

# 泽璟制药 (688266)

证券研究报告  
2025年04月23日

## 业绩增长符合预期，在研品种将在 ASCO 会议披露数据

### 事件

公司公布 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告。2024 年，公司实现营业收入 5.33 亿元，同比增长 37.91%；归母净利润为-1.38 亿元，同比减亏 50.52%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 1.68 亿元，同比增长 54.87%；归母净利润为-2826.22 万元，同比减亏 28.45%。

### 在研项目 ZG006 初步有效性数据超预期，预计 ASCO 将更新数据

ZG006 在晚期小细胞肺癌或神经内分泌癌患者中 I 期剂量递增阶段已完成入组。已经完成的爬坡剂量组分别为 0.1、0.3、1、3、10、30、60 mg 组，可评估 24 例受试者，其中大多数受试者（17/24）既往曾接受过至少两线抗肿瘤药物系统治疗。有效性方面，在 21 例疗效可评估的小细胞肺癌（SCLC）受试者中，7 例获得部分缓解（PR），5 例疾病稳定（SD）且其中 4 例为缩小的 SD。在接受 ZG006 10mg 及更高剂量的 9 例 SCLC 受试者中（10 mg 组 4 例、30 mg 组 2 例、60 mg 组 3 例），有 6 例 PR，其中 10 mg 组 3 例、30 mg 组 1 例、60 mg 组 2 例，ORR 为 66.7%；并有 2 例为肿瘤缩小的 SD，DCR 达 88.9%。2024 年 9 月，新增一项在美国开展的，针对 SCLC 标准疗法失败患者的 I 期临床研究，并且公司已于 24 年 8 月披露 ZG006 获得 FDA 孤儿药资格。

### 在研项目 ZG005 FIC 潜力，多项实体瘤临床试验探索中，估值有望持续提升

ZG005（PD-1/TIGIT 双特异性抗体）具备 FIC 潜力，目前全球范围内尚未有同类机制药物获批上市。公司正在推进 ZG005 单药或联合用药治疗肝癌、宫颈癌、非小细胞肺癌、神经内分泌癌等实体瘤的多项 I/II 和 II 期临床研究，我们预计多项适应症有望在今年 POC。先前披露的数据表明 ZG005 在宫颈癌适应症疗效优异。截至 2024 年 8 月 6 日，在 36 例疗效可评估的宫颈癌受试者中，客观缓解率（ORR）高达 38.9%，疾病控制率（DCR）达到 80.6%。接受 20mg/kg 剂量治疗的患者群体中，ORR 提升至 53.3%，DCR 更是达到了 86.7%。在二线及以上且未使用过免疫检查点抑制剂的 11 例患者中，ORR 和 DCR 分别为 66.7% 和 100%。

### 商业化/临近商业化品种多，管线梯队合理，后续在商业化和临床进展上均值得期待

公司目前拥有 2 款已上市产品，多纳非尼和重组人凝血酶，均已纳入医保目录；2 款上市申请审评审批中的产品，吉卡昔替尼（杰克替尼）和重组人促甲状腺激素；多款处于临床 I/II 期产品，并具有联用潜力，包括 ZG005、ZG006、ZGGS18 等。

### 盈利预测与投资评级

考虑到多纳非尼放量增长较缓，重组人凝血酶为首年销售，杰克替尼暂未上市，我们将公司 2025 年和 2026 年营业收入从 10.91 和 17.05 亿元，下调至 8.20 亿元、12.01 亿元，预计 2027 年营业收入为 16.03 亿元。将 2025 年和 2026 年的归母净利润由 0.33 和 2.98 亿元，下调至-0.20 和 1.21 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.82 亿元。考虑到公司研发后期的品种有望陆续获批上市兑现商业化价值以及研发平台孵化的创新品种有望陆续披露临床有效数据，维持“买入”评级。

### 风险提示：销售放量不及预期、研发进度不及预期、政策变动风险

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	107.6 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	264.71
流通 A 股股本(百万股)	264.71
A 股总市值(百万元)	28,482.60
流通 A 股市值(百万元)	28,482.60
每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	58.06
一年内最高/最低(元)	109.89/46.45

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《泽璟制药-年报点评报告:2023 年业绩基本稳定，2024 年多个产品有望达成重要节点》 2024-05-08
- 《泽璟制药-季报点评:商业化产品数量逐渐增多，抗体平台研发储备充分》 2023-11-24
- 《泽璟制药-半年报点评:营收符合预期，重组人凝血酶和杰克替尼进展顺利》 2023-08-29

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	386.44	532.95	819.74	1,200.67	1,603.25
增长率(%)	27.83	37.91	53.81	46.47	33.53
EBITDA(百万元)	146.53	215.00	13.47	167.45	342.88
归属母公司净利润(百万元)	(278.58)	(137.83)	(20.21)	120.82	281.90
增长率(%)	(39.14)	(50.52)	(85.34)	(697.88)	133.33
EPS(元/股)	(1.05)	(0.52)	(0.08)	0.46	1.06
市盈率(P/E)	(95.02)	(192.05)	(1,309.95)	219.10	93.90
市净率(P/B)	16.21	21.11	21.34	19.47	16.14
市销率(P/S)	68.50	49.67	32.29	22.05	16.51
EV/EBITDA	85.81	70.98	1,888.83	151.14	73.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,109.64	2,153.68	1,904.94	2,081.82	2,273.08	营业收入	386.44	532.95	819.74	1,200.67	1,603.25
应收票据及应收账款	101.14	143.63	253.11	321.31	438.45	营业成本	29.21	36.99	56.90	71.33	95.25
预付账款	46.25	41.28	127.40	70.20	187.01	营业税金及附加	1.02	1.45	2.71	3.47	4.76
存货	110.85	182.86	213.34	311.80	395.11	销售费用	250.49	271.45	357.98	431.04	547.51
其他	152.45	54.45	186.82	134.61	158.38	管理费用	16.56	58.19	78.69	78.04	76.96
<b>流动资产合计</b>	<b>2,520.34</b>	<b>2,575.90</b>	<b>2,685.61</b>	<b>2,919.75</b>	<b>3,452.03</b>	研发费用	496.33	388.00	467.25	469.46	553.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(14.87)	(29.18)	(19.23)	(21.09)	(23.17)
固定资产	98.29	205.30	241.64	207.78	173.92	资产/信用减值损失	(1.62)	(3.76)	(2.45)	(2.61)	(2.94)
在建工程	135.83	123.47	135.77	146.84	159.57	公允价值变动收益	8.73	3.92	101.65	(35.59)	(35.59)
无形资产	69.27	50.01	32.55	15.09	0.00	投资净收益	5.96	2.94	4.28	4.39	3.87
其他	63.48	49.93	58.13	47.69	45.22	其他	(107.58)	(42.00)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>366.87</b>	<b>428.72</b>	<b>468.10</b>	<b>417.40</b>	<b>378.72</b>	<b>营业利润</b>	<b>(297.78)</b>	<b>(155.04)</b>	<b>(21.08)</b>	<b>134.61</b>	<b>314.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,887.21</b>	<b>3,004.61</b>	<b>3,153.71</b>	<b>3,337.15</b>	<b>3,830.75</b>	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	795.16	951.86	935.20	963.26	992.15	营业外支出	1.31	0.01	1.24	0.85	0.70
应付票据及应付账款	137.73	197.10	358.17	324.69	576.48	<b>利润总额</b>	<b>(299.08)</b>	<b>(155.05)</b>	<b>(22.31)</b>	<b>133.76</b>	<b>313.47</b>
其他	202.28	224.48	184.45	306.70	260.74	所得税	(3.95)	(4.75)	(0.68)	4.10	9.60
<b>流动负债合计</b>	<b>1,135.18</b>	<b>1,373.45</b>	<b>1,477.81</b>	<b>1,594.65</b>	<b>1,829.37</b>	<b>净利润</b>	<b>(295.13)</b>	<b>(150.30)</b>	<b>(21.63)</b>	<b>129.66</b>	<b>303.86</b>
长期借款	0.00	44.35	88.00	61.60	49.28	少数股东损益	(16.55)	(12.47)	(1.42)	8.85	21.97
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(278.58)</b>	<b>(137.83)</b>	<b>(20.21)</b>	<b>120.82</b>	<b>281.90</b>
其他	107.19	334.22	350.20	315.18	283.66	每股收益(元)	(1.05)	(0.52)	(0.08)	0.46	1.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>107.19</b>	<b>378.57</b>	<b>438.20</b>	<b>376.78</b>	<b>332.94</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,242.37</b>	<b>1,752.01</b>	<b>1,916.01</b>	<b>1,971.43</b>	<b>2,162.32</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	11.98	(1.26)	(2.68)	6.17	28.14	<b>成长能力</b>					
股本	264.71	264.71	264.71	264.71	264.71	营业收入	27.83%	37.91%	53.81%	46.47%	33.53%
资本公积	3,353.01	3,120.37	3,120.37	3,120.37	3,120.37	营业利润	-38.67%	-47.93%	-86.41%	-738.66%	133.39%
留存收益	(1,978.91)	(2,116.74)	(2,136.95)	(2,016.13)	(1,734.24)	归属于母公司净利润	-39.14%	-50.52%	-85.34%	-697.88%	133.33%
其他	(5.95)	(14.47)	(7.76)	(9.39)	(10.54)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,644.84</b>	<b>1,252.60</b>	<b>1,237.69</b>	<b>1,365.72</b>	<b>1,668.43</b>	毛利率	92.44%	93.06%	93.06%	94.06%	94.06%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,887.21</b>	<b>3,004.61</b>	<b>3,153.71</b>	<b>3,337.15</b>	<b>3,830.75</b>	净利率	-72.09%	-25.86%	-2.47%	10.06%	17.58%
						ROE	-17.06%	-10.99%	-1.63%	8.89%	17.19%
						ROIC	-197.17%	-92.24%	-187.24%	54.06%	143.12%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	43.03%	58.31%	60.75%	59.08%	56.45%
						净负债率	-76.04%	-91.11%	-67.37%	-74.27%	-71.69%
						流动比率	2.22	1.88	1.82	1.83	1.89
						速动比率	2.12	1.74	1.67	1.64	1.67
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.07	4.35	4.13	4.18	4.22
						存货周转率	3.68	3.63	4.14	4.57	4.54
						总资产周转率	0.17	0.18	0.27	0.37	0.45
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-1.05	-0.52	-0.08	0.46	1.06
						每股经营现金流	-0.88	0.14	-0.20	0.36	0.46
						每股净资产	6.17	4.74	4.69	5.14	6.20
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-95.02	-192.05	-1,309.95	219.10	93.90
						市净率	16.21	21.11	21.34	19.47	16.14
						EV/EBITDA	85.81	70.98	1,888.83	151.14	73.38
						EV/EBIT	121.10	88.86	-671.86	217.94	85.60

