



## 买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：56.30

### 证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

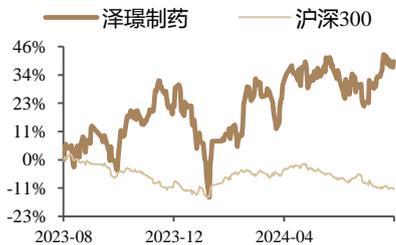
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

李乘阳

资格编号：S0120523080003

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.54	2.65	8.30
相对涨幅(%)	16.59	7.68	16.52

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《泽璟制药(688266.SH)：大产品进展颇丰，多个创新品种中美双报》，2024.5.6
- 《-泽璟制药-U(688266.SH)：业绩符合预期，创新管线推进顺利》，2023.10.31
- 《泽璟制药-U(688266.SH)：中报业绩符合预期，大单品临床推进顺利》，2023.8.28

# 泽璟制药(688266.SH)：重磅产品将提供增长新动能，创新双三抗进展顺利

## 投资要点

- 业绩：**泽璟制药发布2024年中报，上半年，营业收入2.4亿元，同比增长9.44%，归母净利润为-6654万元，亏损同比减少4769.3万元，归母扣非净利润为-7237万元，亏损同比减少5764万元。经营活动产生的现金流量净额1.13亿元，主要系收到泽普凝独家销售推广授权款2.8亿元，增加经营活动现金流入所致。

## 多纳非尼持续放量，凝血酶商业化稳步开展：

- 收入增长主要系公司多纳非尼片销量增加所致，多纳非尼片于2021年6月获批用于一线治疗晚期肝细胞癌患者，并于2022年8月获批用于进展性、局部晚期或转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌患者；两个适应症均已纳入医保，公司积极推进多纳非尼片进入医院和药房的工作，截至2024年6月30日已进入医院1081家、覆盖医院1844家、覆盖药房934家，多纳非尼片在全国的覆盖范围进一步扩大，为后续销售持续放量奠定基础。
- 重组人凝血酶目前处于获批上市后的市场进入阶段，是目前国内唯一采用重组基因技术生产凝血酶。目前正在积极推进申请纳入国家医保目录，根据与合作方签署的协议，双方合作顺利推进中，至2024年6月30日公司已收到合作方支付的独家市场推广权许可费人民币3.4亿元，合作方的销售团队正在积极开展重组人凝血酶市场销售工作，并于2024年4月实现发货销售。

## JAK抑制剂即将商业化，重组人促甲状腺激素(rhTSH)已递交NDA：

- 盐酸吉卡昔替尼：治疗骨髓纤维化适应症在上市审评阶段，有望成为首个治疗骨髓纤维化的JAK抑制剂国产新药。**多个适应症进展顺利：**1) 治疗重症斑秃的III期临床主试验达到了主要疗效终点；2) 中重度特应性皮炎和强直性脊柱炎位于III期临床；3) 特发性肺纤维化的II期临床研究取得成功；4) 正在开展中重度斑块状银屑病的II期；5) 治疗青少年和成人非节段型白癜风患者II/III期临床试验获得临床批件；6) **杰克替尼乳膏**（外用JAK小分子抑制剂）：治疗轻中度斑秃（外用）和轻中度特应性皮炎（外用）适应症处于I/II期临床试验阶段。治疗12岁及以上青少年和成人非节段型白癜风患者的II/III期临床试验已经获得批准。
- 注射用重组人促甲状腺激素(rhTSH)：**已经提交新药上市申请并已获受理，同时，公司正在开展rhTSH用于分化型甲状腺癌术后辅助放射性碘清甲治疗的III期临床研究。

## 研发项目储备丰富，多个双抗多抗产品全球开发进度领先：

- ZG006 (CD3×DLL3×DLL3)：**全球同类首创(First-in-Class)分子形式，具有成为同类最佳(Best-in-Class)分子的潜力，ZG006处于I期剂量爬坡阶段，将在小细胞肺癌和神经内分泌癌领域进行研究和开发。获得FDA孤儿药资格认定。
- ZG005 (PD-1/TIGIT 双抗)：**中国的I期剂量爬坡已经完成，I/II临床试验正在开展中，公司已经在2024 ASCO公布了ZG005治疗多种实体瘤，包括宫颈癌中的初步疗效和安全性数据，显示了良好的抗肿瘤效果和安全性。

- 3) ZGGS18 (VEGF/TGF- $\beta$  双抗融合蛋白), 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。ZGGS18 已经完成了 I 期爬坡, 安全性良好; 同时, 也显示了疗效信号。
- 4) ZG19018 片 (KRAS G12C 选择性共价抑制剂)、 ZG0895 (TLR8 激动剂) ZG2001 片 (SOS1) 等管线临床试验申请已获 FDA 和 NMPA 批准, 中国临床顺利进行中。

- **盈利预测。**我们预计公司 24-26 年收入为 5.08、12.03、19.07 亿元、净利润为-2.18、1.23、4.47 亿元; 我们认为公司产品进展颇丰, 同时创新管线丰富, 因此维持“买入”评级
- **风险提示:** 临床研发失败风险、销售不及预期风险、政策风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	264.71	营业收入(百万元)	302	386	508	1,203	1,907
流通 A 股(百万股):	264.71	(+/-)YOY(%)	58.8%	27.8%	31.5%	136.6%	58.6%
52 周内股价区间(元):	34.80-58.43	净利润(百万元)	-457	-279	-218	123	447
总市值(百万元):	14,903	(+/-)YOY(%)	-1.4%	39.1%	21.8%	156.6%	262.5%
总资产(百万元):	3,099.66	全面摊薄 EPS(元)	-1.73	-1.05	-0.82	0.47	1.69
每股净资产(元):	5.92	毛利率(%)	91.3%	92.4%	92.0%	92.0%	92.0%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	-60.2%	-17.1%	-15.4%	8.0%	22.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：公司已上市及在研管线

新药	适应症	药物作用靶点	临床前	IND	临床试验			NDA/ BLA	上市
					I期	II期	III期		
甲苯磺酸 多纳非尼片	晚期肝细胞癌、碘难治性分化型 甲状腺癌 (RAIR-DTC)	Raf、MEK、ERK; VEGFR、PDGFR, PD-1、PD-L1	→						
	肝癌辅助治疗		→						
	与抗体类肿瘤免疫治疗药物联合		→						
重组人凝血酶	止血	Thrombin	→						
盐酸吉卡昔 替尼片	骨髓纤维化	JAK	→						
	芦可替尼不耐受的骨髓纤维化		→						
	芦可替尼复发/难治的骨髓纤维化		→						
	重症斑秃		→						
	中重度特应性皮炎		→						
	强直性脊柱炎		→						
	中重度斑块状银屑病		→						
	特发性肺纤维化		→						
	重症斑秃		→						
	骨髓纤维化		→						
注射用重组人 促甲状腺激素	甲状腺癌术后诊断	TSH	→						
	甲状腺癌术后治疗		→						
盐酸吉卡昔 替尼乳膏	轻中度斑秃	JAK	→						
	轻中度特应性皮炎		→						
	12岁及以上青少年和成人非节段型 白癜风		→						
ZG19018片	KRAS G12C突变的晚期实体瘤	KRAS G12C突变	→						
	KRAS G12C突变的晚期实体瘤		→						
注射用ZG005	晚期实体瘤	PD-1/TIGIT	→						
	多项联合用药治疗实体瘤		→						
	晚期实体瘤		→						

资料来源：公司 2024 年中报、德邦研究所

图 2：公司在研早期管线

新药	适应症	药物作用靶点	临床前	IND	临床试验			NDA/ BLA	上市
					I期	II期	III期		
注射用ZGGS18	晚期实体瘤	VEGF/TGF-β							
	晚期实体瘤								
注射用盐酸 ZG0895	晚期实体瘤	TLR8							
	晚期实体瘤								
注射用ZGGS15	晚期实体瘤	LAG-3/TIGIT							
	晚期实体瘤								
注射用ZG006	晚期实体瘤	CD3/DLL3/DLL3							
	晚期实体瘤								
ZG2001片	KRAS 突变的晚期实体瘤	泛KRAS 突变							
	KRAS 突变的晚期实体瘤								
ZG1905	止血 (外用)	Thrombin							
ZGGS001 粉针剂	晚期实体瘤	免疫三靶点							
GS11粉针剂	晚期实体瘤	TAA/CD3							

