

2025年08月25日

证券研究报告·2025半年报点评

泽璟制药-U (688266) 医药生物

当前价: 111.21元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，构筑抗体平台竞争优势

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 半年度报告，实现营业收入 3.8 亿元 (+56.1%)，归母净利润-0.7 亿元，业绩符合预期。
- **四款已上市或临近上市产品商业化稳步推进。** 多纳非尼商业化稳步推进，截至 2025 年 6 月 30 日已进入医院 1200 余家、覆盖医院 2200 余家、覆盖药房 1000 余家。重组人凝血酶成功纳入国家医保目录，2025 年上半年销量增长明显，截至 2025 年 6 月 30 日，重组人凝血酶累计准入医院 590 余家。吉卡昔替尼片治疗中危或高危原发性骨髓纤维化 (MF) 适应症于 2025 年 5 月获批上市，公司商业化团队正在积极进行吉卡昔替尼片治疗骨髓纤维化适应症的市场推广和销售工作。公司持续推进注射用重组人促甲状腺激素 (rhTSH) 的上市前相关工作，目前已完成发补研究，2025 年 6 月公司与德国默克公司 (MerckKGaA) 的瑞士子公司 ATSA 签署《服务协议》，公司同意授权 ATSA 作为 rhTSH 在中国大陆地区的独家市场推广服务商。
- **临床数据优异，不断构筑抗体平台竞争优势。** 公司重点推动以注射用 ZG005 (PD-1/TIGIT)、注射用 ZG006 (CD3/DLL3/DLL3) 为代表的抗体新药的后续临床研发进程。在 2025 年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会上，公司公布了包括 ZG006、ZG005 等产品在内的 28 项最新临床研究数据。ZG006 单药治疗在难治性晚期小细胞肺癌患者中的 II 期剂量优化临床研究 (ZG006-002) 入选 ASCO 年会肺癌专场口头报告，数据显示，ZG006 单药 10mgQ2W 和 30mgQ2W 剂量在三线及以上小细胞肺癌患者中均展现出显著的抗肿瘤活性及良好的安全性。ZG005 在 20mg/kgQ3W 给药剂量下，在二线及以上宫颈癌患者中，展现出优异的抗肿瘤活性和良好的安全性。
- **管线催化密集，联合治疗研究潜力巨大。** 吉卡昔替尼片治疗重症斑秃的新药上市申请 (NDA) 于 2025 年 5 月获受理，治疗中重度特应性皮炎和强直性脊柱炎位于 III 期临床试验阶段。ZG006 治疗晚期小细胞肺癌获得了 CDE 突破性治疗的认定，即将进入关键临床研究；ZG006 治疗神经内分泌瘤也显示了良好的治疗潜力。ZG005 临床开发进度位于全球前列，潜在适应症包括肝癌、神经内分泌瘤、宫颈癌等。公司也在积极探索 ZG005 和 ZG006 的各项联合治疗研究，包括联合化疗、联合 ZGGS18 或贝伐珠单抗、联合吉卡昔替尼、联合 PD-1/PD-L1 单抗等，以期寻找到具有突破性治疗潜力的治疗方案，满足未被满足的临床需求。
- **盈利预测:** 随着研发和商业化的稳步推进，公司业绩增长动力充足，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.5、14.8 和 21.1 亿元。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期风险、核心品种商业化进展或不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	532.95	852.73	1484.68	2114.19
增长率	37.91%	60.00%	74.11%	42.40%
归属母公司净利润 (百万元)	-137.83	-53.51	232.39	622.72
增长率	50.52%	61.18%	534.32%	167.96%
每股收益 EPS (元)	-0.52	-0.20	0.88	2.35
净资产收益率 ROE	-10.99%	-4.46%	16.22%	30.30%
PE	-213.58	-550.17	126.67	47.27
PB	23.48	24.52	20.55	14.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

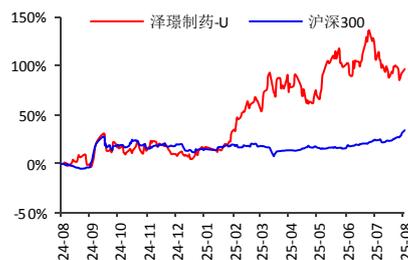
分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.65
流通 A 股(亿股)	2.65
52 周内股价区间(元)	53.19-134.17
总市值(亿元)	294.71
总资产(亿元)	29.99
每股净资产(元)	4.45

相关研究

1. 泽璟制药 (688266): 业绩符合预期, 抗体平台优势凸显 (2025-04-22)
2. 泽璟制药 (688266): ZG006 数据靓丽, 凸显 BIC 潜力 (2024-09-10)
3. 泽璟制药 (688266): 抗体平台优势凸显, 吉卡昔替尼上市在即 (2024-08-27)

关键假设及收入预测

假设 1: 多纳非尼 2024 年收入达 5.3 亿元, 假设 2025-2027 年肝癌渗透率分别为 7.8%、8.8% 和 9.5%, 分化型碘难治性甲状腺癌渗透率分别为 0.8%、1.3% 和 1.8%, 对应收入为 6.5、7.4 和 8 亿元。

假设 2: 吉卡昔替尼片治疗中危或高危原发性骨髓纤维化 (MF) 适应症于 2025 年 5 月获批上市, 假设于 2025 年底纳入国家医保目录, 2025-2027 年渗透率分别为 0.4%、5.4% 和 10.4%, 对应收入为 0.5、3.4 和 6.6 亿元。假设重症斑秃适应症于 2026 年获批上市, 2026-2027 年渗透率为 0.2% 和 0.7%, 对应收入为 0.6 和 1.4 亿元。假设特应性皮炎适应症于 2027 年上市, 渗透率为 0.3%, 对应收入 0.4 亿元。综上, 杰克替尼 2025-2027 年收入合计为 0.5、4 和 8.3 亿元。

假设 3: 2023 年, 蛇毒血凝酶市场样本医院规模达 5.3 亿元, 假设以 5 倍放大, 全国放大市场规模约 26.5 亿元, 较 2022 年增长 14.2%。假设未来血凝酶市场以 5% 增速持续扩大, 2025-2027 年市场规模约 29.2、30.7 和 32.2 亿元。假设公司的重组人凝血酶 2025-2027 年市场占比分别为 5%、11% 和 15%, 对应收入分别为 1.5、3.4 和 4.8 亿元。

随着吉卡昔替尼和重组人凝血酶适应症的逐步落地, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.5、14.8 和 21.1 亿元。

表 1: 公司收入预测 (亿元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	5.3	8.5	14.8	21.1
多纳非尼	5.3	6.5	7.4	8
吉卡昔替尼		0.5	4	8.3
重组人凝血酶		1.5	3.4	4.8

数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2153.68	1228.11	1570.25	2322.96	营业收入	532.95	852.73	1484.68	2114.19
应收票据及账款	143.63	234.66	408.57	581.81	营业成本	36.99	59.19	103.05	146.74
预付账款	41.28	94.40	164.35	234.04	税金及附加	1.45	2.32	4.04	5.75
其他应收款	9.38	24.78	43.15	61.44	销售费用	271.45	426.36	668.11	739.97
存货	182.86	247.03	430.11	612.48	管理费用	58.19	59.69	59.39	63.43
其他流动资产	45.07	50.51	57.92	65.31	研发费用	388.00	392.25	445.40	528.55
流动资产总计	2575.90	1879.49	2674.36	3878.03	财务费用	-29.18	17.47	-3.68	-6.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	239.96	204.69	166.20	124.49	信用减值损失	-3.76	-5.05	-8.80	-12.53
在建工程	123.47	102.89	82.31	61.74	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	50.01	7.32	-35.38	-78.07	投资收益	2.94	4.28	4.28	4.28
长期待摊费用	11.39	5.70	0.00	0.00	公允价值变动损益	3.92	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3.88	3.88	3.88	3.88	资产处置收益	0.00	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	428.72	324.48	217.03	112.04	其他收益	35.80	50.14	50.14	50.14
资产总计	3004.61	2203.97	2891.38	3990.07	营业利润	-155.04	-55.18	254.00	678.55
应付票据及账款	197.10	312.56	544.20	774.94	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	224.48	349.20	584.99	811.18	营业外支出	0.01	1.24	1.24	1.24
流动负债合计	1373.45	661.76	1129.18	1586.12	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	71.21	39.52	10.78	-13.95	利润总额	-155.05	-56.42	252.77	677.31
其他非流动负债	307.36	307.36	307.36	307.36	所得税	-4.75	0.85	4.04	10.83
非流动负债合计	378.57	346.88	318.14	293.41	净利润	-150.30	-57.27	248.73	666.49
负债合计	1752.01	1008.64	1447.32	1879.52	少数股东损益	-12.47	-3.76	16.33	43.77
股本	264.71	264.71	264.71	264.71	归属母公司股东净利润	-137.83	-53.51	232.39	622.72
资本公积	3120.37	3120.37	3120.37	3120.37	EBITDA	-122.90	65.28	356.55	775.41
留存收益	-2131.22	-2184.72	-1952.33	-1329.61	NOPLAT	-210.89	-38.85	246.34	660.94
归属母公司权益	1253.86	1200.35	1432.74	2055.46	EPS(元)	-0.52	-0.20	0.88	2.35
少数股东权益	-1.26	-5.02	11.32	55.09					
股东权益合计	1252.60	1195.33	1444.06	2110.55	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	3004.61	2203.97	2891.38	3990.07	成长能力				
					营收增长率	37.91%	60.00%	74.11%	42.40%
					营业利润增长率	47.93%	64.41%	560.28%	167.14%
					EBIT 增长率	41.32%	78.86%	739.54%	169.15%
					EBITDA 增长率	51.53%	153.12%	446.15%	117.48%
					归母净利润增长率	50.52%	61.18%	534.32%	167.96%
					经营现金流增长率	116.41%	88.50%	405.14%	110.88%
					盈利能力				
					毛利率	93.06%	93.06%	93.06%	93.06%
					净利率	-28.20%	-6.72%	16.75%	31.52%
					营业利润率	-29.09%	-6.47%	17.11%	32.09%
					ROE	-10.99%	-4.46%	16.22%	30.30%
					ROA	-4.59%	-2.43%	8.04%	15.61%
					ROIC	-82.55%	-28.82%	478.17%	-8879.5%
					估值倍数				
					P/E	-213.58	-550.17	126.67	47.27
					P/S	55.24	34.52	19.83	13.92
					P/B	23.48	24.52	20.55	14.32
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	-83.46	-726.33	112.40	40.76
					EV/EBITDA	-125.10	433.32	78.53	35.24
					EV/NOPLAT	-72.90	-728.20	113.66	41.35

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
