

## 泽璟制药 (688266.SH) 营收同比稳健增长，早研管线展现 BIC 潜力

2025 年 04 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

余克清（分析师）

汪晋（联系人）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

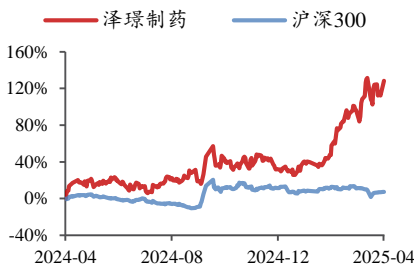
证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790123050021

日期	2025/4/22
当前股价(元)	107.60
一年最高最低(元)	109.89/45.30
总市值(亿元)	284.83
流通市值(亿元)	284.83
总股本(亿股)	2.65
流通股本(亿股)	2.65
近 3 个月换手率(%)	68.4

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Q3 收入端环比持续增长，早研创新进入收获期—公司信息更新报告》  
-2024.10.28

《营收环比稳健增长，持续增强早研管线布局能力—公司信息更新报告》  
-2024.8.25

《国内 biotech 领航者，即将步入创新药密集收获期—公司首次覆盖报告》  
-2024.7.2

### ● 2025Q1 营收同比快速增长，利润端亏损持续收窄

2024 年公司实现营收 5.33 亿元，同比增长 37.91%；归母净利润-1.38 亿元，扣非归母净利润-1.71 亿元。单看 2025Q1，公司实现营收 1.68 亿元，同比增长 54.87%，环比增长 12.63%，归母净利润-2826 万元，扣非归母净利润-5008 万元。随着重组人凝血酶进医保后放量，2025Q1 营收同比快速增长，利润端亏损持续收窄。考虑重组人凝血酶前期需要先做进院工作、放量刚起步，我们下调 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预计营业收入为 8.54/14.06/20.70 亿元（原预计 11.00/18.95 亿元），同比增长 60.3%/64.6%/47.2%，EPS 为-0.15/0.60/1.20 元，当前股价对应 PS 为 33.3/20.3/13.8 倍，鉴于公司新产品即将获批、早研管线具有全球 BIC/FIC 潜力，维持“买入”评级。

### ● 核心产品商业化顺利推进，凝血酶进医保后加速放量

公司继续积极推进多纳非尼片进入医院和药房的工作，截至 2024 年底已进入医院 1100 家、覆盖医院 2000 家、覆盖药房近 1000 家。重组人凝血酶作为国内首款重组人凝血酶产品，于 2024 年底成功纳入国家医保目录，医保支付价为 373 元，降价幅度符合预期，2025Q1 助力公司销售快速增长。

### ● 后期管线临近收获，早研管线展现 BIC 潜力

公司后期管线稳步推进，大单品吉卡昔替尼针对骨髓纤维化适应症已申报 NDA，预计 2025H1 获批。早期管线中，ZG006 (CD3×DLL3×DLL3 三抗) 在 I 期临床中展现出优异的抗肿瘤疗效，尤其在 10mg 及以上剂量的小细胞肺癌患者中，ORR 达到 66.7%，DCR 达到 88.9%，数据表现亮眼。ZG005 (PD-1/TIGIT 双抗) 作为全球进度第二的同靶点双抗，在早期临床中显示出良好的安全性及突出的抗肿瘤疗效。公司正在积极推进 ZG005 单药或联合用药治疗肝癌、宫颈癌、神经内分泌癌等实体瘤的多项 I/II 和 II 期临床研究。

