

投资评级：增持
泽璟制药 (688266)
目标价：95.6元
多纳非尼纳入 CSCO 指南，获得 I 级专家推荐
市场数据

收盘价(元)	85.58
一年内最低/最高(元)	49.5/91.6
市盈率	-58
市净率	11.95

基础数据

净资产收益率(%)	-
资产负债率(%)	8.81
总股本(亿股)	2.40

最近 12 月股价走势

联系信息

张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	
华挺	联系人
huating@ctsec.com	

相关报告

1 《泽璟制药(688266):肝细胞癌新贵,氘代和重组蛋白药物平台》 2020-05-21

重要事件: 根据中国临床肿瘤学会(CSCO)正式公布的最新版《原发性肝癌诊疗指南》,公司自主研发的创新药多纳非尼被列为晚期肝癌细胞癌(HCC)一线治疗药物(I级专家推荐和1A类证据)。

● 临床表现优越,获 CSCO 一线推荐方案

本次 CSCO《原发性肝癌诊疗指南》对晚期肝癌一线治疗方案的更新增加了多纳非尼以及阿替利珠单抗联合贝伐珠单抗方案,增加了晚期肝癌患者的选择。多纳非尼作为首个国产肝癌靶向药,凭借其优越的临床表现成为一线治疗方案中唯一的国产靶向药物并获得 I 级专家推荐(1A 类证据),与索拉非尼、仑伐替尼共同成为晚期肝癌患者靶向疗法的首选药物。

多纳非尼此次获得 CSCO 推荐是基于近期在 ASCO 年会期间公布的多纳非尼与索拉非尼头对头比较一线治疗晚期 HCC 的多中心 III/III 期临床研究(ZGDH3 试验)的结果。实验共招募 688 例肝癌患者,主要终点为中位生存期(mOS),结果显示多纳非尼组患者和索拉非尼对照组的总生存期(mOS)分别为 12.1 个月和 10.3 个月,多纳非尼组显著优于索拉非尼组。

● 肝癌靶向药市场广阔,多纳非尼放量可期

肝癌作为我国特有的高发性癌种,2018 年新发病例占全球的 46.7%,且大多数病例初诊分期晚,需要接受系统治疗。相比化疗药物,靶向药物可带给患者更优越的临床获益,市场空间广阔。多纳非尼打破了中国肝癌靶向药市场由进口药索拉非尼和仑伐替尼统治的局面,并且获得 CSCO 一线推荐方案,足显其强大竞争力。此外,CSCO 还将阿替利珠单抗联合贝伐珠单抗方案纳入一线推荐方案,联合方案成为晚期肝癌治疗的大势所趋。公司也正在积极开展多纳非尼与多个免疫抑制剂联用的临床试验。相信随着靶向药物选择的增加、联合治疗方案的推广,肝癌靶向药物市场将会进一步扩大,多纳非尼将迎来大幅放量。

风险提示: 产品商业化不及预期、产品专利技术涉诉风险、同类仿制药竞争风险、肿瘤药物纳入带量采购的风险

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1	0	0	275	2,617
增长率		-100.0%			851.3%
归属母公司股东净利润(百万)	-440	-462	-8	22	263
增长率	200.5%	5.0%	-98.2%	-363.7%	1112.2%
每股收益(元)	-1.83	-1.92	-0.03	0.09	1.10
市盈率(倍)	-40.6	-38.7	-2,169.4	822.6	67.9

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1	0	0	275	2,617	成长性					
减: 营业成本	1	-	-	199	1,885	营业收入增长率		-100.0%			851.3%
营业税费	1	5	-	2	20	营业利润增长率	202.2%	-0.6%	-96.4%	-223.6%	1483.4%
销售费用	-	8	-	11	105	净利润增长率	200.5%	5.0%	-98.2%	-363.7%	1112.2%
管理费用(含研发费用)	319	258	-	29	277	EBITDA 增长率	13716.6%	-22.1%	-131.9%	124.2%	206.7%
财务费用	-1	1	5	9	17	EBIT 增长率	4328.8%	-15.1%	-96.0%	-364.3%	1043.9%
资产减值损失	0	-	21	22	26	NOPLAT 增长率	200.5%	0.9%	-98.0%	-364.2%	1043.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-4	1	1	投资资本增长率	201.1%	-75.3%	560.0%	98.7%	190.4%
投资和汇兑收益	2	2	15	15	17	净资产增长率	285.7%	-73.8%	304.0%	11.6%	80.1%
营业利润	-443	-440	-16	19	306	利润率					
加: 营业外净收支	-0	0	6	7	6	毛利率	31.8%			27.6%	28.0%
利润总额	-443	-440	-10	26	311	营业利润率	-33760.1%			7.0%	11.7%
减: 所得税	-1	8	-2	4	52	净利润率	-33564.9%			7.9%	10.1%
净利润	-440	-462	-8	22	263	EBITDA/营业收入	-23141.9%			61.4%	19.8%
						EBIT/营业收入	-24197.7%			10.2%	12.3%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	129	67	-	552	250	固定资产周转天数	14,250			331	48
交易性金融资产	-	6	2	3	4	流动营业资本周转天数	2,136			-252	19
应收帐款	-	-	-	168	1,433	流动资产周转天数	41,365			633	268
应收票据	-	-	-	58	494	应收帐款周转天数				110	110
预付帐款	15	15	-	2	21	存货周转天数	416			58	57
存货	3	6	-	88	747	总资产周转天数	82,715			1,813	428
其他流动资产	83	7	48	46	34	投资资本周转天数	25,769			450	123
可供出售金融资产	-	-	173	186	194	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-194.5%	-13480.9%	-3.6%	8.3%	49.4%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	-97.1%	-139.9%	-1.0%	1.1%	6.1%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	-945.8%	-317.0%	-25.5%	10.2%	58.7%
固定资产	57	56	197	308	386	费用率					
在建工程	-	1	56	123	206	销售费用率	0.0%			3.8%	4.0%
无形资产	156	136	237	314	365	管理费用率	24350.6%			10.4%	10.6%
其他非流动资产	12	26	5	-117	-204	财务费用率	-57.4%			3.2%	0.7%
资产总额	455	320	823	1,948	4,270	三费/营业收入	24293.2%			17.5%	15.3%
短期债务	-	60	25	-	-	偿债能力					
应付帐款	-	54	-	135	1,119	资产负债率	38.1%	77.0%	63.8%	82.9%	86.0%
应付票据	-	-	-	55	418	负债权益比	61.5%	334.3%	176.2%	485.7%	613.1%
其他流动负债	78	36	230	375	719	流动比率	2.96	0.68	0.20	1.62	1.32
长期借款	-	-	192	414	713	速动比率	2.93	0.64	0.20	1.47	0.99
其他非流动负债	96	96	78	635	702	利息保障倍数	421.67	-203.07	-2.16	3.17	18.96
负债总额	173	247	525	1,615	3,672	分红指标					
少数股东权益	55	70	70	70	66	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	40	180	240	240	240	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	187	-177	-12	22	293	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	282	74	298	333	599	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	-1.83	-1.92	-0.03	0.09	1.10
净利润	-442	-448	-8	22	263	BVPS(元)	0.94	0.01	0.95	1.09	2.22
加: 折旧和摊销	14	33	86	141	195	PE(X)	-40.6	-38.7	-2,169.4	822.6	67.9
资产减值准备	0	0	21	22	26	PB(X)	79.0	5,218.0	78.6	68.1	33.5
公允价值变动损失	-	-	-4	1	1	P/FCF	-33.5	-60.4	-380.2	32.9	-69.2
财务费用	-1	2	5	9	17	P/S	13,635.0			65.0	6.8
投资收益	-2	-2	-15	-15	-17	EV/EBITDA	-9.6	-56.9	237.3	107.0	36.0
少数股东损益	-2	14	0	-0	-4	CAGR(%)	-136.5%	-183.3%	-61.8%	-136.5%	-183.3%
营运资金的变动	90	23	50	67	-667	PEG	0.3	0.2	35.1	-6.0	-0.4
经营活动产生现金流量	-112	-180	135	246	-186	ROIC/WACC	-90.8	-30.4	-2.4	1.0	5.6
投资活动产生现金流量	-53	63	-586	-446	-455	REP	-0.2	-12.7	-31.7	40.3	2.5
融资活动产生现金流量	285	54	384	752	339						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。