

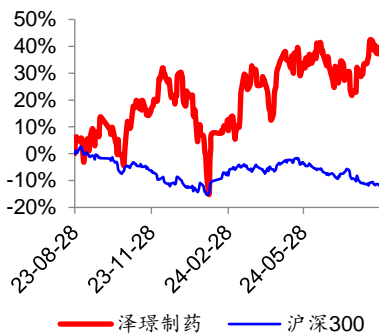
# 24H1 产品增收费用下降，吉卡昔替尼获批在即

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-8-29

收盘价（元）	56.31
近 12 个月最高/最低（元）	59.18/33.20
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）	151.6
流通市值（亿元）	151.6

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：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)：23Q4 企稳全年稳定增长，新产品有望拉动新曲线 2024-01-28
- 【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：23FY 及 24Q1 稳扎稳打，创新多抗平台陆续验证 2024-4-21

## 主要观点：

### ● 事件

2024 年 8 月 24 日，泽璟制药发布 2024 年中期报告，报告期内公司实现营业收入 2.41 亿元，同比+9.44%；归母净利润-0.67 亿元，同比亏损减少 41.75%；扣非归母净利润-0.72 亿元，同比亏损减少 44.33%。单季度来看，公司 2024Q2 收入为 1.32 亿元，同比+18.45%；归母净利润为-0.27 亿元，同比亏损减少 52.57%；扣非归母净利润为-0.72 亿元，同比亏损减少 54.81%，二季度销售增长较快，亏损快速收窄。

### ● 点评

#### ✓ 产品增收费用率继续收窄，授权款改善现金流

2024 年上半年，公司整体毛利率为 92.73%，同比+0.23 个百分点；期间费用率 129.79%，同比-25.33 个百分点；其中销售费用率 49.94%，同比-3.56 个百分点；管理费用率 10.98%，同比+8.04 个百分点；财务费用率-6.38%，同比-4.89 个百分点；研发费用率 75.26%，同比-24.92 个百分点；经营性现金流净额为 1.13 亿元，同比+184.17%，报告期内公司收到合作方就泽普凝的独家推广授权款，使经营活动现金流量大幅增加。

#### ✓ 吉卡昔替尼双剂型推进，覆盖肿瘤及免疫布局广泛

盐酸吉卡昔替尼片（原盐酸杰克替尼片）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。2024 年上半年，吉卡昔替尼在多项适应症取得积极成果，广泛布局肿瘤及自身免疫疾病领域。（1）治疗重症斑秃的多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照 III 期临床主试验达到了主要疗效终点，达到统计显著性，是该适应症进度领先的国产 JAK 抑制剂新药；（2）中重度特应性皮炎和强直性脊柱炎处于 III 期临床试验阶段，下半年有望得到关键数据读出；（3）吉卡昔替尼片治疗特发性肺纤维化的 II 期临床研究取得成功结果；（4）公司正在开展中重度斑块状银屑病的 II 期临床试验；（5）其片剂剂型与外用软膏剂剂型在治疗 12 岁及以上青少年和成人非节段型白癜风患者 II/III 期临床试验获得了临床批件。

#### ✓ 三抗平台走出验证阶段，自有生产体系扩充综合实力

公司积极开发具有全球领先性和竞争力的系列双/三特异性抗体，其中 ZG005、ZGGS18、ZGGS15 已经完成了剂量爬坡并进入 I/II 期临床试验。关键性产品 ZG006 是全球首个 CD3/DLL3/DLL3 抗体，衔接肿瘤细胞和 T 细胞，将 T 细胞拉近肿瘤细胞，从而利用 T 细胞特异性杀伤肿瘤细胞，其用于治疗晚期实体瘤的临床试验申请已获 FDA 和 NMPA 批准，目前已获得 FDA 孤儿药资格认定，在中国的 I/II 期临床试验正在开展中。

公司具备生产化学药品的片剂和胶囊剂以及重组蛋白质药物原液和制剂的生产线及相应生产能力，具体包括口服固体制剂车间 1（用于商业

化生产多纳非尼片)和口服固体制剂车间 2 (拟用于商业化生产吉卡昔替尼片);重组蛋白药物生产车间 1 用于商业化生产重组人凝血酶,重组蛋白药物生产车间 2 可以满足重组人促甲状腺激素的生产需求。公司自有的制剂生产体系便于控制成本、稳定出货,并为未来成长为综合型制药企业打下基础。

● **投资建议**

考虑到泽普凝目前还处于市场进入阶段,以及里程碑款收入确认方式,我们对产品销售预测进行调整,预计公司 2024~2026 年收入分别 6.73/18.18/30.81 亿元(前值为 9.4/18.8/29.5 亿元),分别同比增长 74.2%/170.0%/69.5%,归母净利润分别为-1.18/1.21/3.04 亿元(前值为-1.6/1.0/2.7 亿元),分别同比增长 57.6%/202.3%/151.3%,对应估值为亏损/123X/49X。看好公司泽普凝、吉卡昔替尼的商业化前景,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	673	1818	3081
收入同比 (%)	27.8%	74.2%	170.0%	69.5%
归属母公司净利润	-279	-118	121	304
净利润同比 (%)	39.1%	57.6%	202.3%	151.3%
毛利率 (%)	92.4%	95.7%	96.9%	94.6%
ROE (%)	-17.1%	-7.8%	7.4%	15.7%
每股收益 (元)	-1.09	-0.45	0.46	1.15
P/E	—	—	123.32	49.07
P/B	8.58	9.83	9.11	7.68
EV/EBITDA	-47.92	-172.76	89.26	27.38

资料来源: Wind, 华安证券研究所

# 财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2520	2629	2892	3427
现金	2110	2071	1940	2116
应收账款	101	179	450	703
其他应收款	11	18	34	36
预付账款	46	36	35	52
存货	111	80	89	111
其他流动资产	142	245	344	409
非流动资产	367	334	303	292
长期投资	0	0	0	0
固定资产	98	113	113	108
无形资产	69	34	14	20
其他非流动资产	199	188	175	164
资产总计	2887	2963	3195	3718
流动负债	1135	1073	1184	1264
短期借款	795	795	795	795
应付账款	138	136	124	103
其他流动负债	202	142	265	366
非流动负债	107	362	362	362
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	107	362	362	362
负债合计	1242	1436	1547	1626
少数股东权益	12	12	12	152
股本	265	265	265	265
资本公积	3353	3353	3353	3353
留存收益	-1985	-2103	-1982	-1678
归属母公司股东	1633	1515	1636	1940
负债和股东权益	2887	2963	3195	3718

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	386	673	1818	3081
营业成本	29	29	57	166
营业税金及附加	1	3	11	22
销售费用	250	345	829	1279
管理费用	17	89	178	203
财务费用	-15	-26	-29	-38
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0
投资净收益	6	27	91	92
营业利润	-298	-116	126	510
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	3	5	17
利润总额	-299	-119	122	493
所得税	-4	-1	1	49
净利润	-295	-118	121	444
少数股东损益	-17	0	0	0
归属母公司净利润	-279	-118	121	304
EBITDA	-267	-79	155	498
EPS (元)	-1.09	-0.45	0.46	1.15

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	27.8%	74.2%	170.0%	69.5%
营业利润	38.7%	61.0%	208.6%	304.0%
归属于母公司净利润	39.1%	57.6%	202.3%	151.3%
获利能力				
毛利率 (%)	92.4%	95.7%	96.9%	94.6%
净利率 (%)	-72.1%	-17.6%	6.6%	9.9%
ROE (%)	-17.1%	-7.8%	7.4%	15.7%
ROIC (%)	-12.8%	-6.1%	3.7%	14.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.0%	48.5%	48.4%	43.7%
净负债比率 (%)	75.5%	94.0%	93.8%	77.7%
流动比率	2.22	2.45	2.44	2.71
速动比率	2.08	2.34	2.33	2.58
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.23	0.59	0.89
应收账款周转率	4.07	4.81	5.78	5.34
应付账款周转率	0.20	0.21	0.44	1.46
每股指标 (元)				
每股收益	-1.09	-0.45	0.46	1.15
每股经营现金流	-0.88	-0.37	-0.21	0.86
每股净资产	6.17	5.72	6.18	7.33
估值比率				
P/E	—	—	123.32	49.07
P/B	8.58	9.83	9.11	7.68
EV/EBITDA	-47.92	-172.76	89.26	27.38

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-233	-97	-55	227
净利润	-295	-118	121	444
折旧摊销	60	66	62	43
财务费用	24	37	34	30
投资损失	-6	-27	-91	-92
营运资金变动	-6	-56	-184	-213
其他经营现金流	-300	-62	310	674
投资活动现金流	65	-111	-43	-21
资本支出	-63	-34	-35	-48
长期投资	115	-103	-99	-65
其他投资现金流	12	25	91	92
筹资活动现金流	1509	170	-34	-30
短期借款	404	0	0	0
长期借款	-50	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	1131	0	0	0
其他筹资现金流	0	170	-34	-30
现金净增加额	1342	-38	-132	177

资料来源:公司公告, 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。