### ● 风险提示：医药监管政策变动、汇率波动、公司核心成员流失等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	386	533	854	1,406	2,070
YOY(%)	27.8	37.9	60.3	64.6	47.2
归母净利润(百万元)	-279	-138	-41	158	319
YOY(%)	39.1	50.5	70.2	485.5	101.6
毛利率(%)	92.4	93.1	88.0	88.0	88.0
净利率(%)	-72.1	-25.9	-4.8	11.2	15.4
ROE(%)	-17.9	-12.0	-3.6	12.4	19.9
EPS(摊薄/元)	-1.05	-0.52	-0.15	0.60	1.20
P/E(倍)	-100.2	-202.6	-680.9	176.6	87.6
P/B(倍)	17.1	22.3	23.0	20.4	16.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2520	2576	3156	3565	4548
现金	2110	2154	2136	2250	2484
应收票据及应收账款	101	144	262	394	580
其他应收款	11	9	23	30	48
预付账款	46	41	99	132	208
存货	111	183	590	715	1182
其他流动资产	142	45	45	45	45
<b>非流动资产</b>	367	429	484	588	720
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	98	205	231	270	321
无形资产	69	50	35	20	6
其他非流动资产	199	173	218	297	393
<b>资产总计</b>	2887	3005	3640	4153	5267
<b>流动负债</b>	1135	1373	2062	2410	3184
短期借款	795	952	911	1590	1621
应付票据及应付账款	138	197	767	357	884
其他流动负债	202	224	383	462	679
<b>非流动负债</b>	107	379	370	364	360
长期借款	0	44	35	30	25
其他非流动负债	107	334	334	334	334
<b>负债合计</b>	1242	1752	2432	2774	3544
少数股东权益	12	-1	-4	9	34
股本	265	265	265	265	265
资本公积	3353	3120	3120	3120	3120
留存收益	-1979	-2117	-2161	-1990	-1646
<b>归属母公司股东权益</b>	1633	1254	1213	1371	1690
<b>负债和股东权益</b>	2887	3005	3640	4153	5267

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-233	38	117	-435	371
净利润	-295	-150	-44	171	344
折旧摊销	48	49	44	52	61
财务费用	-15	-29	-11	-21	-18
投资损失	-6	-3	-6	-5	-5
营运资金变动	28	155	131	-640	-20
其他经营现金流	7	17	3	8	9
<b>投资活动现金流</b>	65	-1845	-89	-146	-183
资本支出	63	96	99	155	193
长期投资	115	-1764	0	0	0
其他投资现金流	12	15	10	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	1509	-51	-390	125	86
短期借款	404	157	-41	678	31
长期借款	-50	44	-9	-6	-4
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	1131	-233	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-20	-340	-548	60
<b>现金净增加额</b>	1342	-1861	-362	-456	275

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	386	533	854	1406	2070
营业成本	29	37	103	169	248
营业税金及附加	1	1	3	5	6
营业费用	250	271	299	394	580
管理费用	17	58	85	127	166
研发费用	496	388	470	605	786
财务费用	-15	-29	-11	-21	-18
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	81	36	48	50	54
公允价值变动收益	9	4	4	5	5
投资净收益	6	3	6	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-298	-155	-43	175	351
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	-299	-155	-45	174	350
所得税	-4	-5	-1	3	6
<b>净利润</b>	-295	-150	-44	171	344
少数股东损益	-17	-12	-3	13	25
<b>归属母公司净利润</b>	-279	-138	-41	158	319
EBITDA	-266	-110	-7	236	438
EPS(元)	-1.05	-0.52	-0.15	0.60	1.20

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.8	37.9	60.3	64.6	47.2
营业利润(%)	38.7	47.9	72.0	502.0	100.8
归属于母公司净利润(%)	39.1	50.5	70.2	485.5	101.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	92.4	93.1	88.0	88.0	88.0
净利率(%)	-72.1	-25.9	-4.8	11.2	15.4
ROE(%)	-17.9	-12.0	-3.6	12.4	19.9
ROIC(%)	-12.1	-6.0	-2.0	5.5	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.0	58.3	66.8	66.8	67.3
净负债比率(%)	-71.9	-67.0	-72.7	-23.1	-30.5
流动比率	2.2	1.9	1.5	1.5	1.4
速动比率	2.1	1.7	1.2	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.1	4.4	4.2	4.3	4.2
应付账款周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-1.05	-0.52	-0.15	0.60	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.88	0.14	0.44	-1.64	1.40
每股净资产(最新摊薄)	6.17	4.74	4.58	5.18	6.38
<b>估值比率</b>					
P/E	-100.2	-202.6	-680.9	176.6	87.6
P/B	17.1	22.3	23.0	20.4	16.5
EV/EBITDA	-100.1	-245.7	-3712.1	116.6	62.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

## 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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

## 分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn