

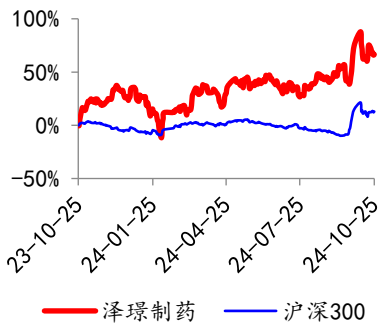
营收增速环比继续提高，TCE 领域显优势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-27

收盘价（元）	65.6
近 12 个月最高/最低（元）	79.99/33.20
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）	173.6
流通市值（亿元）	173.6

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)：23FY 及 24Q1 稳扎稳打，创新多抗平台陆续验证 2024-4-21
- 【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：24H1 产品增收费用下降，吉卡昔替尼获批在即 2024-8-29

主要观点：

● 事件

2024 年 10 月 25 日，泽璟制药发布 2024 年三季度报告，报告期内公司实现营业收入 3.84 亿元，同比+36.16%；归母净利润-0.98 亿元，同比减亏 51.55%；扣非归母净利润-1.05 亿元，同比减亏 57.02%。单季度来看，公司 2024Q3 收入为 1.43 亿元，同比+130.67%，单季度实现较大增长系由于去年同期基数较低；归母净利润为-0.31 亿元，同比减亏 64.30%；扣非归母净利润为-0.32 亿元，同比减亏 71.59%。公司稳扎稳打，已实现连续 4 个季度营业收入环比正增长。

● 点评

✓ 维持高毛利率水平，期间费用率持续收窄

2024 年前三季度，公司整体毛利率为 92.96%，同比+0.57 个百分点；期间费用率 125.41%，同比-58.77 个百分点；其中销售费用率 49.38%，同比-11.66 个百分点；管理费用率 10.68%，同比+2.98 个百分点；财务费用率-5.67%，同比-2.30 个百分点；研发费用率 71.02%，同比-47.80 个百分点，费用率大幅降低；经营性现金流净额为 0.67 亿元，同比-129.08%，录得较大下滑，主要是去年同期，公司收到泽普凝的独家推广授权款造成高基数所致。

✓ ZG006 数据亮眼，进度全球领先地位

2024 年 9 月 9 日公司发布公告，披露公司 FIC 药物 CD3/DLL3/DLL3 三特异性抗体（注射用 ZG006）的临床研究进展，并在 ESMO 2024 和 CSCO 2024 学术会议上公布了 ZG006 的最新数据。截至 2024 年 8 月 8 日，用于治疗 SCLC 或神经内分泌癌症的 I/II 期临床试验已完成 I 期剂量递增阶段的入组，共获得 24 例可评估样本，且 17 例患者均接受过至少两线抗肿瘤药物。在接受 10mg 或以上剂量的 9 例 SCLC 患者中 6 例达到 PR，ORR 为 66.7%，DCR 达 88.9%。24 例受试者中 3 级 CRS 仅 1 例，绝大多数 TRAEs 为 1 级或 2 级，总体 ZG006 数据亮眼，初步展现良好耐受性及优异抗肿瘤疗效。ZG006 目前已获得 FDA 孤儿药资格认定，彰显其全球竞争力。

✓ TCE 药物显优势，联用前线或成趋势

CD3/DLL3 的 FIC 药物，Amgen 公司的 IMDELLTRA™ (tarlatamab-dlle) 已获 FDA 批准用于进展或化疗失败的广泛期小细胞癌 SCLC（即 SCLC 后线治疗）。DeLLphi-301 的 2 期拓展试验中其二线治疗的 mOS 已经达到 15.2 个月，并且其 1b 期一线维持联用疗法数据证明，将 CD3/DLL3 靶点药物与前线药物联用（PD-1、Imfinzi、Tecentriq 单抗等）可以增加患者的长期获益。DLL3 靶点的有效性、及其前线联用的前景都随着时间的推移不断在被证实清晰。公司的 ZG006 有望作为 TCE 抗体赛道中国产领先品种继续乘势，其 BD 潜力值得期待。