资料来源：公司 2024 年中报、德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-1.09	-0.82	0.47	1.69
每股净资产	6.17	5.35	5.81	7.50
每股经营现金流	-0.88	-0.96	0.03	1.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	120.87	33.34
P/B	8.58	10.53	9.68	7.50
P/S	38.57	29.32	12.39	7.81
EV/EBITDA	-47.92	-63.13	92.26	25.25
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.4%	92.0%	92.0%	92.0%
净利润率	-76.4%	-42.9%	10.3%	23.4%
净资产收益率	-17.1%	-15.4%	8.0%	22.5%
资产回报率	-9.6%	-7.9%	4.2%	12.9%
投资回报率	-12.8%	-10.4%	4.6%	15.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.8%	31.5%	136.6%	58.6%
EBIT 增长率	35.3%	28.2%	155.0%	294.5%
净利润增长率	39.1%	21.8%	156.6%	262.5%
偿债能力指标				
资产负债率	43.0%	47.9%	47.3%	42.3%
流动比率	2.2	2.5	2.5	2.9
速动比率	2.1	2.5	2.5	2.8
现金比率	1.9	2.1	2.0	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.6	80.8	64.0	73.4
存货周转天数	1,292.9	640.7	153.4	116.8
总资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.6
固定资产周转率	3.7	5.3	13.3	23.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-279	-218	123	447
少数股东损益	-17	0	0	0
非现金支出	62	18	19	20
非经营收益	6	18	13	6
营运资金变动	-6	-74	-147	-155
经营活动现金流	-233	-255	8	319
资产	-63	0	0	0
投资	115	0	0	0
其他	12	3	12	19
投资活动现金流	65	3	12	19
债权募资	354	-51	0	0
股权募资	1,192	0	0	0
其他	-37	232	-25	-25
融资活动现金流	1,509	182	-25	-25
现金净流量	1,342	-70	-5	313

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	386	508	1,203	1,907
营业成本	29	41	96	153
毛利率%	92.4%	92.0%	92.0%	92.0%
营业税金及附加	1	1	3	5
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	250	254	481	667
营业费用率%	64.8%	50.0%	40.0%	35.0%
管理费用	17	51	96	133
管理费用率%	4.3%	10.0%	8.0%	7.0%
研发费用	496	407	421	477
研发费用率%	128.4%	80.0%	35.0%	25.0%
EBIT	-327	-235	129	510
财务费用	-15	-17	-16	-16
财务费用率%	-3.8%	-3.4%	-1.3%	-0.8%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	5	12	19
营业利润	-298	-218	145	526
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	-299	-218	145	526
EBITDA	-267	-217	149	530
所得税	-4	0	22	79
有效所得税率%	1.3%	0.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-17	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-279	-218	123	447

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,110	2,040	2,035	2,348
应收账款及应收票据	101	134	317	503
存货	111	34	48	51
其它流动资产	199	183	211	252
流动资产合计	2,520	2,391	2,612	3,153
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	98	94	87	77
在建工程	136	122	110	99
无形资产	69	69	69	69
非流动资产合计	367	351	331	311
资产总计	2,887	2,742	2,943	3,464
短期借款	795	795	795	795
应付票据及应付账款	138	34	55	53
预收账款	0	5	12	19
其它流动负债	202	117	168	237
流动负债合计	1,135	951	1,030	1,104
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	107	362	362	362
非流动负债合计	107	362	362	362
负债总计	1,242	1,314	1,392	1,466
实收资本	265	265	265	265
普通股股东权益	1,633	1,416	1,539	1,986
少数股东权益	12	12	12	12
负债和所有者权益合计	2,887	2,742	2,943	3,464

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

## 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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。