

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泽璟制药(688266)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

赵丹 医药行业分析师

执业编号: S1500524120002

邮箱: zhaodan@cindasc.com

相关研究

【信达医药】ZG006 有望重塑 SCLC 治疗面貌,公司在 TCE 赛道国内竞争优势显著

【信达医药】PD-1/TIGIT 双抗更新临床数据,大分子抗体药物有望成为公司新的增长点

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127

号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

营收符合预期, 抗体研发平台未来可期

2025 年 9 月 3 日

事件: 2025H1 实现营收 3.76 亿元, 同比增加 56.07%; 扣非归母净利润-1.03 亿元, 同比增加 41.83%; 研发费用 1.97 亿元, 同比增加 8.84%, 销售费用 2.11 亿元, 同比增加 75.83%。其中 2025Q2 营收 2.08 亿, 环比增加 23.81%, 同比增加 57.58%; 销售费用 1.17 亿元, 同比增加 95%, 环比增加 24.47%。

点评:

- **营收符合预期, 商业化迎来收获期。**截止到 2025H1 公司已获批上市多纳非尼、重组人凝血酶、吉卡昔替尼三个产品, 营收同比增加 56.07%; 重组人凝血酶今年已成功纳入医保, 加速放量中; 吉卡昔替尼作为首个用于治疗骨髓纤维化的国产创新药于 2025 年 5 月 29 日获批上市, 有望成为公司新的重要增长点; 注射用重组人促甲状腺激素针对分化型甲状腺癌辅助诊断适应症于 2024 年 6 月 CDE 已受理其上市申请。针对该产品公司已经与德国默克达成合作, 后者负责该药品在中国大陆地区的商业化, 泽璟制药将获得授权款总金额为最高人民币 2.5 亿元, 同时公司将根据协议约定按净销售额两位数百分比向 ATSA 支付市场推广服务费; 公司 1.0 发展阶段的 4 个产品均已迎来商业化收获期, 显著增强公司本身的造血能力, 公司有望迎来盈亏平衡的拐点。
- **抗体研发平台崭露头角, IO2.0 双抗、TCE 抗体未来可期。**2025 年公司即将有多款产品上市、提交上市申请以及数据读出, 2025ASCO 公司展示的 CD3/DLL3/DLL3 三抗 ZG006 针对 48 例 3L 及以上小细胞肺癌 (SCLC) 患者【24 例】10mg 剂量组 ORR=62.5%, DCR=70.8%; 【24 例】30mg 剂量组 ORR=58.3%, DCR=66.7%, mPFS 和 mDoR 尚未成熟, 整体耐受性和安全性均良好; 相比于竞品, 尤其是安进刚刚在 2025WCLC 会议上更新的针对 3L 及以后 ES-SCLC 的临床 II 期 DeLLphi-307 研究的中国人群患者数据, 进一步凸显了泽璟制药 CD3/DLL3/DLL3 三抗 ZG006 后线治疗 ES-SCLC 潜在全球性 “Best-in-class” DLL3 TCE 地位, 具有强出海预期。TCE 赛道公司储备深厚, 用于胃肠道肿瘤治疗的 ZGGS34 (MUC17/CD3/CD28) IND 申请已获得 FDA 批准; 2025ASCO 公司展示的 PD-1/TIGIT 双抗 ZG005 针对 2L+宫颈癌临床 1/2 期数据优异, 其 mPFS 已超过 11 个月, 相比于竞品具有 “Best-in-class” 竞争力。ZG005 作为一种广谱类 IO 产品, 公司目前围绕一线 BTC、HCC、CC, PD-(L) 1 抑制剂和含铂化疗治疗失败的 NSCLC、复发性或转移性神经内分泌癌、淋巴瘤等多种适应症开展了多项 I/II 期临床试验, 该产品有成为大药的潜力。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到公司核心产品的市场空间、竞争格局以及商业化的不断加快, 我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 8.65 亿元 14.57 亿元、20.55 亿元, 分别同比增长 62.3%、68.5%、41%; 2025-2027 年归母净利润分别为 -1.83 亿元、-0.05 亿元、1.28 亿元。
- **风险因素:** 创新药研发失败风险; 商业化不及预期风险; 国内和海外市场