● **投资建议**

考虑到泽普凝今年仍处于商业化初期，我们对产品销售及盈利预测进行调整，预计公司 2024~2026 年收入分别为 5.88/12.86/20.59 亿元（前值为 6.73/18.18/30.81 亿元），分别同比增长 52.3%/118.5%/60.2%，归母净利润分别为-1.27/1.04/2.45 亿元（前值为-1.18/1.21/3.04 亿元），分别同比增长 54.6%/182.0%/136.0%，对应估值为亏损/144X/61X。看好公司泽普凝、吉卡昔替尼商业化前景、双抗平台的 First in class 潜力，公司有望成为下一代综合型创新药企。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	588	1286	2059
收入同比 (%)	27.8%	52.3%	118.5%	60.2%
归属母公司净利润	-279	-127	104	245
净利润同比 (%)	39.1%	54.6%	182.0%	136.0%
毛利率 (%)	92.4%	92.6%	90.9%	91.2%
ROE (%)	-17.1%	-8.4%	6.4%	13.2%
每股收益 (元)	-1.09	-0.48	0.39	0.92
P/E	—	—	143.66	60.87
P/B	8.58	9.89	9.25	8.03
EV/EBITDA	-47.92	-193.43	89.16	29.78

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2520	2715	3034	3292	营业收入	386	588	1286	2059
现金	2110	2123	2091	2211	营业成本	29	44	117	181
应收账款	101	156	318	470	营业税金及附加	1	3	8	14
其他应收款	11	16	24	24	销售费用	250	284	456	651
预付账款	46	54	73	57	管理费用	17	56	126	156
存货	111	120	183	121	财务费用	-15	-9	-13	-16
其他流动资产	142	245	344	409	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	367	334	303	292	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	29	64	62
固定资产	98	113	113	108	营业利润	-298	-125	109	445
无形资产	69	34	14	20	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	199	188	175	164	营业外支出	1	3	5	17
资产总计	2887	3049	3337	3583	利润总额	-299	-127	104	428
流动负债	1135	1167	1351	1213	所得税	-4	-1	1	43
短期借款	795	795	795	795	净利润	-295	-127	104	385
应付账款	138	204	257	112	少数股东损益	-17	0	0	0
其他流动负债	202	168	300	306	归属母公司净利润	-279	-127	104	245
非流动负债	107	362	362	362	EBITDA	-267	-70	153	454
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-1.09	-0.48	0.39	0.92
其他非流动负债	107	362	362	362					
负债合计	1242	1530	1714	1576					
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	-2111	-2007	-1763					
归属母公司股东	1633	1507	1611	1856					
负债和股东权益	2887	3049	3337	3583					

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	-52	67	198
净利润	-295	-127	104	385
折旧摊销	60	66	62	43
财务费用	24	33	30	26
投资损失	-6	-29	-64	-62
营运资金变动	-6	5	-68	-211
其他经营现金流	-300	-131	176	612
投资活动现金流	65	-109	-70	-52
资本支出	-63	-34	-35	-48
长期投资	115	-103	-99	-65
其他投资现金流	12	28	64	62
筹资活动现金流	1509	174	-30	-26
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	174	-30	-26
现金净增加额	1342	14	-32	121

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	27.8%	52.3%	118.5%	60.2%
营业利润	38.7%	58.1%	187.5%	307.8%
归属于母公司净利润	39.1%	54.6%	182.0%	136.0%
获利能力				
毛利率 (%)	92.4%	92.6%	90.9%	91.2%
净利率 (%)	-72.1%	-21.5%	8.1%	11.9%
ROE (%)	-17.1%	-8.4%	6.4%	13.2%
ROIC (%)	-12.8%	-5.7%	3.7%	13.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.0%	50.2%	51.4%	44.0%
净负债比率 (%)	75.5%	100.7%	105.6%	78.5%
流动比率	2.22	2.33	2.24	2.71
速动比率	2.08	2.17	2.05	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.20	0.40	0.60
应收账款周转率	4.07	4.57	5.42	5.22
应付账款周转率	0.20	0.26	0.51	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	-1.09	-0.48	0.39	0.92
每股经营现金流	-0.88	-0.20	0.25	0.75
每股净资产	6.17	5.69	6.09	7.01
估值比率				
P/E	—	—	143.66	60.87
P/B	8.58	9.89	9.25	8.03
EV/EBITDA	-47.92	-193.43	89.16	29.78

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。