7.80
在建工程	135.83	113.19	90.55	67.91	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	69.27	26.84	-15.59	-58.03	投资收益	5.96	5.96	5.96	5.96
长期待摊费用	16.39	8.20	0.00	0.00	公允价值变动损益	8.73	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	10.01	10.01	10.01	10.01	资产处置收益	0.00	0.01	0.01	0.01
<b>非流动资产合计</b>	<b>366.87</b>	<b>280.67</b>	<b>190.92</b>	<b>105.82</b>	其他收益	81.45	51.85	51.85	51.85
<b>资产总计</b>	<b>2887.21</b>	<b>2084.78</b>	<b>2426.83</b>	<b>3688.06</b>	营业利润	-297.78	-84.75	64.96	637.01
应付票据及账款	137.73	199.72	342.51	663.10	营业外收入	0.00	0.01	0.01	0.01
其他流动负债	202.28	239.29	392.94	716.88	营业外支出	1.31	1.31	1.31	1.31
流动负债合计	1135.18	439.01	735.45	1379.99	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	29.46	9.71	-7.83	-21.74	利润总额	-299.08	-86.05	63.66	635.70
其他非流动负债	77.73	77.73	77.73	77.73	所得税	-3.95	0.45	0.51	5.11
非流动负债合计	107.19	87.45	69.90	55.99	净利润	-295.13	-86.50	63.15	630.60
<b>负债合计</b>	<b>1242.37</b>	<b>526.45</b>	<b>805.35</b>	<b>1435.98</b>	少数股东损益	-16.55	-3.98	2.90	28.98
股本	264.71	264.71	264.71	264.71	归属母公司股东净利润	-278.58	-82.53	60.25	601.62
资本公积	3353.01	3353.01	3353.01	3353.01	EBITDA	-253.55	12.48	148.73	713.83
留存收益	-1984.86	-2067.39	-2007.14	-1405.52	NOPLAT	-379.05	-72.98	59.80	624.98
归属母公司权益	1632.85	1550.32	1610.57	2212.19	EPS(元)	-1.05	-0.31	0.23	2.27
少数股东权益	11.98	8.01	10.91	39.89					
<b>股东权益合计</b>	<b>1644.84</b>	<b>1558.33</b>	<b>1621.48</b>	<b>2252.08</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2887.21</b>	<b>2084.78</b>	<b>2426.83</b>	<b>3688.06</b>	<b>成长能力</b>				
					营收增长率	27.83%	45.00%	71.50%	93.60%
					营业利润增长率	38.67%	71.54%	176.66%	880.54%
					EBIT 增长率	37.41%	76.52%	180.00%	965.98%
					EBITDA 增长率	41.14%	104.92%	1092.07%	379.95%
					归母净利润增长率	39.14%	70.38%	173.00%	898.54%
					经营现金流增长率	37.15%	93.80%	1219.42%	346.49%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	92.44%	92.44%	92.44%	92.44%
					净利率	-76.37%	-15.44%	6.57%	33.89%
					营业利润率	-77.06%	-15.12%	6.76%	34.24%
					ROE	-17.06%	-5.32%	3.74%	27.20%
					ROA	-9.65%	-3.96%	2.48%	16.31%
					ROIC	-154.21%	-28.57%	28.81%	449.47%
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	-53.66	-181.12	248.10	24.85
					P/S	38.68	26.68	15.56	8.03
					P/B	9.15	9.64	9.28	6.76
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	-40.25	-184.54	228.49	20.46
					EV/EBITDA	-49.84	1090.46	90.61	18.02
					EV/NOPLAT	-33.34	-186.42	225.34	20.58

现金流量表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-295.13	-142.56	7.09	574.54
折旧与摊销	60.41	86.20	89.75	85.10
财务费用	-14.87	12.32	-4.68	-6.97
投资损失	-5.96	-5.96	-5.96	-5.96
营运资金变动	28.27	-20.95	18.85	18.15
其他经营现金流	-5.46	56.51	56.51	56.51
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-232.75</b>	<b>-14.43</b>	<b>161.56</b>	<b>721.37</b>
资本支出	43.23	-0.00	0.00	0.00
长期投资	115.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-6.93	5.51	5.51	5.51
<b>投资性现金净流量</b>	<b>64.84</b>	<b>5.51</b>	<b>5.51</b>	<b>5.51</b>
短期借款	404.37	-795.16	0.00	0.00
长期借款	-63.82	-19.74	-17.54	-13.91
普通股增加	24.71	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1130.72	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	13.39	-12.32	4.68	6.97
筹资性现金净流量	1509.37	-827.23	-12.86	-6.94
<b>现金流量净额</b>	<b>1341.67</b>	<b>-836.16</b>	<b>154.21</b>	<b>719.94</b>

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。

本报告

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---