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

市场竞争加剧风险;公司核心技术与管理层流失的风险;政策波动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	386	533	865	1,457	2,055
增长率 YoY %	27.8%	37.9%	62.3%	68.5%	41.0%
归属母公司净利润 (百万元)	-279	-138	-183	-5	128
增长率 YoY%	39.1%	50.5%	-32.5%	97.2%	2571.9%
毛利率%	92.4%	93.1%	92.9%	93.3%	93.3%
净资产收益率ROE%	-17.1%	-11.0%	-17.1%	-0.5%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	-1.05	-0.52	-0.69	-0.02	0.48
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	—	220.60
市净率 P/B(倍)	17.34	22.58	26.55	26.68	23.80

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为2025年9月3日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,520	2,576	2,713	3,073	3,639
货币资金	2,110	2,154	2,062	2,044	2,189
应收票据	0	0	1	1	1
应收账款	101	143	238	391	556
预付账款	46	41	87	134	180
存货	111	183	256	421	618
其他	152	54	70	81	94
非流动资产	367	429	456	441	430
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合)	98	205	206	195	188
无形资产	69	50	54	56	58
其他	199	173	196	190	184
资产总计	2,887	3,005	3,169	3,514	4,069
流动负债	1,135	1,373	1,623	1,973	2,390
短期借款	795	952	976	976	976
应付票据	0	10	0	0	0
应付账款	138	187	318	472	669
其他	202	224	328	525	745
非流动负债	107	379	494	494	494
长期借款	0	44	126	126	126
其他	107	334	368	368	368
负债合计	1,242	1,752	2,117	2,467	2,884
少数股东权益	12	-1	-14	-14	-4
归属母公司	1,633	1,254	1,066	1,061	1,189
负债和股东权益	2,887	3,005	3,169	3,514	4,069

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	386	533	865	1,457	2,055
同比(%)	27.8%	37.9%	62.3%	68.5%	41.0%
归属母公司净利润	-279	-138	-183	-5	128
同比(%)	39.1%	50.5%	-32.5%	97.2%	2571.9
毛利率(%)	92.4%	93.1%	92.9%	93.3%	93.3%
ROE%	-17.1%	-11.0%	-17.1%	-0.5%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	-1.05	-0.52	-0.69	-0.02	0.48
P/E	—	—	—	—	220.60
P/B	17.34	22.58	26.55	26.68	23.80
EV/EBITDA	-47.92	-118.53	-216.39	395.55	111.28

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	386	533	865	1,457	2,055
营业成本	29	37	61	98	138
营业税金及	1	1	2	4	6
销售费用	250	271	551	872	1,195
管理费用	17	58	64	70	77
研发费用	496	388	427	469	516
财务费用	-15	-29	8	10	10
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	6	3	4	4	4
其他	89	36	50	56	47
营业利润	-298	-155	-194	-6	163
营业外收支	-1	0	-1	-1	-1
利润总额	-299	-155	-196	-7	163
所得税	-4	-5	0	-1	24
净利润	-295	-150	-196	-6	138
少数股东损	-17	-12	-13	0	10
归属母公司	-279	-138	-183	-5	128
EBITDA	-267	-130	-127	69	245
EPS(当	-1.09	-0.52	-0.69	-0.02	0.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-233	38	-122	60	234
净利润	-295	-150	-196	-6	138
折旧摊销	60	61	61	66	72
财务费用	24	-23	30	31	31
投资损失	-6	-3	-4	-4	-4
营运资金变	-6	157	-12	-27	-4
其它	-11	-4	-1	1	1
投资活动现	65	-1,845	-85	-47	-58
资本支出	-63	-96	-60	-52	-62
长期投资	115	-1,764	0	0	0
其他	12	15	-24	4	4
筹资活动现	1,509	-51	115	-31	-31
吸收投资	1,192	0	-4	0	0
借款	354	201	106	0	0
支付利息或	-21	-25	-30	-31	-31
现金流净增	1,342	-1,861	-92	-18	145
加额					

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。