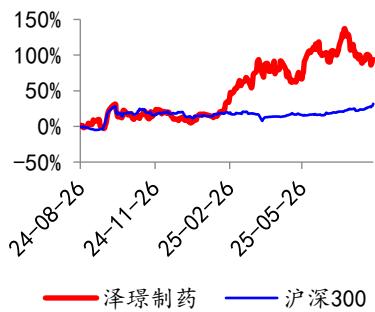


吉卡昔替尼将参与医保谈判，多抗组合覆盖优势领域

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-8-28

收盘价（元）	102.5
近 12 个月最高/最低（元）	134.17/53.19
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）	271.3
流通市值（亿元）	271.3

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

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

- 【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
- 【华安医药】公司点评泽璟制药(688266.SH)：商业化产品持续稳健，ZG006 向一线适应症拓展 2025-4-20
- 【华安医药】公司点评泽璟制药(688266.SH)：吉卡昔替尼获批上市，国产首个骨髓纤维化 JAK 抑制剂 2025-5-30

主要观点：
● 事件

2025 年 8 月 23 日，泽璟制药发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 3.76 亿元，同比+56.07%；归母净利润-0.73 亿元，同比-9.42%；扣非归母净利润-1.03 亿元，同比-41.83%。单季度来看，公司 2025Q2 收入为 2.08 亿元，同比+57.04%；归母净利润为-0.45 亿元，同比-64.74%；扣非归母净利润为-0.53 亿元，同比-75.97%。

● 点评
✓ 财务状况持续向好，各项支出平衡稳健

上半年，公司整体毛利率为 89.67%，同比-3.07 个百分点；期间费用率 115.11%，同比-14.68 个百分点；其中研发费用率 52.31%，同比-20.49 个百分点；销售费用率 56.24%，同比+6.30 个百分点；管理费用率 10.30%，同比-0.68 个百分点；财务费用率-3.73%，同比+2.65 个百分点；经营性现金流净额为-0.17 亿元，同比-115.12%。研发费用总额 1.96 亿元，同比+8.47%。营收增长使表观费用率继续降低，凝血酶大分子新产品上市初期毛利率有所下降，经营性现金流下降主要为凝血酶市场推广授权款分期收款差异所致。

✓ 稳步推进商业化进程，吉卡昔替尼片备战医保谈判

报告期内，公司商业化品种进一步巩固商业化布局。

- 泽普生（甲磺酸多纳非尼片）已达成进院 1200 余家、共覆盖 2200 余家医院、1000 余家药房。
- 泽普凝（重组人凝血酶）已累计准入 590 余家医院，自 2024 年底获纳入国家医保目录后，目前销量明显增长。
- 泽普平（盐酸吉卡昔替尼片）于 2025 年 5 月获得国家局批准上市，将参与 2025 年国家医保谈判，目前已完成形式审查。除骨髓纤维化适应症外，吉卡昔替尼持续拓展自身免疫病适应症，其首发的治疗重度斑秃适应症的 NDA 申请已经获得 NMPA 受理。
- 注射用重组人促甲状腺激素（rhTSH）的术后随访检测适应症已递交 NDA 申请，且在今年已与德国默克集团（Merck）达成商业化合作，借助 Merck 既往多年在内分泌科的学术及渠道优势，公司 rhTSH 有望加速填补国内甲状腺癌术后精准管理的药物空白。

✓ 多特异性抗体持续进入临床，联合用药靶点组合

报告期内，公司持续推进创新管线进入临床。

- ZGGS15 (LAG3/TIGIT) 双抗获得中美双报 IND 批准，为全球首款进入临床研究的该靶点药物，在 2025 ASCO 中显示了良好的安全性及抗肿瘤疗效，有望联合 PD-(L)1 增强协同抗肿瘤作用。

- ZGGS34 (MUC17/CD3/CD28) 三抗已向 CDE 与 FDA 递交 IND 申请，有望在 MUC17 高表达的消化道肿瘤率先探索。
- 公司 ZG005 (PD-1/TIGIT) 、ZGGS18 (VEGF/TGF- β) 联合吉卡昔替尼 (JAKi) 的 IND 申请获得国家药监局批准，将开展用于晚期实体瘤的临床试验。靶点组合实现 T 细胞活化+抑制肿瘤血管生成等协同效应，覆盖难治肿瘤领域。

● 投资建议

预计公司 2025~2027 年收入分别 9.0/16.5/24.1 亿元，分别同比增长 68.7%/83.2%/46.2%，归母净利润分别为 0.7/5.3/10.2 亿元，分别同比增长 152.7%/628.6%/93.1%，对应估值为 373X/51X/27X。我们看好公司多抗平台的 First in class 潜力，泽普凝、吉卡昔替尼等商业化前景，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	899	1647	2408
收入同比 (%)	37.9%	68.7%	83.2%	46.2%
归属母公司净利润	-138	73	530	1023
净利润同比 (%)	50.5%	152.7%	628.6%	93.1%
毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
ROE (%)	-11.0%	5.5%	28.5%	35.5%
每股收益 (元)	-0.52	0.27	2.00	3.86
P/E	—	373.30	51.23	26.53
P/B	13.15	20.47	14.62	9.43
EV/EBITDA	-118.53	201.10	39.64	21.38

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	
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2576	3244	4417	5937	营业收入	533	899	1647	2408
现金	2154	2425	2959	3941	营业成本	37	94	145	190
应收账款	143	240	440	643	营业税金及附加	1	2	4	5
其他应收款	9	19	33	49	销售费用	271	266	381	489
预付账款	41	120	176	236	管理费用	58	55	60	67
存货	183	431	678	885	财务费用	-29	-32	-37	-65
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	473	469	499	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	13	10
固定资产	205	271	282	263	营业利润	-155	81	592	1141
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	176	183	228	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3005	3718	4886	6437	利润总额	-155	81	592	1141
流动负债	1373	1925	2480	2953	所得税	-5	2	18	34
短期借款	952	952	952	952	净利润	-150	78	574	1107
应付账款	187	466	720	946	少数股东损益	-12	6	44	84
其他流动负债	235	506	808	1056	归属母公司净利润	-138	73	530	1023
非流动负债	379	463	503	473	EBITDA	-130	128	639	1137
长期借款	44	94	134	104	EPS (元)	-0.52	0.27	2.00	3.86
其他非流动负债	334	368	368	368					
负债合计	1752	2387	2982	3426					
少数股东权益	-1	5	49	133					
股本	265	265	265	265					
资本公积	3120	3120	3120	3120					
留存收益	-2131	-2059	-1530	-507					
归属母公司股东	1254	1326	1855	2878					
负债和股东权益	3005	3718	4886	6437					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38	281	705	1170	成长能力				
净利润	-150	78	574	1107	营业收入	37.9%	68.7%	83.2%	46.2%
折旧摊销	61	79	84	61	营业利润	47.9%	152.2%	631.1%	92.9%
财务费用	-23	22	23	23	归属于母公司净利	50.5%	152.7%	628.6%	93.1%
投资损失	-3	-8	-13	-10	获利能力				
营运资金变动	157	111	36	-11	毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
其他经营现金流	-311	-35	537	1118	净利率 (%)	-25.9%	8.1%	32.1%	42.5%
投资活动现金流	-1845	-80	-187	-134	ROE (%)	-11.0%	5.5%	28.5%	35.5%
资本支出	-96	-95	-80	-91	ROIC (%)	-8.1%	2.0%	17.7%	25.3%
长期投资	-1764	35	-120	-53	偿债能力				
其他投资现金流	15	-21	13	10	资产负债率 (%)	58.3%	64.2%	61.0%	53.2%
筹资活动现金流	-51	71	17	-53	净负债比率 (%)	139.9%	179.5%	156.6%	113.8%
短期借款	157	0	0	0	流动比率	1.88	1.69	1.78	2.01
长期借款	44	50	40	-30	速动比率	1.71	1.40	1.43	1.63
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-233	0	0	0	总资产周转率	0.18	0.27	0.38	0.43
其他筹资现金流	-20	21	-23	-23	应收账款周转率	4.36	4.70	4.85	4.45
现金净增加额	-1861	271	534	982	应付账款周转率	0.23	0.29	0.24	0.23
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.52	0.27	2.00	3.86
					每股经营现金流	0.14	1.06	2.66	4.42
					每股净资产	4.74	5.01	7.01	10.87
					估值比率				
					P/E	—	373.30	51.23	26.53
					P/B	13.15	20.47	14.62	9.43
					EV/EBITDA	-118.53	201.10	39.64	21.38

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师简介

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。

分析师：任婉莹，医药行业分析师，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。