

评级： 买入

王斌  
医药行业首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152644

陈智博  
研究助理  
chenzhibo@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152642

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

#### 公司基本数据

最新收盘价（元）	53.96
一年内最高/最低价（元）	58.30/21.68
市盈率（当前）	-36.08
市净率（当前）	18.27
总股本（亿股）	2.64
总市值（亿元）	142.72

资料来源：聚源数据

#### 相关研究

#### 核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告及 2023 年第一季度报告，2022 年实现营业收入 3.02 亿元，同比增长 58.8%；2023 年 Q1 实现营业收入 1.08 亿元，同比增长 147.3%。

#### 点评：

- **业绩快速增长，多纳非尼逐季环比放量。**公司首个商业化产品多纳非尼于 2022 年年初进入医保，全年实现销售收入 3.02 亿元，销售额同比增长 84.9%，销售数量同比增长 506.8%，在不利的的外部环境和进入医保后支付价下调的影响下，依靠强劲的放量收入依旧实现了高速增长。分季度看，从 2022Q1-2023Q1，公司各季度收入分别为 0.44/0.62/0.92/1.04/1.08 亿元，实现逐季环比增长。截至 2022 年底，多纳非尼已进入医院 653 家、双通道药房 443 家，同时，2022 年 8 月多纳非尼用于治疗进展性、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获批。我们认为多纳非尼凭借良好的临床效果和公司优异的商业化推广能力有望持续放量。
- **在研管线逐渐进入收获期，多个产品有望迎来获批。**目前，重组人凝血酶和杰克替尼均已完成临床现场核查、生产以及注册二合一检查工作，有望于今年获批上市。其中，重组人凝血酶为国内首个同类产品，与传统产品比具备更高的生物安全性和更高的凝血活性，有望成为凝血领域重磅产品；杰克替尼在治疗中、高危骨髓纤维化展现出良好的安全性和有效性，有望成为首个获批的国产 JAK 抑制剂，同时用于芦可替尼不耐受、复发/难治的骨髓纤维化、重症斑秃、中重度特应性皮炎等多个适应症已经完成或正处在关键临床阶段，具备良好的临床和商业化前景。公司多个在研项目推进顺利，未来几年进入收获期，增长趋势值得期待。
- **早期管线彰显创新型，小分子和多抗平台持续发力。**今年以来，公司多个具备 FIC 潜力或同类领先的创新产品提交或获批 IND，包括小分子 ZG2001 (KRAS)、ZG0895 (TLR8)、双抗 ZGGS15 (LAG-3/TIGIT)、三抗 ZG006 (CD3×DLL3×DLL3)，同时公司多个早期产品入选 2023 年 AACR 年会，包括双抗 ZG005 (PD1/TIGIT)、融合蛋白 ZGGS18 (VEGF/TGF-β)、小分子 ZG0895 (TLR8)、ZG19018 (KRAS G12C)，充分展现公司研发实力，为公司中长期发展奠定良好基础。
- **定增项目落地，获得产业资本认可。**近期公司公布定增结果，共募集资金 12 亿元，用于进一步推进盐酸杰克替尼、ZG19018、ZG005 等新药研发，同时推进临床前项目，此次定增的落地为公司后续研发提供了充

足的资金保障。此外，本次定增最终发行对象还包括产业资本正大制药和普洛药业，充分体现了产业资本对公司研发和商业化能力的认可。

- **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 5.9/10.9/19.5 亿元，分别同比增 94.3%/95.7%/78.3%；归母净利润分别为 -4.0/-2.1/+1.9 亿元。公司首个商业化产品多纳非尼进入医保后正处于快速放量阶段，杰克替尼、重组人凝血酶有望于今年上市后贡献业绩，公司多个产品和适应症有望陆续获批贡献新增量，同时公司在研管线多领域全方面布局，早期管线具备较高的创新性和竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**创新药研发失败；商业销售不及预期；核心技术人员流失等。

### 盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	302.3	587.4	1091.0	1945.2
营收增速（%）	58.8%	94.3%	85.7%	78.3%
净利润（百万元）	-457.8	-396.9	-213.8	187.6
净利润增速（%）	1.5%	-13.3%	-46.1%	-187.8%
EPS(元/股)	-1.91	-1.65	-0.89	0.78
PE	-28.3	-32.6	-60.6	69.0

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1291.8	684.4	885.8	1379.0	经营活动现金流	-370.3	-256.4	-105.7	390.9
现金	797.0	200.0	200.0	351.2	净利润	-457.8	-396.9	-213.8	187.6
应收账款	89.0	141.3	262.5	468.0	折旧摊销	56.9	29.2	37.5	43.1
其它应收款	12.5	8.8	16.4	29.2	财务费用	12.0	10.8	11.1	5.4
预付账款	40.8	63.4	117.4	209.3	投资损失	-3.9	-43.1	-43.1	-43.1
存货	99.0	13.2	24.4	43.4	营运资金变动	53.0	151.7	80.3	137.0
其他	4.5	8.7	16.2	29.0	其它	-2.4	12.9	33.7	51.0
非流动资产	376.6	394.1	406.0	414.4	投资活动现金流	-264.1	-11.9	-11.9	-11.9
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-88.6	-55.0	-55.0	-55.0
固定资产	109.2	163.0	200.4	223.8	长期投资	767.7	0.0	0.0	0.0
无形资产	91.0	86.9	83.2	79.9	其他	-943.1	43.1	43.1	43.1
其他	58.7	58.7	58.7	58.7	筹资活动现金流	282.8	-328.8	117.6	-227.8
资产总计	1668.3	1078.5	1291.8	1793.4	短期借款	39.8	43.1	43.1	43.1
流动负债	729.2	557.2	995.6	1256.9	长期借款	200.0	200.0	200.0	200.0
短期借款	390.8	136.5	265.2	0.0	其他	9.1	0.0	0.0	42.8
应付账款	151.7	235.7	436.6	778.4	现金净增加额	-351.6	-597.0	0.0	151.2
其他	2.7	4.1	7.6	13.6					
非流动负债	151.6	151.6	151.6	151.6	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	50.1	50.1	50.1	50.1	成长能力				
其他	88.2	88.2	88.2	88.2	营业收入	58.8%	94.3%	85.7%	78.3%
负债合计	880.8	708.9	1147.2	1408.5	营业利润	5.8%	-14.1%	-46.4%	-200.2%
少数股东权益	28.4	7.5	-3.8	6.1	归属母公司净利润	1.5%	-13.3%	-46.1%	-187.8%
归属母公司股东权益	759.1	362.2	148.3	378.8	获利能力				
负债和股东权益	1668.3	1078.5	1291.8	1793.4	毛利率	91.3%	93.1%	93.1%	93.1%
					净利率	-151.4%	-67.6%	-19.6%	9.6%
					ROE	-60.3%	-109.6%	-144.1%	49.5%
					ROIC	-38.5%	-72.8%	-46.1%	45.7%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	302.3	587.4	1091.0	1945.2	资产负债率	52.8%	65.7%	88.8%	78.5%
营业成本	26.2	40.6	75.3	134.2	净负债比率	30.2%	17.3%	24.4%	2.8%
营业税金及附加	1.4	2.7	4.9	8.8	流动比率	1.77	1.23	0.89	1.10
营业费用	227.7	399.4	632.8	953.1	速动比率	1.64	1.20	0.87	1.06
研发费用	497.7	499.3	523.7	544.7	营运能力				
管理费用	86.3	94.0	109.1	116.7	总资产周转率	0.18	0.54	0.84	1.08
财务费用	-13.6	10.8	11.1	5.4	应收账款周转率	3.99	5.10	5.40	5.33
资产减值损失	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0	应付账款周转率	0.19	0.21	0.22	0.22
公允价值变动收益	2.6	3.1	3.1	3.1	每股指标(元)				
投资净收益	37.1	40.0	40.0	40.0	每股收益	-1.91	-1.65	-0.89	0.78
营业利润	-485.6	-417.3	-223.8	224.3	每股经营现金	-1.54	-1.07	-0.44	1.63
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.16	1.51	0.62	1.58
营业外支出	2.4	2.4	2.4	2.4	估值比率				
利润总额	-488.0	-419.7	-226.1	221.9	P/E	-28.3	-32.6	-60.6	69.0
所得税	-2.0	-1.8	-1.1	24.4	P/B	17.06	35.76	87.30	34.19
净利润	-485.9	-417.8	-225.1	197.5					
少数股东损益	-28.2	-20.9	-11.3	9.9					
归属母公司净利润	-457.8	-396.9	-213.8	187.6					
EBITDA	-481.9	-377.3	-175.2	272.8					
EPS (元)	-1.91	-1.65	-0.89	0.78					

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有 3 年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>  买入 增持 中性 减持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	<b>行业投资评级</b>  看好 中性 看淡	行业超越整体市场表现 行业与整体市场表现基本持平 行业弱于整体市场表现