

ZG006 授权给艾伯维，泽速宁获批上市

——泽璟制药-U (688266.SH) 事件点评

■ 事件

2025年12月30日，泽璟制药与艾伯维集团控股公司就ZG006的全球开发及商业化签署战略合作与许可选择权协议，公司将获得1亿美元首付款；基于临床进展的近期里程碑付款及与许可选择相关付款合计最高6,000万美元，如艾伯维行使许可选择权，泽璟有资格获得最高10.75亿美元里程碑付款，并就包含ZG006的产品在大中华区以外的净销售额收取从高个位数到中双位数的阶梯式特许权使用费。

■ 核心观点

ZG006 临床数据卓越，SCLC 与 NEC 双适应症获突破性进展

根据公司公告，ZG006 是一款全球同类首创的针对DLL3靶点的三特异性抗体(DLL3/DLL3/CD3)，在小细胞肺癌联合治疗及神经内分泌癌适应症上连续获得监管重要认定，具备成为同类最佳分子的潜力。2025年ESMO Asia年会上披露的数据显示，针对三线及以上小细胞肺癌，10mg组最佳缓解率(ORR)为60.0%，确认缓解率为53.3%，中位无进展生存期(mPFS)达7.03个月，30mg组数据分别为66.7%，56.7%，5.59个月。常见不良事件主要为1-2级，且无任何因治疗期不良事件导致的永久停药。2025年11月，ZG006单药治疗晚期NEC获CDE纳入突破性治疗品种公示名单，有望通过附条件批准实现早日上市。同月获得FDA孤儿药资格认定，将享受7年市场独占权及临床试验费用的税收抵免等政策支持。此外ZG006联合PD-1/PD-L1抑制剂及化疗用于小细胞肺癌的临床试验已获批。

吉卡昔替尼新入医保、泽速宁获批上市

吉卡昔替尼作为首个获批国产治疗骨髓纤维化的JAK抑制剂成功纳入医保。同时作为治疗重度斑秃适应症的NDA申请已经获得国家药监局受理；泽璟制药自主研发的国内首款分化型甲状腺癌术后精准评估创新药泽速宁于2026年1月正式获批上市，并与德国默克(Merck KGaA)的瑞士子公司Ares Trading S.A.在2025年6月5日达成在中国境内(不含港澳台)独家市场推广服务协议。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司25/26/27年营业收入分别约8.2/21.0/22.4亿元，同比增长54.6%/154.9%/6.7%；归母净利润为-1.2/6.5/4.7亿元。我们认为，公司处于产品快速放量阶段，且在研项目丰富，ZG006的临床开发进度位于全球前列，且已落地合作；持续覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

核心产品商业化不达预期；药品国谈结果不达预期；创新药临床试验失败风险；合作存在不确定性风险；汇率波动风险

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	533	824	2,101	2,241
年增长率(%)	37.9%	54.6%	154.9%	6.7%
归属于母公司的净利润	-138	-121	645	474
年增长率(%)	—	—	—	-26.5%
每股收益(元)	-0.52	-0.46	2.44	1.79
市盈率(X)	—	—	36.57	49.73
净资产收益率(%)	-11.0%	-10.7%	36.3%	21.1%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所(2026年01月20日收盘价)



买入(维持)

行业：医药生物

日期：2026年01月22日

分析师：彭波

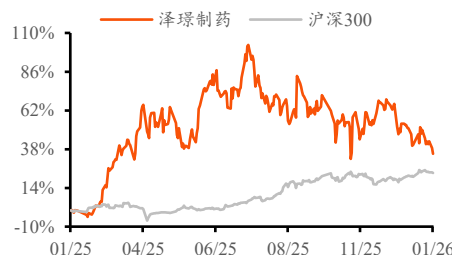
E-mail: pengbo@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524100001

基本数据

01月20日收盘价(元)	89.11
12mthA股价格区间(元)	62.68-134.17
总股本(百万股)	264.71
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	235.88

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《核心产品快速增长，在研管线丰富》

——2025年11月17日

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,520	2,576	2,625	3,455	3,954	经营活动现金流	-233	38	-116	591	649
货币资金	2,110	2,154	2,060	2,462	2,854	净利润	-295	-150	-126	672	494
应收及预付	147	185	254	536	524	折旧摊销	60	61	56	61	54
存货	111	183	270	395	508	营运资金变动	-6	157	-83	-182	62
其他流动资产	152	54	42	62	67	其它	8	-30	37	41	38
非流动资产	367	429	517	576	642	投资活动现金流	65	-1,845	-124	-120	-120
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-63	-96	-141	-122	-122
固定资产	98	205	189	214	237	投资变动	115	-1,764	20	0	0
在建工程	136	123	273	323	373	其他	12	15	-3	2	2
无形资产	69	50	30	20	17	筹资活动现金流	1,509	-51	147	-69	-136
其他长期资产	63	50	24	18	15	银行借款	354	201	120	-30	-100
资产总计	2,887	3,005	3,142	4,031	4,596	股权融资	1,192	0	0	0	0
流动负债	1,135	1,373	1,486	1,729	1,854	其他	-37	-253	27	-39	-36
短期借款	795	952	972	962	912	现金净增加额	1,342	-1,861	-93	402	392
应付及预收	138	197	302	450	593	期初现金余额	736	2,078	217	124	526
其他流动负债	202	224	212	317	350	期末现金余额	2,078	217	124	526	918
非流动负债	107	379	530	505	450						
长期借款	0	44	144	124	74						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	107	334	385	380	375						
负债合计	1,242	1,752	2,016	2,234	2,304						
股本	265	265	265	265	265						
资本公积	3,353	3,120	3,120	3,120	3,120						
留存收益	-1,979	-2,117	-2,238	-1,593	-1,119						
归属母公司股东权益	1,633	1,254	1,132	1,777	2,251						
少数股东权益	12	-1	-6	21	40						
负债和股东权益	2,887	3,005	3,142	4,031	4,596						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	27.8%	37.9%	54.6%	154.9%	6.7%
营业利润增长	—	—	—	—	-26.4%
归母净利润增长	—	—	—	—	-26.5%
获利能力					
毛利率	92.4%	93.1%	88.0%	91.3%	86.0%
净利率	-76.4%	-28.2%	-15.3%	32.0%	22.0%
ROE	-17.1%	-11.0%	-10.7%	36.3%	21.1%
ROIC	-12.8%	-8.1%	-7.3%	21.9%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	43.0%	58.3%	64.2%	55.4%	50.1%
净负债比率	-74.2%	-89.0%	-80.8%	-74.9%	-80.5%
流动比率	2.22	1.88	1.77	2.00	2.13
速动比率	2.08	1.71	1.54	1.72	1.80
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.18	0.27	0.59	0.52
应收账款周转率	4.07	4.36	4.75	6.30	5.02
存货周转率	0.28	0.25	0.44	0.55	0.70
每股指标 (元)					
每股收益	-1.09	-0.52	-0.46	2.44	1.79
每股经营现金流	-0.88	0.14	-0.44	2.23	2.45
每股净资产	6.17	4.74	4.28	6.71	8.51
估值比率					
P/E	—	—	—	36.57	49.73
P/B	8.58	13.15	20.84	13.27	10.48
EV/EBITDA	—	—	—	27.36	37.43

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	386	533	824	2,101	2,241
营业成本	29	37	99	182	314
营业税金及附加	1	1	10	25	27
销售费用	250	271	445	588	717
管理费用	17	58	66	105	157
研发费用	496	388	412	483	538
财务费用	-15	-29	-43	-38	-55
资产减值损失	0	0	-5	-5	-5
公允价值变动收益	9	4	0	0	0
投资净收益	6	3	2	2	2
营业利润	-298	-155	-129	793	583
营业外收支	-1	0	-2	-2	-2
利润总额	-299	-155	-131	791	581
所得税	-4	-5	-5	119	87
净利润	-295	-150	-126	672	494
少数股东损益	-17	-12	-5	27	20
归属母公司净利润	-279	-138	-121	645	474
EBITDA	-267	-130	-118	813	581
EPS (元)	-1.09	-0.52	-0.46	2.44	1.79

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。