

稳中向好，未来可期

——泽璟制药 2022 年报及 2023 年一季报点评

事件

2022 年：公司营收 3.02 亿元，YOY 为 58.81%；归母净利润-4.58 亿元；扣非归母净利润-4.95 亿元。

2023 年 Q1：公司营收 1.08 亿元，YOY 为 147.25%；归母净利润-0.57 亿元；扣非归母净利润-0.64 亿元。

核心观点

看现在：基本面持续优化，催化因素不断

(1) 商业化能力不断增强，管理能力持续优化

2022 年、2023Q1 公司营收同比增长分别达到 58.81%和 147.25%，主要系多纳非尼销售的快速增长，截至 2022 年 12 月 31 日多纳非尼已进院 653 家、双通道药房 443 家。作为公司目前唯一一款商业化的药品，多纳非尼于 2021 年 6 月上市，2022 年 1 月正式进入医保销售。在医保降价、仿制药竞争、疫情等多重因素的影响下，多纳非尼的销售依然取得了亮眼的业绩，一方面与多纳非尼本身独特的竞争优势密不可分，另一方面表明公司的商业化能力在快速增强。此外，我们可以看到公司具有较高的管理水平，2022 年研发费用（YOY-2.29%）、管理费用（YOY+10.63%）与上期基本持平。

(2) 公司迎来收获期，多款重磅产品有望今年获批上市

公司目前有 17 个主要在研药品的 41 项在研项目。除多纳非尼片外，3 个在研药品（重组人凝血酶、杰克替尼片和注射用重组人促甲状腺激素）的 9 项适应症处于新药上市申请、III 期或注册临床试验阶段。其中 JAK 抑制剂杰克替尼竞争格局良好，一线治疗中高危骨髓纤维化具有全球“Best-in-Class”竞争力，而且有望填补芦可替尼不耐受的中高危骨髓纤维化治疗的空白，公司于 2022 年 10 月已提交 NDA 申请，有望今年获批上市。重组人凝血酶具有生产成本低、止血效果突出、安全性和竞争格局良好（同类产品全球仅一款上市且未在国内上市和开展临床试验）、应用场景更为广泛的竞争优势，而且属于《国家临床必需易短缺药品重点监测清单》中的品种，公司于 2022 年 5 月已经提交 BLA 申请，有望今年获批上市。

(3) 大额定增募资落地，公司治理结构延续稳定

根据公司 2023 年 4 月 19 日披露的定增结果来看，此次定增得到了多家投资者的广泛参与，发行价格与发行底价比率为 123.52%，共收到 31 份申购报价单，发行对象最终确定为 11 家，足额募得近 12 亿元资金，这将为公司加快产品管线开发和后续商业化及生产提供坚强保证。此外，此次定增完成后公司的实际控制人及控制权未发生变化，不会影响原有法人治理结构的稳定性和有效性。

看未来：公司自研能力突出，三大技术平台持续兑现。

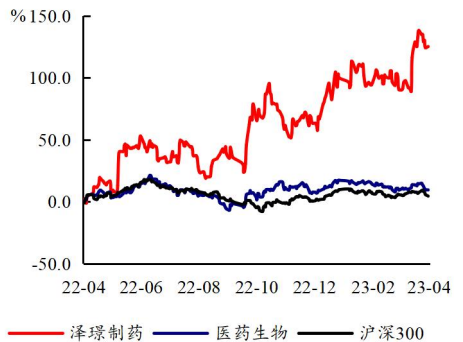
在三大自研技术平台加持下，公司广泛布局了肿瘤及血液疾病、出血及创伤、免疫炎症性及肝胆疾病等多种疾病。一方面优效的小分子、复杂重组蛋白药物已经或即将商业化，并同时拓展适应症，其中多项处于早期研发阶段；另一方面公司在双/三靶点抗体领域进行了多项、全面

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	264.49
流通 A 股/B 股(百万股)	264.49/0.00
资产负债率(%)	55.89
每股净资产(元)	6.44
市净率(倍)	8.75
净资产收益率(加权)	-5.03
12 个月内最高/最低价	59.55/24.70

相关研究

《【医药】泽璟制药-U (688266.SH)：定增完成募资近 12 亿元，为公司在研产品开发及后续商业化提供充足资金保障_20230420》2023.04.20

的布局，靶点涉及全身、局部、微环境三个不同层次，在 2023 年 AACR 会议上公司披露包括小分子药物、双抗药物在内的 4 项药物的临床前数据，在今年的 ASCO 年会上公司将披露多纳非尼和杰克替尼共计 20 项研究成果，多项自研成果入选行业顶级学术会议彰显了公司具有强大的自研能力。

投资建议

考虑到公司核心产品的市场空间、竞争格局以及商业化的不断加快，我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 6.82 亿元、13.64 亿元、21.35 亿元，分别同比增长 125.48%、100.09%、56.54%；2023-2025 年归母净利润分别为-3.64 亿元、-0.56 亿元、3.76 亿元，维持“推荐”评级。

风险提示

创新药研发失败风险；商业化不及预期风险；国内和海外市场竞争加剧风险；公司核心技术与管理层流失的风险；政策波动风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	302.31	681.64	1363.89	2135.08
增长率 (%)	58.81	125.48	100.09	56.54
归母净利润	-457.77	-364.03	-55.73	376.11
增长率 (%)	-1.50	20.48	84.69	774.82
EPS (元/股)	-1.91	-1.38	-0.21	1.42
市盈率 (P/E)	—	—	—	39.60
市净率 (P/B)	13.18	9.44	9.79	7.85

资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价基准为 4 月 24 日收盘价 56.31 元

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	302	682	1364	2135
%同比增速	59%	125%	100%	57%
营业成本	26	57	109	167
毛利	276	625	1255	1968
%营业收入	91%	92%	92%	92%
税金及附加	1	3	4	4
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	228	445	754	968
%营业收入	75%	65%	55%	45%
管理费用	86	95	104	115
%营业收入	29%	14%	8%	5%
研发费用	498	498	499	499
%营业收入	165%	73%	37%	23%
财务费用	-14	4	-3	0
%营业收入	-5%	1%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	33	34	41	21
投资收益	4	5	8	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	-486	-380	-56	408
%营业收入	-161%	-56%	-4%	19%
营业外收支	-2	-1	-3	-2
利润总额	-488	-381	-59	406
%营业收入	-161%	-56%	-4%	19%
所得税费用	-2	-2	0	12
净利润	-486	-380	-59	394
%营业收入	-161%	-56%	-4%	18%
归属于母公司的净利润	-458	-364	-56	376
%同比增速	-2%	20%	85%	775%
少数股东损益	-28	-16	-3	18
EPS (元/股)	-1.91	-1.38	-0.21	1.42

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	-1.91	-1.38	-0.21	1.42
BVPS	3.16	5.96	5.75	7.17
PE	—	—	—	39.60
PEG	—	—	—	0.05
PB	13.18	9.44	9.79	7.85
EV/EBITDA	-22.43	-42.45	-1,928.87	30.60
ROE	-60%	-23%	-4%	20%
ROIC	-38%	-18%	-3%	16%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	797	1435	1146	1160
交易性金融资产	249	249	249	249
应收账款及应收票据	89	138	241	352
存货	99	189	360	686
预付账款	41	46	47	44
其他流动资产	17	47	73	109
流动资产合计	1292	2104	2116	2601
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	109	138	162	180
无形资产	91	72	50	29
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	176	181	186	191
资产总计	1668	2495	2513	3001
短期借款	391	391	391	391
应付票据及应付账款	152	134	143	139
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	63	89	126	177
应交税费	29	27	29	28
其他流动负债	95	112	142	190
流动负债合计	729	753	830	924
长期借款	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	13	13	13	13
其他非流动负债	88	88	88	88
负债合计	881	905	982	1076
归属于母公司的所有者权益	759	1577	1521	1897
少数股东权益	28	13	10	28
股东权益	787	1590	1531	1925
负债及股东权益	1668	2495	2513	3001

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-370	-470	-217	89
投资	-182	0	0	0
资本性支出	-89	-67	-68	-68
其他	7	5	8	5
投资活动现金流净额	-264	-62	-60	-63
债权融资	-233	0	0	0
股权融资	0	1182	0	0
银行贷款增加(减少)	561	0	0	0
筹资成本	-11	-12	-12	-12
其他	-34	0	0	0
筹资活动现金流净额	283	1170	-12	-12
现金净流量	-348	638	-289	14

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>