

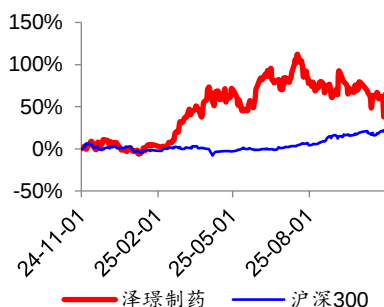
吉卡昔替尼扩大自免适应症，多抗研究再登 ESMO

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-1

收盘价（元）	103.88
近 12 个月最高/最低（元）	134.17/58.0
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）	274.98
流通市值（亿元）	274.98

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

- 1.【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
- 2.【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
- 3.【华安医药】公司点评泽璟制药 (688266.SH)：吉卡昔替尼将参与医保谈判，多抗组合覆盖优势领域 2025-8-28

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 30 日，泽璟制药发布 2025 年三季报，实现营业收入 5.93 亿元，同比+54.49%；归母净利润-0.93 亿元，同比减亏 4.58%；扣非归母净利润-1.21 亿元，同比-15.42%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 2.18 亿元，同比+51.85%；归母净利润为-0.21 亿元，同比减亏 34.29%；扣非归母净利润为-0.18 亿元，同比减亏 43.96%。

● 点评

✓ 财务状况持续向好，各项支出平衡稳健

前三季度，公司整体毛利率为 90.40%，同比-2.56 个百分点；期间费用率 110.57%，同比-14.84 个百分点；其中销售费用率 55.95%，同比+6.57 个百分点；管理费用率 7.80%，同比-2.89 个百分点；财务费用率-4.20%，同比+1.47 个百分点；经营性现金流净额为-0.17 亿元，同比-125.11%。营收增长使费用率继续降低，凝血酶大分子新产品上市首年毛利率有所下降，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。

✓ 临床开发进展紧锣密鼓，ZG005 及 ZG006 再登 ESMO

报告期内，公司持续推进在研管线临床开发。

- 公司自主研发的 1 类新药盐酸吉卡昔替尼片治疗活动性强直性脊柱炎的 III 期临床主试验达到疗效重点，公司将加快推进该适应症上市进程。其骨髓纤维化适应症已于今年上半年获批上市。
- ZG006 (CD3/DLL3/DLL3) 在 2025 年 ESMO 学术年会发布的临床数据及最新进展。ZG006 在晚期神经内分泌癌 (NEC) 患者中的 II 期剂量扩展临床研究 (ZG006-003) 入选本次年会神经内分泌肿瘤小型口头报告，有效性方面，根据 IRC 评估，ZG006 10 mg Q2W 和 30 mg Q2W 组的确认 ORR 分别为 22.2%和 38.5%，DCR 分别为 33.3%和 65.4%。在≥50%的肿瘤细胞任意强度染色的亚组人群中，两组确认 ORR 分别为 35.7%和 66.7%，DCR 分别为 42.9%和 91.7%，mPFS、mDoR 和 mOS 均尚未成熟。
- ZG005 (PD-1/TIGIT) 亦在 2025 年 ESMO 学术年会发布的临床数据及最新进展。其联合依托泊苷及顺铂 (EP) 在一线晚期神经内分泌癌患者中的安全性、药代动力学特征及初步疗效的 I/II 期临床研究 (ZG005-004) 数据显示：效性方面，在至少有 2 次基线后疗效评估的 36 例受试者中，研究者评估确认的 ORR，接受

ZG005 10 mg/kg + EP 治疗为 42.9% (3/7)，ZG005 20 mg/kg + EP 为 65% (13/20)，安慰剂+EP 为 33.3% (3/9)。各组疾病控制率 (DCR) 分别为 85.7%、100%和 100%，中位 PFS 和 DoR 数据尚未成熟。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 8.3/14.7/22.0 亿元，分别同比增长 55.4%/77.4%/50.0%，归母净利润分别为-1.1/1.9/5.6 亿元，对应 PE 为—/143X/49X。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	828	1470	2204
收入同比 (%)	37.9%	55.4%	77.4%	50.0%
归属母公司净利润	-138	-110	192	561
净利润同比 (%)	50.5%	20.5%	274.9%	192.7%
毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
ROE (%)	-11.0%	-9.6%	14.4%	29.6%
每股收益 (元)	-0.52	-0.41	0.72	2.12
P/E	—	—	143.49	49.02
P/B	13.15	24.05	20.60	14.50
EV/EBITDA	-118.53	-432.47	93.98	39.44

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					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	3029	3748	4763	营业收入	533	828	1470	2204
现金	2154	2273	2433	2920	营业成本	37	87	129	174
应收账款	143	221	393	589	营业税金及附加	1	2	4	4
其他应收款	9	18	29	45	销售费用	271	416	516	674
预付账款	41	111	157	216	管理费用	58	71	82	90
存货	183	397	605	810	财务费用	-29	-18	-19	-35
其他流动资产	45	10	130	184	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	429	449	445	475	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	7	11	9
固定资产	205	271	282	263	营业利润	-155	-122	214	626
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	152	158	203	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3005	3477	4193	5238	利润总额	-155	-122	214	626
流动负债	1373	1849	2317	2785	所得税	-5	-4	6	19
短期借款	952	952	952	952	净利润	-150	-118	208	607
应付账款	187	430	642	866	少数股东损益	-12	-9	16	46
其他流动负债	235	468	723	968	归属母公司净利润	-138	-110	192	561
非流动负债	379	495	535	505	EBITDA	-130	-61	279	651
长期借款	44	94	134	104	EPS (元)	-0.52	-0.41	0.72	2.12
其他非流动负债	334	400	400	400	主要财务比率				
负债合计	1752	2344	2852	3290	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-1	-10	6	52	成长能力				
股本	265	265	265	265	营业收入	37.9%	55.4%	77.4%	50.0%
资本公积	3120	3120	3120	3120	营业利润	47.9%	21.3%	275.5%	192.4%
留存收益	-2131	-2242	-2050	-1489	归属于母公司净利	50.5%	20.5%	274.9%	192.7%
归属母公司股东	1254	1143	1335	1896	获利能力				
负债和股东权益	3005	3477	4193	5238	毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
现金流量表					净利率 (%)	-25.9%	-13.2%	13.0%	25.4%
单位:百万元					ROE (%)	-11.0%	-9.6%	14.4%	29.6%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	-8.1%	-6.1%	7.6%	18.8%
经营活动现金流	38	87	346	690	偿债能力				
净利润	-150	-118	208	607	资产负债率 (%)	58.3%	67.4%	68.0%	62.8%
折旧摊销	61	79	84	61	净负债比率 (%)	139.9%	206.9%	212.7%	168.9%
财务费用	-23	36	37	38	流动比率	1.88	1.64	1.62	1.71
投资损失	-3	-7	-11	-9	速动比率	1.71	1.36	1.29	1.34
营运资金变动	157	101	29	-7	营运能力				
其他经营现金流	-311	-222	179	614	总资产周转率	0.18	0.26	0.38	0.47
投资活动现金流	-1845	-56	-189	-135	应收账款周转率	4.36	4.55	4.79	4.49
资本支出	-96	-95	-80	-91	应付账款周转率	0.23	0.28	0.24	0.23
长期投资	-1764	35	-120	-53	每股指标 (元)				
其他投资现金流	15	3	11	9	每股收益	-0.52	-0.41	0.72	2.12
筹资活动现金流	-51	89	3	-68	每股经营现金流	0.14	0.33	1.31	2.61
短期借款	157	0	0	0	每股净资产	4.74	4.32	5.04	7.16
长期借款	44	50	40	-30	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	—	—	143.49	49.02
资本公积增加	-233	0	0	0	P/B	13.15	24.05	20.60	14.50
其他筹资现金流	-20	39	-37	-38	EV/EBITDA	-118.53	-432.47	93.98	39.44
现金净增加额	-1861	119	160	487					

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。