

# 收入增长符合预期， 临床管线持续推进

## 核心观点

公司 2024 年实现营业总收入 5.33 亿元，同比增长 37.91%，符合市场预期，业绩表现出色。同时，公司 2024 年扣非归母净利润 1.71 亿元，较去年同期减亏 1.78 亿元，运营表现出色。2025 年，公司多纳非尼、凝血酶等商业化产品有望实现进一步放量，持续带来新收入增长，同时，早期产品 ZG005 以及 ZG006 也有望公布新临床数据，疗效可期。整体来看，我们认为公司运营稳健，早期产品设计优异，看好公司后续发展。

## 事件

4 月 19 日，泽璟制药发布 2024 年度报告。

## 简评

### 2024 年营收增长符合预期，经营总体稳健

2024 年，公司实现营业收入 5.33 亿元，同比增长 37.91%，营收增长符合市场预期，表现出色。公司营收实现出色增长的原因主要因多纳非尼销售额增加所带来。2024 年，公司扣非归母净利润 1.71 亿元，较 2023 年同期减亏 1.78 亿元，主要因营业收入增长以及营业总成本降低所致。整体看，公司 2024 年营收表现出色，2025 年商业化值得期待。

财务状况稳健，公司账上现金充沛。2024 年，公司销售费用 2.71 亿元，较去年同期增长 8.37%，主要因及销售人员绩效奖金增加所致以及市场推广费用增加所致；公司 2024 年研发费用 3.88 亿元，较去年同期减少 21.83%，主要因创新药物处于不同阶段，因此研发费用有所减少。公司 2024 年管理费用为 0.58 亿元，较 2024 年同比增长 251.35%，主要因上年冲减计提的股份支付费用。截止 2024 年底，公司货币资金为 21.54 亿元，账上现金充足，运营稳健。

## 泽璟制药 (688266. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期：2025 年 04 月 24 日

当前股价：100.00 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月             | 3 个月        | 12 个月         |
|------------------|-------------|---------------|
| 8.27/12.63       | 56.25/55.17 | 109.34/102.65 |
| 12 月最高/最低价 (元)   |             | 109.00/46.12  |
| 总股本 (万股)         |             | 26,470.82     |
| 流通 A 股 (万股)      |             | 26,470.82     |
| 总市值 (亿元)         |             | 279.27        |
| 流通市值 (亿元)        |             | 279.27        |
| 近 3 月日均成交量 (万)   |             | 306.13        |
| 主要股东             |             |               |
| ZELIN SHENG(盛泽林) |             | 18.85%        |

### 股价表现



## 商业化进程获得突破，在研新药临床进度持续推进

**盐酸吉卡昔替尼片：**产品治疗骨髓纤维化处于上市审评阶段，有望于 2025 年获批上市。根据公司资料，预计到 2030 年国内骨髓纤维化患者年新发 6.3 万，存量患者数预计约 30 万人。根据盐酸吉卡昔替尼片此前在 III 期临床试验中展现出对骨髓纤维化患者的显著效果，产品有望成为该适应症的 BIC 药物，后续销售放量可期。此外，吉卡昔替尼在免疫炎症性疾病的多个适应症进入了 III 期临床研究阶段，在治疗重症斑秃的 III 期临床试验中达到终点，在治疗特发性肺纤维化的 II 期临床中展现显著疗效。

**注射用重组人促甲状腺激素：**产品在术后辅助诊断适应症 III 期临床中达到终点，已于 2024 年 6 月递交上市许可申请并获得受理。我国甲状腺癌患者的发病率在近年明显增高，2022 年我国甲状腺癌新发患者约 46.61 万人，是目前我国发病率排名第三的恶性肿瘤。公司的注射用重组人促甲状腺激素可填补甲状腺诊疗空白，提升患者生存率和生存期，有望为甲状腺癌患者提供更多帮助。

**ZG006：**产品已在去年初步披露 SCLC 数据，疗效优异。2025 年，ZG006 有望在 ASCO 等大会上公布更多临床数据，同时也将开展和 PD1/PDL1 在 SCLC 的联用临床，值得期待。

**ZG005：**产品此前披露宫颈癌数据，疗效出色，公司有望在 2025 年公布更多宫颈癌数据，同时有望开展宫颈癌注册临床研究，产品推进顺利。

## 2025 年催化剂众多

公司 2025 年催化剂众多。①重组人凝血酶已经进入医保，产品有望实现进一步放量。②盐酸吉卡昔替尼片有望于年内获批上市。③ZG005 更多宫颈癌和肝癌数据有望在 ASCO 等大会上披露。④ZG006 的早期实体瘤数据有望在 ASCO 等大会上进一步披露。

## 盈利预测与投资评级

公司多个不同治疗领域的产品管线已进入或即将进入商业化阶段，同时后续管线持续推进，整体发展稳健。我们预计 2025-2027 年，公司收入分别为 7.12 亿元、15.40 亿元、25.00 亿元，净利润分别为-1.27、-0.77 和 1.47 亿元，维持“买入”评级。

## 风险分析

**新药研发不确定性风险。**新药研发作为技术创新，具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低的特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一环节都有可能面临失败风险。现有产品或治疗方式也有被新疗法和新技术替代的风险。

**商业化风险。**医保控费超预期，导致创新药定价不达预期；公司有独家品种处于放量阶段，但自免药物市场竞争激烈，同时凝血酶销售处于早期爬坡阶段，可能出现销售份额不及预期或销售费用率高于预期的风险。

**重要财务指标**

|           | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 386.44  | 532.95  | 712.08  | 1,539.93 | 2,499.86 |
| YOY(%)    | 27.83   | 37.91   | 33.61   | 116.26   | 62.34    |
| 净利润(百万元)  | -278.58 | -137.83 | -126.75 | -76.86   | 147.01   |
| YOY(%)    | 39.14   | 50.52   | 8.04    | 39.37    | 291.28   |
| 毛利率(%)    | 92.44   | 93.06   | 90.00   | 90.00    | 90.00    |
| 净利率(%)    | -72.09  | -25.86  | -17.80  | -4.99    | 5.88     |
| ROE(%)    | -17.06  | -10.99  | -11.25  | -7.32    | 12.28    |
| EPS(摊薄/元) | -1.05   | -0.52   | -0.48   | -0.29    | 0.56     |
| P/E(倍)    | -95.02  | -192.05 | -208.84 | -344.42  | 180.06   |
| P/B(倍)    | 16.21   | 21.11   | 23.49   | 25.20    | 22.11    |

资料来源: iFinD, 中信建投证券

**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2023A           | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>2,520.34</b> | <b>2,575.90</b> | <b>1,877.99</b> | <b>2,723.31</b> | <b>3,937.38</b> |
| 现金             | 2,109.64        | 2,153.68        | 1,236.44        | 1,383.00        | 1,786.83        |
| 应收票据及应收账款合计    | 101.14          | 143.63          | 195.96          | 423.78          | 687.94          |
| 其他应收款          | 10.89           | 9.38            | 20.69           | 44.75           | 72.65           |
| 预付账款           | 46.25           | 41.28           | 78.83           | 170.47          | 276.73          |
| 存货             | 110.85          | 182.86          | 297.21          | 642.74          | 1,043.40        |
| 其他流动资产         | 141.56          | 45.07           | 48.86           | 58.57           | 69.83           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>366.87</b>   | <b>428.72</b>   | <b>373.87</b>   | <b>315.79</b>   | <b>260.19</b>   |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产           | 135.38          | 239.96          | 219.72          | 196.26          | 169.57          |
| 无形资产           | 69.27           | 50.01           | 41.68           | 33.34           | 25.01           |
| 其他非流动资产        | 162.22          | 138.75          | 112.47          | 86.20           | 65.62           |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,887.21</b> | <b>3,004.61</b> | <b>2,251.85</b> | <b>3,039.10</b> | <b>4,197.58</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,135.18</b> | <b>1,373.45</b> | <b>779.77</b>   | <b>1,671.41</b> | <b>2,692.30</b> |
| 短期借款           | 795.16          | 951.86          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据及应付账款合计    | 137.73          | 197.10          | 376.05          | 813.23          | 1,320.16        |
| 其他流动负债         | 202.28          | 224.48          | 403.73          | 858.18          | 1,372.14        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>107.19</b>   | <b>378.57</b>   | <b>355.14</b>   | <b>333.02</b>   | <b>313.25</b>   |
| 长期借款           | 29.46           | 71.21           | 47.79           | 25.66           | 5.89            |
| 其他非流动负债        | 77.73           | 307.36          | 307.36          | 307.36          | 307.36          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,242.37</b> | <b>1,752.01</b> | <b>1,134.92</b> | <b>2,004.42</b> | <b>3,005.55</b> |
| 少数股东权益         | 11.98           | -1.26           | -10.17          | -15.57          | -5.24           |
| 股本             | 264.71          | 264.71          | 264.71          | 264.71          | 264.71          |
| 资本公积           | 3,353.01        | 3,120.37        | 3,120.37        | 3,120.37        | 3,120.37        |
| 留存收益           | -1,984.86       | -2,131.22       | -2,257.97       | -2,334.83       | -2,187.81       |
| 归属母公司股东权益      | 1,632.85        | 1,253.86        | 1,127.10        | 1,050.25        | 1,197.26        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,887.21</b> | <b>3,004.61</b> | <b>2,251.85</b> | <b>3,039.10</b> | <b>4,197.58</b> |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2023A           | 2024A            | 2025E          | 2026E         | 2027E         |
|----------------|-----------------|------------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-232.75</b>  | <b>38.20</b>     | <b>72.27</b>   | <b>162.44</b> | <b>415.38</b> |
| 净利润            | -295.13         | -150.30          | -135.66        | -82.26        | 157.35        |
| 折旧摊销           | 60.41           | 61.33            | 54.85          | 58.07         | 55.60         |
| 财务费用           | -14.87          | -29.18           | 17.66          | -2.80         | -4.78         |
| 投资损失           | -5.96           | -2.94            | -4.28          | -4.28         | -4.28         |
| 营运资金变动         | 28.27           | 155.09           | 138.86         | 192.87        | 210.65        |
| 其他经营现金流        | -5.46           | 4.20             | 0.84           | 0.84          | 0.84          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>64.84</b>    | <b>-1,845.10</b> | <b>3.44</b>    | <b>3.44</b>   | <b>3.44</b>   |
| 资本支出           | 43.23           | -133.93          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 长期投资           | 115.00          | -1,764.27        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 其他投资现金流        | -93.39          | 53.10            | 3.44           | 3.44          | 3.44          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,509.37</b> | <b>-51.32</b>    | <b>-992.94</b> | <b>-19.32</b> | <b>-14.99</b> |
| 短期借款           | 404.37          | 156.70           | -951.86        | 0.00          | 0.00          |
| 长期借款           | -63.82          | 41.76            | -23.42         | -22.13        | -19.77        |
| 其他筹资现金流        | 1,168.82        | -249.77          | -17.66         | 2.80          | 4.78          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,341.67</b> | <b>-1,860.51</b> | <b>-917.24</b> | <b>146.56</b> | <b>403.83</b> |

资料来源: iFinD, 中信建投证券

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E           | 2027E           |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>386.44</b>  | <b>532.95</b>  | <b>712.08</b>  | <b>1,539.93</b> | <b>2,499.86</b> |
| 营业成本            | 29.21          | 36.99          | 71.21          | 153.99          | 249.99          |
| 营业税金及附加         | 1.02           | 1.45           | 2.35           | 5.08            | 8.25            |
| 销售费用            | 250.49         | 271.45         | 320.44         | 615.97          | 924.95          |
| 管理费用            | 16.56          | 58.19          | 56.97          | 123.19          | 199.99          |
| 研发费用            | 496.33         | 388.00         | 427.25         | 769.97          | 999.94          |
| 财务费用            | -14.87         | -29.18         | 17.66          | -2.80           | -4.78           |
| 资产减值损失          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 信用减值损失          | -1.62          | -3.76          | -4.22          | -9.12           | -14.81          |
| 其他收益            | 81.45          | 35.80          | 50.14          | 50.14           | 50.14           |
| 公允价值变动收益        | 8.73           | 3.92           | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益           | 5.96           | 2.94           | 4.28           | 4.28            | 4.28            |
| 资产处置收益          | 0.00           | 0.00           | 0.01           | 0.01            | 0.01            |
| <b>营业利润</b>     | <b>-297.78</b> | <b>-155.04</b> | <b>-133.58</b> | <b>-80.17</b>   | <b>161.14</b>   |
| 营业外收入           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 营业外支出           | 1.31           | 0.01           | 1.24           | 1.24            | 1.24            |
| <b>利润总额</b>     | <b>-299.08</b> | <b>-155.05</b> | <b>-134.81</b> | <b>-81.41</b>   | <b>159.90</b>   |
| 所得税             | -3.95          | -4.75          | 0.85           | 0.85            | 2.56            |
| <b>净利润</b>      | <b>-295.13</b> | <b>-150.30</b> | <b>-135.66</b> | <b>-82.26</b>   | <b>157.35</b>   |
| 少数股东损益          | -16.55         | -12.47         | -8.91          | -5.40           | 10.33           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-278.58</b> | <b>-137.83</b> | <b>-126.75</b> | <b>-76.86</b>   | <b>147.01</b>   |
| EBITDA          | -253.55        | -122.90        | -62.31         | -26.14          | 210.72          |
| EPS (元)         | -1.05          | -0.52          | -0.48          | -0.29           | 0.56            |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入(%)        | 27.83   | 37.91   | 33.61   | 116.26  | 62.34   |
| 营业利润(%)        | 38.67   | 47.93   | 13.84   | 39.98   | 300.98  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 39.14   | 50.52   | 8.04    | 39.37   | 291.28  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率(%)         | 92.44   | 93.06   | 90.00   | 90.00   | 90.00   |
| 净利率(%)         | -72.09  | -25.86  | -17.80  | -4.99   | 5.88    |
| ROE(%)         | -17.06  | -10.99  | -11.25  | -7.32   | 12.28   |
| ROIC(%)        | -129.02 | -71.39  | -86.85  | 204.32  | -73.56  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率(%)       | 43.03   | 58.31   | 50.40   | 65.95   | 71.60   |
| 净负债率(%)        | -78.12  | -90.26  | -106.42 | -131.18 | -149.40 |
| 流动比率           | 2.22    | 1.88    | 2.41    | 1.63    | 1.46    |
| 速动比率           | 2.08    | 1.71    | 1.92    | 1.13    | 0.96    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.13    | 0.18    | 0.32    | 0.51    | 0.60    |
| 应收账款周转率        | 3.82    | 3.72    | 3.64    | 3.64    | 3.64    |
| 应付账款周转率        | 0.21    | 0.20    | 0.19    | 0.19    | 0.19    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)     | -1.05   | -0.52   | -0.48   | -0.29   | 0.56    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.88   | 0.14    | 0.27    | 0.61    | 1.57    |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.17    | 4.74    | 4.26    | 3.97    | 4.52    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| P/E            | -95.02  | -192.05 | -208.84 | -344.42 | 180.06  |
| P/B            | 16.21   | 21.11   | 23.49   | 25.20   | 22.11   |
| EV/EBITDA      | -49.84  | -125.10 | -406.09 | -964.53 | 118.14  |

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

## 研究助理

### 赵旭

zhaoxu1@csc.com.cn

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                  |      | 评级   | 说明            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                         |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                         |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk