

商业化放量符合市场预期， 研发管线多点突破

核心观点

公司 2025 年前三季度营业总收入 5.93 亿元，同比增长 54.49%；单三季度营收 2.18 亿元，同比增长 51.85%，符合市场预期，业绩表现出色。同时，前三季度归母净亏损 9341.62 万元，较去年同期收窄 4.58%，运营表现出色。2025 年，吉卡昔替尼新上市后实现快速放量，重组人凝血酶纳入医保后渗透加速，叠加成熟品种多纳非尼的稳定贡献，公司收入稳定增长；同时，ZG005 及 ZG006 公布新临床数据展现全球竞争力。整体来看，我们认为公司运营稳健，早期产品疗效潜力凸显，看好公司后续发展。

事件

10 月 31 日，泽璟制药发布 2025 年第三季度报告。

简评

2025 年前三季度营收增长符合预期，经营总体稳健

2025 年前三季度，公司实现营业收入 5.93 亿元，同比增长 54.49%，单三季度营收 2.18 亿元，同比增长 51.85%，营收增长符合市场预期，表现出色。公司营收实现出色增长的原因主要因吉卡昔替尼片 5 月获批及重组人凝血酶年初纳入医保放量共同驱动。2025 年前三季度归母净亏损 0.93 亿元，较上年同期的 0.98 亿元同比收窄 4.58%，主要因营业收入增长以及营业总成本降低所致。整体看，公司 2025 年前三季度营收表现出色，2025 年后续新品放量值得期待。

财务状况稳健，公司账上现金充沛。2025 年前三季度，公司销售费用 3.32 亿元，较去年同期增长 75.04%，主要因吉卡昔替尼片上市后的全国市场推广及重组人凝血酶医保后的渠道拓展投入增加所致；公司 2025 年前三季度研发费用 3.02 亿元，较去年同期增长 10.99%，在保障 ZG005、ZG006 等核心在研管线推进的同时，因营收基数扩大，研发投入占营业收入的比例较上年同期减少 15.09%，投入效率持续优化。公司 2025 年前三季度管理费用为 0.46 亿元，较去年同期增长 12.77%，主要因公司业务规模扩张带来的运营管理投入增加。截止 2025 年 9 月末，公司流动资产合计 25.80 亿元，资金保障坚实，运营稳健。

泽璟制药 (688266. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

010-56135339

SAC 编号:S1440525070003

发布日期：2025 年 11 月 15 日

当前股价：106.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.95/-2.45	-2.56/-12.48	55.52/37.76
12 月最高/最低价 (元)		133.48/59.23
总股本 (万股)		26,470.82
流通 A 股 (万股)		26,470.82
总市值 (亿元)		280.59
流通市值 (亿元)		280.59
近 3 月日均成交量 (万)		434.43
主要股东		
ZELIN SHENG(盛泽林)		18.85%

商业化进程获得突破，在研新药临床进度持续推进

盐酸吉卡昔替尼片：产品于 2025 年 5 月获国家药监局批准上市，用于治疗中、高危骨髓纤维化，成为国内首个获批的国产 JAK 抑制剂，填补了该领域长期依赖进口药物的市场空白。商业化方面，产品 6 月启动销售后快速起量，已纳入《CSCO 恶性血液病诊疗指南 2025》I 级推荐，目前正备战 2025 年医保谈判，放量潜力显著。适应症拓展上，治疗重症斑秃的 NDA 已获受理，强直性脊柱炎 III 期临床达到主要疗效终点，中重度特应性皮炎 III 期及白癜风 II/III 期临床均在推进中，多适应症布局将打开更大市场空间。

注射用重组人凝血酶：作为创新型外科止血药，于 2024 年上市，2025 年初纳入国家医保目录，临床数据显示，该产品 30 秒内即可起效，止血率显著优于安慰剂组。借助与合作方远大的推广资源，准入医院增量迅速，医保驱动下销量增长明显，成为营收核心增长支柱之一。

注射用重组人促甲状腺激素：产品在术后辅助诊断适应症 III 期临床中达到终点，已于 2024 年 6 月递交上市许可申请并获得受理，目前已完成临床核查和二合一检查，审评处于正常流程。我国 2022 年甲状腺癌新发患者约 46.61 万人，根据弗若斯特沙利文数据，预计 2028 年中国重组人促甲状腺激素市场将达 5.71 亿元，公司该产品可填补国内术后精准诊断药物空白，提升患者生存率和生存期，有望为甲状腺癌患者提供更多帮助。此外，公司已与德国默克达成合作，授权其独家推广，最高可获 2.5 亿元授权款，借助默克成熟渠道有望快速抢占市场。

ZG006：作为全球首个 CD3/DLL3/DLL3 三特异性抗体，已获 FDA 孤儿药资格及 NMPA 突破性治疗品种认定。2025 年 ESMO 大会披露的 II 期数据显示其在 SCLC 患者和晚期神经内分泌癌患者疗效优异，目前公司正推进其在 SCLC 三线及以上、神经内分泌癌二线及以上的注册临床，并计划开展和 PD1/PDL1 在 SCLC 的联用临床，全球竞争力凸显。

ZG005：重组人源化抗 PD-1/TIGIT 双特异性抗体，2025 年 ESMO 大会公布的 I/II 期数据显示其联合化疗在一线晚期神经内分泌癌患者疗效优异，此外，该产品单药治疗二线宫颈癌、联合贝伐珠单抗治疗一线肝癌的临床均在推进，近期还获批与 ZGGS18、吉卡昔替尼联用开展晚期实体瘤试验，协同疗效值得期待。

2025 年后续关键节点清晰，成长确定性强

公司 2025 年后继续催化剂密集：①盐酸吉卡昔替尼片有望通过医保谈判，加速渗透基层市场，同时重症斑秃 NDA 有望提交。②重组人凝血酶医保政策持续落地，医院准入数量进一步增加，销量有望实现翻倍增长。③ZG005 和 ZG006 有望在 ASCO 等大会披露宫颈癌、肝癌及联合治疗的更多数据。④注射用重组人促甲状腺激素有望年内获批上市，成为第四个商业化产品。⑤多款联用方案临床试验启动，进一步丰富管线梯队价值。

盈利预测与投资评级

公司多个不同治疗领域的产品管线已进入或即将进入商业化阶段，同时后续管线持续推进，整体发展稳健。我们预计 2025-2027 年，公司收入分别为 7.12 亿元、15.40 亿元、25.00 亿元，净利润分别为 -1.27、-0.77 和 1.47 亿元，维持“买入”评级。

风险分析

新药研发不确定性风险。新药研发作为技术创新，具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低的特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一环节都有可能面临失败风险。现有产品或治疗方式也有被新疗法和新技术替代的风险。

商业化风险。医保控费超预期，导致创新药定价不达预期；公司有独家品种处于放量阶段，但自免药物市场竞争激烈，同时凝血酶销售处于早期爬坡阶段，可能出现销售份额不及预期或销售费用率高于预期的风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	386.44	532.95	712.08	1,539.93	2,499.86
YOY(%)	27.83	37.91	33.61	116.26	62.34
净利润(百万元)	-278.58	-137.83	-126.75	-76.86	147.01
YOY(%)	39.14	50.52	8.04	39.37	291.28
毛利率(%)	92.44	93.06	90.00	90.00	90.00
净利率(%)	-72.09	-25.86	-17.80	-4.99	5.88
ROE(%)	-17.06	-10.99	-11.25	-7.32	12.28
EPS(摊薄/元)	-1.05	-0.52	-0.48	-0.29	0.56
P/E(倍)	-95.02	-192.05	-208.84	-344.42	180.06
P/B(倍)	16.21	21.11	23.49	25.20	22.11

资料来源：iFinD，中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,520.34	2,575.90	1,877.99	2,723.31	3,937.38
现金	2,109.64	2,153.68	1,236.44	1,383.00	1,786.83
应收票据及应收账款合计	101.14	143.63	195.96	423.78	687.94
其他应收款	10.89	9.38	20.69	44.75	72.65
预付账款	46.25	41.28	78.83	170.47	276.73
存货	110.85	182.86	297.21	642.74	1,043.40
其他流动资产	141.56	45.07	48.86	58.57	69.83
非流动资产	366.87	428.72	373.87	315.79	260.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	135.38	239.96	219.72	196.26	169.57
无形资产	69.27	50.01	41.68	33.34	25.01
其他非流动资产	162.22	138.75	112.47	86.20	65.62
资产总计	2,887.21	3,004.61	2,251.85	3,039.10	4,197.58
流动负债	1,135.18	1,373.45	779.77	1,671.41	2,692.30
短期借款	795.16	951.86	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	137.73	197.10	376.05	813.23	1,320.16
其他流动负债	202.28	224.48	403.73	858.18	1,372.14
非流动负债	107.19	378.57	355.14	333.02	313.25
长期借款	29.46	71.21	47.79	25.66	5.89
其他非流动负债	77.73	307.36	307.36	307.36	307.36
负债合计	1,242.37	1,752.01	1,134.92	2,004.42	3,005.55
少数股东权益	11.98	-1.26	-10.17	-15.57	-5.24
股本	264.71	264.71	264.71	264.71	264.71
资本公积	3,353.01	3,120.37	3,120.37	3,120.37	3,120.37
留存收益	-1,984.86	-2,131.22	-2,257.97	-2,334.83	-2,187.81
归属母公司股东权益	1,632.85	1,253.86	1,127.10	1,050.25	1,197.26
负债和股东权益	2,887.21	3,004.61	2,251.85	3,039.10	4,197.58