  

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(295.13)	(150.30)	(20.21)	120.82	281.90
折旧摊销	48.27	48.99	51.32	51.32	48.95
财务费用	24.35	(22.55)	(19.23)	(21.09)	(23.17)
投资损失	(5.96)	(2.94)	(4.28)	(4.39)	(3.87)
营运资金变动	69.08	384.29	(159.70)	(23.36)	(167.36)
其它	(73.35)	(219.29)	100.23	(26.75)	(13.63)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(232.75)</b>	<b>38.20</b>	<b>(51.87)</b>	<b>96.54</b>	<b>122.82</b>
资本支出	53.52	(108.37)	66.52	46.09	44.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.32	(1,736.73)	(348.04)	18.42	(7.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>64.84</b>	<b>(1,845.10)</b>	<b>(281.52)</b>	<b>64.51</b>	<b>36.89</b>
债权融资	369.16	182.66	77.93	17.47	32.70
股权融资	1,152.32	(241.16)	6.72	(1.64)	(1.15)
其他	(12.11)	7.19	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,509.37</b>	<b>(51.32)</b>	<b>84.65</b>	<b>15.83</b>	<b>31.55</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,341.45</b>	<b>(1,858.21)</b>	<b>(248.74)</b>	<b>176.88</b>	<b>191.26</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com