

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泽璟制药 (688266)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师  
执业编号: S1500523080002  
邮箱: tangaijin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# PD-1/TIGIT 双抗更新临床数据，大分子抗体药物有望成为公司新的增长点

2024年05月29日

事件：公司更新在研 PD-1/TIGIT 双抗 ZG005 临床数据

点评：

- **ZG005 针对一线标准治疗失败的宫颈癌患者临床数据具有同类最佳竞争优势，公司抗体研发能力初步得到验证。**公司发布一线标准治疗失败的可评估疗效的 21 例宫颈癌患者的临床数据，截止 2024 年 4 月 16 日，有效性方面：2 例完全缓解（CR）、7 例部分缓解（PR）和 8 例疾病稳定（SD）；客观缓解率（ORR）为 43%（9/21），疾病控制率（DCR）为 81%（17/21），特别是目标剂量 20 mg/kg 组的客观缓解率（ORR）达到 63%，该数据相比于竞品——单抗、双抗、ADC 等表现出了同类最佳竞争优势（非头对头）。安全性方面：63.3%（50/79）的受试者出现了与治疗相关的不良事件（TRAEs），绝大多数严重程度为 1 或 2 级。此次发布的双抗药物 ZG005 二线治疗宫颈癌临床数据亮眼，初步证明泽璟制药的抗体研发能力较有潜力。
- **2024 年催化因素密集，公司发展有望进入新阶段。**2024 年公司即将有多款产品上市、提交上市申请以及数据读出，潜在多项 BD，催化因素密集。我们认为公司在 T cell engager 这一新的、较有潜力的广阔赛道领域有较强的竞争优势，随着公司今年抗体产品逐步披露数据，公司有望实现从小分子药物到大分子药物的跨越，创新研发能力有望逐步得到验证。
- **盈利预测：**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 2024-2026 年公司收入分别为 6.68 亿元、13.58 亿元、19.24 亿元，分别同比增长 72.9%、103.3%、41.7%；2024-2026 年归母净利润分别为 -2.20 亿元、1.88 亿元、5.02 亿元。
- **风险因素：**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。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	302	386	668	1,358	1,924
增长率 YoY %	58.8%	27.8%	72.9%	103.3%	41.7%
归属母公司净利润(百万元)	-457	-279	-220	188	502
增长率 YoY%	-1.4%	39.1%	21.1%	185.6%	166.7%
毛利率%	91.3%	92.4%	92.9%	93.3%	93.4%
净资产收益率ROE%	-60.2%	-17.1%	-15.5%	11.7%	23.9%
EPS(摊薄)(元)	-1.73	-1.05	-0.83	0.71	1.90
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	77.08	28.90
市净率 P/B(倍)	19.10	8.88	10.26	9.05	6.89

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 5 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1,292	2,520	2,457	2,686	3,251	
货币资金	797	2,110	1,851	1,647	1,839	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	89	101	186	368	528	
预付账款	41	46	75	143	199	
存货	99	111	181	344	479	
其他	266	152	165	184	205	
<b>非流动资产</b>	377	367	346	316	289	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	109	98	112	117	122	
无形资产	91	69	52	34	17	
其他	176	199	182	165	150	
<b>资产总计</b>	1,668	2,887	2,803	3,002	3,540	
<b>流动负债</b>	729	1,135	1,097	1,097	1,103	
短期借款	391	795	795	795	795	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	152	138	146	141	144	
其他	187	202	156	161	164	
<b>非流动负债</b>	152	107	294	294	294	
长期借款	50	0	0	0	0	
其他	102	107	294	294	294	
<b>负债合计</b>	881	1,242	1,390	1,391	1,397	
少数股东权益	28	12	-1	10	40	
归属母公司股东权益	759	1,633	1,413	1,602	2,103	
<b>负债和股东权益</b>	1,668	2,887	2,803	3,002	3,540	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	302	386	668	1,358	1,924	
同比(%)	58.8%	27.8%	72.9%	103.3%	41.7%	
归属母公司净利润	-457	-279	-220	188	502	
同比(%)	-1.4%	39.1%	21.1%	185.6%	166.7%	
毛利率(%)	91.3%	92.4%	92.9%	93.3%	93.4%	
ROE%	-60.2%	-17.1%	-15.5%	11.7%	23.9%	
EPS(摊薄)(元)	-1.73	-1.05	-0.83	0.71	1.90	
P/E	—	—	—	77.08	28.90	
P/B	19.10	8.88	10.26	9.05	6.89	
EV/EBITDA	-22.43	-47.92	-79.50	45.26	19.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	302	386	668	1,358	1,924	
营业成本	26	29	48	91	127	
营业税金及附加	1	1	2	5	6	
销售费用	228	250	366	611	866	
管理费用	86	17	88	90	92	
研发费用	498	496	521	547	574	
财务费用	-14	-15	3	5	7	
减值损失合	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	4	6	9	20	28	
其他	34	89	119	207	347	
<b>营业利润</b>	-486	-298	-231	236	628	
营业外收支	-2	-1	-2	-2	-2	
<b>利润总额</b>	-488	-299	-233	235	626	
所得税	-2	-4	0	35	94	
<b>净利润</b>	-486	-295	-233	199	532	
少数股东损益	-28	-17	-13	11	30	
<b>归属母公司净利润</b>	-457	-279	-220	188	502	
EBITDA	-435	-267	-170	303	696	
EPS(当年)(元)	-1.91	-1.09	-0.83	0.71	1.90	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	-370	-233	-341	-166	226	
净利润	-486	-295	-233	199	532	
折旧摊销	71	60	61	63	63	
财务费用	12	24	24	24	24	
投资损失	-4	-6	-9	-20	-28	
营运资金变动	40	-6	-184	-433	-367	
其它	-3	-11	1	1	2	
<b>投资活动现金流</b>	-264	65	-32	-15	-9	
资本支出	-89	-63	-41	-35	-37	
长期投资	-182	115	0	0	0	
其他	7	12	9	20	28	
<b>筹资活动现金流</b>	283	1,509	114	-24	-24	
吸收投资	0	1,192	0	0	0	
借款	561	984	0	0	0	
支付利息或股息	-11	-21	-24	-24	-24	
<b>现金流净增加额</b>	-348	1,342	-258	-204	192	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。