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-232.75	38.20	72.27	162.44	415.38
净利润	-295.13	-150.30	-135.66	-82.26	157.35
折旧摊销	60.41	61.33	54.85	58.07	55.60
财务费用	-14.87	-29.18	17.66	-2.80	-4.78
投资损失	-5.96	-2.94	-4.28	-4.28	-4.28
营运资金变动	28.27	155.09	138.86	192.87	210.65
其他经营现金流	-5.46	4.20	0.84	0.84	0.84
投资活动现金流	64.84	-1,845.10	3.44	3.44	3.44
资本支出	43.23	-133.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	115.00	-1,764.27	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-93.39	53.10	3.44	3.44	3.44
筹资活动现金流	1,509.37	-51.32	-992.94	-19.32	-14.99
短期借款	404.37	156.70	-951.86	0.00	0.00
长期借款	-63.82	41.76	-23.42	-22.13	-19.77
其他筹资现金流	1,168.82	-249.77	-17.66	2.80	4.78
现金净增加额	1,341.67	-1,860.51	-917.24	146.56	403.83

资料来源：iFinD，中信建投证券

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	386.44	532.95	712.08	1,539.93	2,499.86
营业成本	29.21	36.99	71.21	153.99	249.99
营业税金及附加	1.02	1.45	2.35	5.08	8.25
销售费用	250.49	271.45	320.44	615.97	924.95
管理费用	16.56	58.19	56.97	123.19	199.99
研发费用	496.33	388.00	427.25	769.97	999.94
财务费用	-14.87	-29.18	17.66	-2.80	-4.78
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-1.62	-3.76	-4.22	-9.12	-14.81
其他收益	81.45	35.80	50.14	50.14	50.14
公允价值变动收益	8.73	3.92	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.96	2.94	4.28	4.28	4.28
资产处置收益	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
营业利润	-297.78	-155.04	-133.58	-80.17	161.14
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.31	0.01	1.24	1.24	1.24
利润总额	-299.08	-155.05	-134.81	-81.41	159.90
所得税	-3.95	-4.75	0.85	0.85	2.56
净利润	-295.13	-150.30	-135.66	-82.26	157.35
少数股东损益	-16.55	-12.47	-8.91	-5.40	10.33
归属母公司净利润	-278.58	-137.83	-126.75	-76.86	147.01
EBITDA	-253.55	-122.90	-62.31	-26.14	210.72
EPS (元)	-1.05	-0.52	-0.48	-0.29	0.56

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	27.83	37.91	33.61	116.26	62.34
营业利润(%)	38.67	47.93	13.84	39.98	300.98
归属于母公司净利润(%)	39.14	50.52	8.04	39.37	291.28
获利能力					
毛利率(%)	92.44	93.06	90.00	90.00	90.00
净利率(%)	-72.09	-25.86	-17.80	-4.99	5.88
ROE(%)	-17.06	-10.99	-11.25	-7.32	12.28
ROIC(%)	-129.02	-71.39	-86.85	204.32	-73.56
偿债能力					
资产负债率(%)	43.03	58.31	50.40	65.95	71.60
净负债率(%)	-78.12	-90.26	-106.42	-131.18	-149.40
流动比率	2.22	1.88	2.41	1.63	1.46
速动比率	2.08	1.71	1.92	1.13	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.18	0.32	0.51	0.60
应收账款周转率	3.82	3.72	3.64	3.64	3.64
应付账款周转率	0.21	0.20	0.19	0.19	0.19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.05	-0.52	-0.48	-0.29	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.88	0.14	0.27	0.61	1.57
每股净资产(最新摊薄)	6.17	4.74	4.26	3.97	4.52
估值比率					
P/E	-95.02	-192.05	-208.84	-344.42	180.06
P/B	16.21	21.11	23.49	25.20	22.11
EV/EBITDA	-49.84	-125.10	-406.09	-964.53	118.14

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

沈毅

制药及生物科技组分析师，香港中文大学硕士，6 年产业经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

赵旭

制药及生物科技

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk