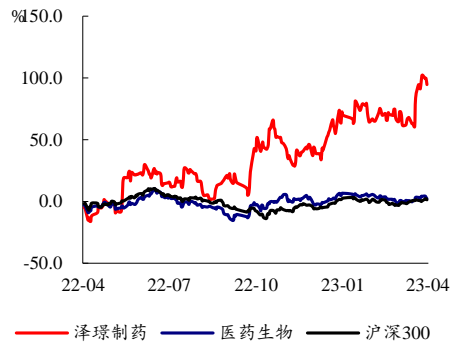


评级 推荐（维持）

## 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)     | 240.00      |
| 流通A股/B股(百万股) | 240.00/0.00 |
| 资产负债率(%)     | 46.34       |
| 每股净资产(元)     | 6.44        |
| 市净率(倍)       | 8.90        |
| 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

## 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

### 事件

2023年4月19日，泽璟制药披露向特定对象发行股票发行情况报告书，此次定增公司募集资金近12亿元，将用于新药研发项目及新药研发生产中心三期工程建设项目。

### 核心观点

**大额定增募资落地，公司发展获充沛资金保障。**本次定增保荐人共收到31份申购报价单，有效报价区间为39.68元/股-53.51元/股，发行对象最终确定为11家，最终价格确定为49.00元/股，发行价格与发行底价比率为123.52%，实际募集资金总额1,199,999,955.00元，实现预期目标。募集资金将用于新药研发项目及新药研发生产中心三期工程建设项目，将极大加快公司推进产品管线开发和主要产品的商业化生产，有助于优化公司财务结构和夯实业务发展的基础。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。

**多纳非尼商业化加速推进，多款重磅产品有望今年获批。**多靶点作用机制的优效肝癌、甲状腺癌氙代药物多纳非尼于2021年6月份获批上市，当年实现销售收入约1.63亿元，2022年纳入医保后实现销售收入约3.04亿元，同比增长约86.5%。作为全球晚期肝细胞癌一线治疗领域唯一一款相比于索拉非尼取得主要临床终点OS优效且安全性良好的小分子靶向药物，多纳非尼具有独特的竞争优势。我们认为随着疫情影响因素减弱，公司商业化能力的不断加强，多纳非尼的商业化速度有望进一步加快。此外，拥有良好竞争格局的新型JAK抑制剂杰克替尼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，这两项适应症2022年公司均已提交NDA申请，有望今年获批上市。另外，公司的另外一个重磅产品重组人凝血酶，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，2022年公司也已经提交BLA申请，有望今年获批上市。

**公司自研能力突出，三大技术平台持续兑现。**公司拥有三大技术平台即精准小分子药物研发和产业化平台、复杂重组蛋白新药及产业化平台、双/三靶点抗体研发平台，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。小分子药物领域公司已有多款产品已经或即将商业化，并还在不断扩展适应症，还有多款产品如TLR8激动剂(ZG0895)等处于早期研发阶段；复杂重组蛋白药物领域也即将有产品商业化，双/三靶点抗体领域公司布局了多款全身、局部、微环境三个不同层次的肿瘤免疫产品。公司的抗PD-1/TIGIT双特异性抗体(ZG005)和抗VEGF/TGF-β双功能抗体融合蛋白(ZGGS18)以及高

选择性和强效 TLR8 激动剂 (ZG0895) 和 KRAS G12C 不可逆共价抑制剂 (ZG19018) 入选 2023 年 AACR 年会, 多纳非尼和杰克替尼共计 20 项研究成果入选 2023 年 ASCO 年会, 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 2022-2024 年公司收入分别为 2.96 亿元、6.82 亿元、13.64 亿元, 分别同比增长 55.54%、130.21%、100.09%; 2022-2024 年归母净利润分别为 -4.75 亿元、-3.83 亿元、-1.49 亿元。通过 DCF 模型对公司保守估值可得公司 A 股合理市值 209.19 亿元。我们看好公司目前产品的竞争力和后续的商业化兑现, 更重要的在于公司目前已形成合力的三大技术平台能够持续推出产品矩阵, 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人员流失的风险; 政策波动风险。

### 盈利预测

| 项目(单位:百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 190.36  | 296.09  | 681.64  | 1363.89 |
| 增长率 (%)    | 588.19  | 55.54   | 130.21  | 100.09  |
| 归母净利润      | -451.00 | -475.29 | -382.90 | -149.41 |
| 增长率 (%)    | -41.28  | -5.39   | 19.44   | 60.98   |
| EPS (元/股)  | -1.88   | -1.98   | -1.60   | -0.62   |
| 市盈率 (P/E)  | —       | —       | —       | —       |
| 市净率 (P/B)  | 11.80   | 19.07   | 9.04    | 10.03   |

资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为 4 月 20 日收盘价 57.58 元

利润表 (百万元)

|                   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>190.36</b>  | <b>296.09</b>  | <b>681.64</b>  | <b>1363.89</b> |
| %同比增速             | 588.19%        | 55.54%         | 130.21%        | 100.09%        |
| 营业成本              | 6.27           | 22.32          | 51.53          | 100.71         |
| 毛利                | 184.09         | 273.77         | 630.11         | 1263.17        |
| %营业收入             | 96.71%         | 92.46%         | 92.44%         | 92.62%         |
| 税金及附加             | 0.48           | 1.42           | 2.52           | 3.96           |
| %营业收入             | 0.25%          | 0.48%          | 0.37%          | 0.29%          |
| 销售费用              | 139.74         | 242.79         | 490.78         | 845.61         |
| %营业收入             | 73.41%         | 82.00%         | 72.00%         | 62.00%         |
| 管理费用              | 78.05          | 75.20          | 72.06          | 76.00          |
| %营业收入             | 41.00%         | 25.40%         | 10.57%         | 5.57%          |
| 研发费用              | 509.39         | 505.23         | 498.39         | 541.09         |
| %营业收入             | 267.59%        | 170.64%        | 73.12%         | 39.67%         |
| 财务费用              | -34.58         | -4.41          | 1.09           | -5.85          |
| %营业收入             | -18.16%        | -1.49%         | 0.16%          | -0.43%         |
| 资产减值损失            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 信用减值损失            | -3.79          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他收益              | 40.94          | 40.74          | 34.08          | 40.92          |
| 投资收益              | 11.06          | 2.37           | 3.82           | 3.00           |
| 净敞口套期收益           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动收益          | 1.74           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 资产处置收益            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营业利润</b>       | <b>-459.04</b> | <b>-503.36</b> | <b>-396.84</b> | <b>-153.72</b> |
| %营业收入             | -241.14%       | -170.00%       | -58.22%        | -11.27%        |
| 营业外收支             | -6.10          | -2.16          | -2.76          | -3.68          |
| <b>利润总额</b>       | <b>-465.15</b> | <b>-505.52</b> | <b>-399.60</b> | <b>-157.40</b> |
| %营业收入             | -244.35%       | -170.73%       | -58.62%        | -11.54%        |
| 所得税费用             | -3.16          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 净利润               | -461.99        | -505.52        | -399.60        | -157.40        |
| %营业收入             | -242.69%       | -170.73%       | -58.62%        | -11.54%        |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>-451.00</b> | <b>-475.29</b> | <b>-382.90</b> | <b>-149.41</b> |
| %同比增速             | -41.28%        | -5.39%         | 19.44%         | 60.98%         |
| 少数股东损益            | -10.99         | -30.23         | -16.70         | -8.00          |
| EPS (元/股)         | -1.88          | -1.98          | -1.60          | -0.62          |

基本指标

|           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E   |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| EPS       | -1.88  | -1.98  | -1.60  | -0.62   |
| BVPS      | 4.98   | 3.00   | 6.33   | 5.71    |
| PE        | —      | —      | —      | —       |
| PEG       | —      | —      | —      | —       |
| PB        | 11.80  | 19.07  | 9.04   | 10.03   |
| EV/EBITDA | -29.13 | -29.04 | -36.26 | -124.17 |
| ROE       | -38%   | -66%   | -25%   | -11%    |
| ROIC      | -34%   | -44%   | -20%   | -9%     |

资产负债表 (百万元)

|              | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金         | 1137        | 886         | 1580        | 1307        |
| 交易性金融资产      | 65          | 65          | 65          | 65          |
| 应收账款及应收票据    | 62          | 36          | 153         | 226         |
| 存货           | 52          | 89          | 150         | 255         |
| 预付账款         | 52          | 135         | 95          | 89          |
| 其他流动资产       | 38          | 40          | 38          | 40          |
| 流动资产合计       | 1406        | 1252        | 2082        | 1982        |
| 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       | 99          | 131         | 157         | 178         |
| 无形资产         | 116         | 92          | 77          | 60          |
| 商誉           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 递延所得税资产      | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他非流动资产      | 125         | 133         | 151         | 199         |
| 资产总计         | <b>1746</b> | <b>1607</b> | <b>2467</b> | <b>2418</b> |
| 短期借款         | 132         | 332         | 332         | 332         |
| 应付票据及应付账款    | 118         | 198         | 277         | 333         |
| 预收账款         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付职工薪酬       | 45          | 67          | 103         | 151         |
| 应交税费         | 25          | 36          | 28          | 31          |
| 其他流动负债       | 61          | 115         | 85          | 87          |
| 流动负债合计       | 381         | 747         | 825         | 934         |
| 长期借款         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付债券         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 递延所得税负债      | 16          | 16          | 16          | 16          |
| 其他非流动负债      | 96          | 96          | 96          | 96          |
| 负债合计         | <b>493</b>  | <b>859</b>  | <b>937</b>  | <b>1046</b> |
| 归属于母公司的所有者权益 | 1196        | 721         | 1520        | 1371        |
| 少数股东权益       | 57          | 27          | 10          | 2           |
| 股东权益         | <b>1253</b> | <b>748</b>  | <b>1530</b> | <b>1372</b> |
| 负债及股东权益      | <b>1746</b> | <b>1607</b> | <b>2467</b> | <b>2418</b> |

现金流量表 (百万元)

|                  | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>-455</b> | <b>-376</b> | <b>-397</b> | <b>-152</b> |
| 投资               | 380         | 0           | 0           | 0           |
| 资本性支出            | -71         | -70         | -85         | -115        |
| 其他               | 17          | 2           | 4           | 3           |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>327</b>  | <b>-68</b>  | <b>-81</b>  | <b>-112</b> |
| 债权融资             | -57         | 0           | 0           | 0           |
| 股权融资             | 0           | 0           | 1182        | 0           |
| 银行贷款增加(减少)       | 171         | 200         | 0           | 0           |
| 筹资成本             | -4          | -7          | -10         | -10         |
| 其他               | -16         | 0           | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>94</b>   | <b>193</b>  | <b>1172</b> | <b>-10</b>  |
| <b>现金净流量</b>     | <b>-35</b>  | <b>-250</b> | <b>694</b>  | <b>-273</b> |

## 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/>