

多纳非尼商业化稳步推进 产品矩阵进一步优化

——泽璟制药半年报点评

医药生物/化学制药



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

2023年8月25日，泽璟制药近日发布2023年半年度报，报告期内，公司实现营业收入约2.2亿元，同比增加108.66%；归母净利润-1.14亿元，亏损同比减少1.33亿元。

多纳非尼片商业化推广稳步推进，全年销量可期

多纳非尼是中国制药企业研发上市的第一个一线治疗晚期肝细胞癌的小分子靶向创新药物。2021年6月获得NMPA批准用于一线治疗晚期肝细胞癌患者，2022年8月获得批准用于进展性、局部晚期或转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌适应症。报告期内，多纳非尼营业收入约2.17亿元，同比增长106%。同时，公司继续积极推进多纳非尼片进入医保双通道的工作，截至2023年6月30日已进入医院833家、双通道药房744家，多纳非尼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。

杰克替尼与重组人凝血酶均在上市审评中，有望年内上市

杰克替尼是中国第一个提交NDA的国产JAK抑制剂类新药，适应症布局包括骨髓纤维化、重症斑秃、中重度特应性皮炎、强直性脊柱炎等。杰克替尼片的研发成果有利于公司进入自身免疫疾病治疗领域这一关键市场点。重组人凝血酶是中国唯一已完成III期临床试验且BLA已进入综合审评阶段的外用重组止血产品。该产品具有高效止血作用和安全性好等特点，具备广泛应用于外科止血的重要潜力。目前杰克替尼治疗中高危骨髓纤维化和重组人凝血酶均在上市申请的技术审评进程中；公司正积极与药监部门开展沟通，争取早日完成注册审评审批流程。同时，公司亦在积极布局这两个产品的商业化工作，力争在获批后使产品能够迅速得到推广和应用。

持续推进新药临床研究

报告期内，公司持续推进多个产品的临床研究，包括杰克替尼多个自身免疫性疾病适应症、注射用重组人促甲状腺激素、盐酸杰克替尼乳膏、ZG005粉针剂、注射用ZGGS18、注射用ZGGS15、注射用ZG006、ZG19018片、ZG2001片和注射用ZG0895等不同阶段临床试验，增强公司产品的竞争力。

管线布局不断优化，靶向联合免疫战略规划初现端倪

报告期内，公司有多项新产品（ZG006，ZGGS15，ZG0895，ZG2001，ZGGS18）的临床试验申请获得中美药监部门批准，这些产品在全球范围内均具有领先性和竞争力。持续的研发投入，使公司拥有差异化竞争优势的产品管线逐步扩展，管线布局不断优化，将为实现公司“小分子靶向新药-肿瘤免疫疗法”的联合治疗战略夯实基础，从而发挥公司小分子靶向新药和新一代抗体产品管线的双重优势，保证公司在抗肿瘤药物研发领域的持续竞争力和领先地位，也将为公司未来在国内外多维战略合作提供强有力的基础。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司2023至2025年营业收入为7.6亿、16.3亿、23亿元人民币，实现归母净利润-2.58亿、0.67亿、3.76亿元人民币。维持“买入”评级。

风险提示：

政策落地不及预期，管线进度不及预期，产品商业化不及预期，其他竞品突破性创新风险，测算具有主观性风险。

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（维持）

2023年08月31日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2023.8.31

总市值/流通市值（亿元）	113.9/61.81
总股本（万股）	26,470.82
资产负债率（%）	64.69%
每股净资产（元）	-0.98
收盘价（元）	43.04
一年内最低价/最高价（元）	61.35/29.45

公司股价表现走势图



资料来源：iFind，申港证券研究所

相关报告

1、《泽璟制药首次覆盖报告：“择”良药而栖，辟无人之“径”》2023-04-14

证券研究报告

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	190.36	302.31	759.56	1626.71	2302.64
增长率 (%)	588.19%	58.81%	151.26%	114.17%	41.55%
归母净利润 (百万元)	-451.00	-457.77	-258.18	67.19	376.42
增长率 (%)	-41.28%	-1.50%	43.60%	126.03%	460.22%
净资产收益率 (%)	-37.70%	-60.30%	-51.54%	11.81%	39.73%
每股收益(元)	-1.70	-1.73	-0.98	0.25	1.42
PE	-25.59	-25.21	-44.70	171.76	30.66
PB	9.65	15.20	23.04	20.28	12.18

资料来源：公司财报，iFind，申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元			
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	190.36	302.31	759.56	1626.71	2302.64	流动资产合计	1405.96	1291.75	1197.45	2250.02	3406.14	
营业成本	6.27	26.16	76.53	163.24	230.84	货币资金	1136.63	797.05	306.95	629.55	1216.67	
营业税金及附加	0.48	1.37	15.33	32.83	46.47	应收账款	62.37	88.99	157.48	337.27	477.42	
营业费用	139.74	227.69	341.80	650.69	805.93	其他应收款	12.45	12.51	51.03	109.28	154.69	
管理费用	78.05	86.34	151.91	244.01	276.32	预付款项	52.03	40.80	102.51	219.53	310.75	
研发费用	509.39	497.73	455.73	488.01	575.66	存货	51.91	98.98	289.53	617.62	873.35	
财务费用	-34.58	-13.64	10.28	0.52	-2.44	其他流动资产	90.56	253.43	289.95	336.77	373.26	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	340.01	376.56	288.31	200.19	122.05	
公允价值变动收益	1.74	2.63	0.00	1.00	2.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	11.06	3.95	7.48	7.48	7.48	固定资产	161.67	160.42	138.94	115.19	89.18	
营业利润	-459.04	-485.56	-259.91	71.61	388.12	无形资产	116.29	91.03	49.19	7.62	-33.59	
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	商誉	40	30	25	25	25	
营业外支出	6.11	2.40	2.84	2.84	2.84	其他非流动资产	21.78	17.48	17.48	18.44	20.28	
利润总额	-465.15	-487.95	-262.75	68.77	385.28	资产总计	1745.96	1668.31	1485.75	2450.22	3528.18	
所得税	-3.16	-2.01	0.19	0.34	1.93	流动负债合计	380.89	729.19	843.03	1768.60	2487.17	
净利润	-461.99	-485.95	-262.93	68.43	383.35	短期借款	131.81	390.79	0.00	0.00	0.00	
少数股东损益	-10.99	-28.18	-4.75	1.24	6.93	应付账款	118.19	151.72	443.82	946.73	1338.73	
归属母公司净利润	-451.00	-457.77	-258.18	67.19	376.42	预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
EBITDA	-446.33	-430.79	-164.22	160.41	466.99	一年内到期的非流动负债	63.81	58.36	58.36	58.36	58.36	
EPS（元）	-1.70	-1.73	-0.98	0.25	1.42	非流动负债合计	111.99	151.64	118.17	87.63	61.67	
主要财务比率						长期借款	48.18	93.28	59.80	29.27	3.31	
						应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
						负债合计	492.88	880.82	961.20	1856.23	2548.84	
营业收入增长	588.19%	58.81%	151.26%	114.17%	41.55%	少数股东权益	56.76	28.37	23.61	24.85	31.78	
营业利润增长	-50.59%	-5.78%	46.47%	127.55%	442.00%	实收资本（或股本）	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00	
归属于母公司净利润增长	-41.28%	-1.50%	43.60%	126.03%	460.22%	资本公积	2205.21	2222.29	2222.29	2223.29	2225.29	
获利能力							未分配利润	-451.00	-457.77	-258.18	67.19	376.42
毛利率(%)	96.71%	91.35%	89.92%	89.96%	89.98%	归属母公司股东权益合计	1196.32	759.12	500.94	569.13	947.56	
净利率(%)	-242.69%	-160.75%	-34.62%	4.21%	16.65%	负债和所有者权益	1745.96	1668.31	1485.75	2450.22	3528.18	
总资产净利润(%)	-241.14%	-160.62%	-34.22%	4.40%	16.86%	现金流量表						
ROE(%)	-37.70%	-60.30%	-51.54%	11.81%	39.73%	单位:百万元						
							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
偿债能力							经营活动现金流	-454.62	-370.34	-62.85	347.36	605.34
资产负债率(%)	28.23%	52.80%	64.69%	75.76%	72.24%	净利润	-461.99	-485.95	-262.93	68.43	383.35	
流动比率	3.69	1.77	1.42	1.27	1.37	折旧摊销	53.39	70.81	88.25	91.11	84.15	
速动比率	3.35	1.57	0.91	0.75	0.84	财务费用	-34.58	-13.64	10.28	0.52	-2.44	
营运能力							应付帐款减少	-84.19	-17.41	-205.23	-401.89	-313.27
总资产周转率	0.11	0.18	0.51	0.66	0.65	预收帐款增加	38.99	67.14	504.64	925.57	718.57	
应收账款周转率	3.05	3.40	4.82	4.82	4.82	投资活动现金流	-454.62	-370.34	-62.85	347.36	605.34	
应付账款周转率	0.05	0.17	0.17	0.17	0.17	公允价值变动收益	1.74	2.63	0.00	1.00	2.00	
每股指标（元）							长期股权投资减少	380.01	-182.10	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)	-1.70	-1.73	-0.98	0.25	1.42	投资收益	11.06	3.95	7.48	7.48	7.48	
每股净现金流(最新摊薄)	-1.72	-1.40	-0.24	1.31	2.29	筹资活动现金流	93.99	282.79	-434.55	-31.06	-23.52	
每股净资产(最新摊薄)	4.52	2.87	1.89	2.15	3.58	应付债券增加	114.14	258.98	-390.79	0.00	0.00	
估值比率							长期借款增加	18.14	45.10	-33.47	-30.54	-25.96
P/E	-25.59	-25.21	-44.70	171.76	30.66	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
P/B	9.65	15.20	23.04	20.28	12.18	资本公积增加	30.88	17.08	0.00	1.00	2.00	
EV/EBITDA	-29.48	-22.04	-67.81	67.76	22.12	现金净增加额	-35.41	-347.54	-490.09	322.60	587.11	

资料来源: 公司财报, iFind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上