

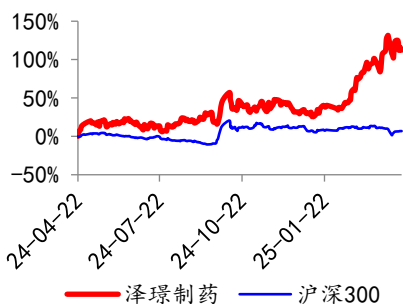
商业化产品持续稳健，ZG006 向一线适应症拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-20

收盘价（元）	100
近 12 个月最高/最低（元）	109.89/45.30
总股本（百万股）	265
流通 A 股（百万股）	265
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	264.7
流通市值（亿元）	264.7

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

- 1.【华安医药】泽璟制药 (688266.SH) 公司深度：自免肿瘤双驱创新药新星，商业化进入密集加速期 2023-11-09
- 2.【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：24H1 产品增收费用下降，吉卡昔替尼获批在即 2024-8-29
- 3.【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：营收增速环比继续提高，TCE 领域显优势 2024-10-27

主要观点：

● 事件 1

2025 年 4 月 19 日，泽璟制药发布 2024 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 5.33 亿元，同比+37.91%；归母净利润-1.38 亿元，同比减亏 50.52%；扣非归母净利润-1.71 亿元，同比减亏 50.92%。单季度来看，公司 2024Q4 收入为 1.49 亿元，同比+42.65%；归母净利润为-0.40 亿元，同比减亏 47.80%；扣非归母净利润为-0.67 亿元，同比减亏 36.85%。

● 事件 2

同日，泽璟制药发布 2025 年第一季度报告，报告期内公司实现营业收入 1.68 亿元，同比+54.87%；归母净利润-0.28 亿元，同比减亏 28.45%；扣非归母净利润-0.50 亿元，亏损增大 17.83%。

● 事件 3

2025 年 4 月 21 日，泽璟制药发布公告，自愿披露注射用 ZG006 与 PD-1/PD-L1 免疫检查点抑制剂联用获得药物临床试验批准通知书。

● 点评

✓ 亏损继续收窄，2025 年有望盈亏平衡

2024 年，公司整体毛利率为 93.06%，同比+0.62 个百分点；期间费用率 129.18%，同比-64.52 个百分点；其中销售费用率 50.93%，同比-13.89 个百分点；研发费用率 72.80%，同比-55.64 个百分点；管理费用率 10.92%，同比+6.63 个百分点；财务费用率-5.47%，同比-1.63 个百分点；经营性现金流净额为 0.38 亿元，同比+116.41%。

2025 年一季度，公司整体毛利率为 88.39%，同比-5.01 个百分点；期间费用率 122.09%，同比-17.92 个百分点；其中销售费用率 56.11%，同比+0.58 个百分点；管理费用率 8.99%，同比-4.00 个百分点；研发费用率 60.99%，同比-16.93 个百分点；财务费用率-4.00%，同比+2.43 个百分点；经营性现金流净额为-0.06 亿元，同比-107.02%。

✓ 产品梯队有序，泽普凝医保内首年，两款产品待获批

公司泽普凝®重组人凝血酶，用于成人经标准外科止血技术(如缝合、结扎或电凝)控制出血无效或不可行，促进手术创面渗血或毛细血管和小静脉出血的止血。重组人凝血酶成功获纳入 2024 年国家医保药品目录，公司与合作方远大生命科学下属子公司签署的市场推广服务协议，双方积极推进重组人凝血酶商业化。

公司两款产品待获批，持续扩大商业化产品矩阵。吉卡昔替尼获纳入《CSCO 恶性血液病诊疗指南 2024》，获得原发性骨髓纤维化 (PMF) 一线分层治疗 I 级推荐、二线及进展期治疗 II 级推荐，以及骨髓纤维化 (MF) 相关贫血患者的一线治疗 I 级推荐的首选。公司于 2024 年 6 月向国家药监局递交注射用重组人促甲状腺激素的 BLA 申请并获得受理，用于既往接受过甲状腺切除术的分化型甲状腺癌患者随访时的放射性碘(131I)全身显像(WBS)检查和血清甲状腺球蛋白(Tg)检测。目前已完成临床和二合一检查。

✓ 多抗管线潜力足，ZG006 开展一线临床

ZG005 (PD-1/TIGIT) 是及子公司 Gensun BiopharmaInc. 双/多特异性抗体研发平台下进展最快的双抗药物，目前正在中美开展二线及以上宫颈癌、多项联合一线治疗实体瘤（肝癌、宫颈癌、神经内分泌瘤）以及肺癌联合治疗的临床试验，已在 2024 年 ASCO 与 CSCO 会议上公布了 I/II 期安全性及初步疗效数据。随着行业内 PD-1/TIGIT 双抗靶点的成药性提高，公司 ZG005 应用前景有望取得进一步提升。

ZG006 是公司开发的中美同步进展的三特异性抗体药物，已被美国 FDA 授予孤儿药资格认定 (ODD)。ZG006 是全球第一个针对 DLL3 表达肿瘤的三特异性抗体 (CD3/DLL3/DLL3)，具有成为同类最佳 (Best-in-Class) 分子的潜力。ZG006 率先应用于实体瘤，目前主要开展小细胞癌及神经内分泌癌适应症临床试验，根据 2024 年 9 月 9 日公司公告，ZG006 用于治疗 SCLC 或神经内分泌癌症的 I/II 期临床试验已完成 I 期剂量递增阶段的入组，接受 10mg 或以上剂量的 9 例 SCLC 患者中 6 例达到 PR，ORR 为 66.7%，DCR 达 88.9%。2025 年 4 月，公司公告其联用 PD-(L)1 用于小细胞癌一线疗法的临床试验 IND，向前线适应症进发，拓展其临床覆盖应用，公司的 ZG006 有望作为 TCE 抗体赛道中国产领先品种不断显现优势。

ZGGS18 (VEGF/TGF- β) 亦同时开展中美 I/II 期临床试验，公司围绕肿瘤微环境布局抗血管生成机制靶点，有望协同免疫疗法（如公司 ZG005）提高肿瘤疾病覆盖及临床优势。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 8.8/16.1/23.8 亿元，分别同比增长 65.4%/82.5%/47.7%，归母净利润分别为 0.6/5.1/10.1 亿元，分别同比增长 146.0%/698.7%/99.5%，对应估值为 418X/52X/26X。我们看好公司多抗平台的 First in class 潜力、泽普凝、吉卡昔替尼商业化前景，公司有望成为下一代综合型创新药企。维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发失败风险、审批准入不及预期风险、行业政策风险、销售浮动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	533	882	1609	2377
收入同比 (%)	37.9%	65.4%	82.5%	47.7%
归属母公司净利润	-138	63	506	1009
净利润同比 (%)	50.5%	146.0%	698.7%	99.5%
毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
ROE (%)	-11.0%	4.8%	27.7%	35.6%
每股收益 (元)	-0.52	0.24	1.91	3.81
P/E	—	417.94	52.33	26.23
P/B	13.15	20.09	14.52	9.35
EV/EBITDA	-118.53	213.57	40.36	21.12

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2576	3216	4347	5862	营业收入	533	882	1609	2377
现金	2154	2412	2919	3889	营业成本	37	93	141	188
应收账款	143	235	430	635	营业税金及附加	1	2	4	5
其他应收款	9	19	32	48	销售费用	271	261	372	482
预付账款	41	118	172	233	管理费用	58	54	59	67
存货	183	422	662	873	财务费用	-29	-32	-37	-64
其他流动资产	45	10	131	184	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	429	455	451	481	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	8	12	10
固定资产	205	271	282	263	营业利润	-155	71	565	1126
无形资产	50	26	5	9	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	173	158	165	209	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3005	3671	4798	6343	利润总额	-155	71	565	1126
流动负债	1373	1933	2472	2954	所得税	-5	2	17	34
短期借款	952	952	952	952	净利润	-150	68	548	1092
应付账款	187	457	703	933	少数股东损益	-12	5	42	83
其他流动负债	235	524	817	1069	归属母公司净利润	-138	63	506	1009
非流动负债	379	417	457	427	EBITDA	-130	118	612	1123
长期借款	44	94	134	104	EPS (元)	-0.52	0.24	1.91	3.81
其他非流动负债	334	323	323	323	主要财务比率				
负债合计	1752	2350	2929	3381	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-1	4	46	129	成长能力				
股本	265	265	265	265	营业收入	37.9%	65.4%	82.5%	47.7%
资本公积	3120	3120	3120	3120	营业利润	47.9%	145.5%	701.4%	99.3%
留存收益	-2131	-2068	-1562	-553	归属于母公司净利	50.5%	146.0%	698.7%	99.5%
归属母公司股东	1254	1317	1823	2833	获利能力				
负债和股东权益	3005	3671	4798	6343	毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
现金流量表					净利率 (%)	-25.9%	7.2%	31.4%	42.5%
单位:百万元					ROE (%)	-11.0%	4.8%	27.7%	35.6%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	-8.1%	1.5%	16.9%	25.2%
经营活动现金流	38	270	678	1158	偿债能力				
净利润	-150	68	548	1092	资产负债率 (%)	58.3%	64.0%	61.0%	53.3%
折旧摊销	61	79	84	61	净负债比率 (%)	139.9%	177.9%	156.7%	114.2%
财务费用	-23	22	23	23	流动比率	1.88	1.66	1.76	1.98
投资损失	-3	-8	-12	-10	速动比率	1.71	1.38	1.42	1.61
营运资金变动	157	109	35	-9	营运能力				
其他经营现金流	-311	-41	513	1102	总资产周转率	0.18	0.26	0.38	0.43
投资活动现金流	-1845	-62	-188	-134	应收账款周转率	4.36	4.66	4.84	4.46
资本支出	-96	-95	-80	-91	应付账款周转率	0.23	0.29	0.24	0.23
长期投资	-1764	35	-120	-53	每股指标 (元)				
其他投资现金流	15	-3	12	10	每股收益	-0.52	0.24	1.91	3.81
筹资活动现金流	-51	51	17	-53	每股经营现金流	0.14	1.02	2.56	4.37
短期借款	157	0	0	0	每股净资产	4.74	4.98	6.89	10.70
长期借款	44	50	40	-30	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	—	417.94	52.33	26.23
资本公积增加	-233	0	0	0	P/B	13.15	20.09	14.52	9.35
其他筹资现金流	-20	1	-23	-23	EV/EBITDA	-118.53	213.57	40.36	21.12
现金净增加额	-1861	258	507	970					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。