

泽璟制药-U (688266)

2025 年年报点评：商业化持续兑现，看好公司核心管线 BIC 潜力

买入（维持）

2026 年 03 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 苏丰

执业证书：S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	532.95	810.48	1,362.87	2,175.82	3,147.68
同比(%)	37.91	52.07	68.16	59.65	44.67
归母净利润(百万元)	(137.83)	(162.95)	539.05	644.39	960.28
同比(%)	50.52	(18.22)	430.82	19.54	49.02
EPS-最新摊薄(元/股)	(0.52)	(0.62)	2.04	2.43	3.63
P/E(现价&最新摊薄)	(185.35)	(156.78)	47.39	39.65	26.60

投资要点

- **事件：**2026 年 3 月 27 日，公司发布 2025 年业绩报，2025 全年实现营收 8.1 亿元（同比+52.07%），主要系药品销量增长所致，其中重组人凝血酶纳入医保后增长明显；实现归母净利润-1.63 亿元，系销售及研发费用增加；经营现金流净额-2878 万，系凝血酶及 RSH 市场推广授权款分期收款差异。收入符合我们预期。
- **差异化管线开拓广阔市场机遇并铸就长期竞争优势。**截至 2025 年底，公司的产品管线包含覆盖 28 项核心临床项目的 11 款候选药物，其中 3 款候选药物的 6 项适应症处于 BLA/NDA 阶段或关键/III 期注册临床试验阶段，6 款候选药物处于 I/II 期临床试验阶段，2 款候选药物处于临床前研发阶段。两款核心在研管线：1) ZG006: FDA 已授予 ZG006 治疗小细胞肺癌及神经内分泌肿瘤的孤儿药资格。在针对晚期小细胞肺癌三线及以上治疗的 II 期剂量优化临床试验中，ZG006 展现出强劲疗效及良好安全性，看好其小细胞肺癌基石疗法潜力。2) ZG005: 在 I/II 期临床试验中，ZG005 展现出良好的疗效与安全性。除单药疗法外，ZG005 与大分子靶向疗法具备广泛联用潜力，有望成为下一代肿瘤免疫疗法。
- **商业化持续拓展，构建多元产品矩阵。**1) 泽普生（多纳非尼）晚期肝癌、RAIR-DTC 适应症均纳入医保，截至 2025 年底已进院 1300+家，覆盖 2350+家，覆盖药房 1000+家。2) 泽普凝（重组人凝血酶）截至 2025 年底累计入院 750 余家，纳入医保目录后销量增长明显。3) 泽普平（吉卡昔替尼）2025 年 5 月获批上市（适应症为 PMF、PPV-MF、PET-MF），重症斑秃适应症已获 NDA 受理，AD 及 AS 位于 III 期临床，截至 2025 年底已进院 320+家，覆盖药房 220+家。4.) rhTSH: 商业化合作落地并已于 2026 年 1 月获批上市，为我国首个获批用于分化型甲状腺癌术后精准评估的创新产品，填补了中国分化型甲状腺癌术后精准评估市场空白。
- **盈利预测与投资评级：**公司 2025 全年核心产品商业化持续推进，在研管线 ZG005 及 ZG006 临床进展顺利，且 ZG006 成功实现海外授权，考虑公司药品纳入医保后销售逐步兑现，我们将公司 2026-2027 年收入由 17.14/28.46 亿元调整至 13.63/21.76 亿元，2028 年为 31.48 亿元，对应当前市值的 PS 为 19/12/8 倍。考虑公司 2026 年披露 ZG005 关键数据并开展三期临床，且 ZG006 海外临床持续推进，全年催化剂较多，我们同时看好公司已商业化产品销售潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药研发进展不及预期风险、药品销售不及预期风险、海外交易不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	96.51
一年最低/最高价	75.10/134.17
市净率(倍)	23.64
流通 A 股市值(百万元)	25,546.99
总市值(百万元)	25,546.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.08
资产负债率(%,LF)	63.61
总股本(百万股)	264.71
流通 A 股(百万股)	264.71

相关研究

- 《泽璟制药-U(688266): 2025 年三季报点评：收入超预期，看好 ZG006 及 ZG005 全球竞争力》
2025-11-05
- 《泽璟制药-U(688266): 2025 年中报点评：商业化稳步推进，看好 ZG006 及 ZG005 全球竞争力》
2025-08-27

泽璟制药-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,443	3,050	5,700	8,720	营业总收入	810	1,363	2,176	3,148
货币资金及交易性金融资产	2,031	2,281	2,935	3,853	营业成本(含金融类)	78	68	435	787
经营性应收款项	199	381	630	927	税金及附加	8	1	2	3
存货	173	322	2,055	3,716	销售费用	465	341	544	630
合同资产	0	0	0	0	管理费用	74	41	87	126
其他流动资产	39	66	80	224	研发费用	430	436	522	567
非流动资产	526	608	725	777	财务费用	(30)	15	16	12
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	50	150	131	94
固定资产及使用权资产	210	225	241	253	投资净收益	0	1	2	2
在建工程	276	276	276	276	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	31	31	31	31	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	29	29
长期待摊费用	6	23	74	64	营业利润	(168)	613	731	1,149
其他非流动资产	4	54	104	154	营业外净收支	(1)	(8)	(8)	(8)
资产总计	2,969	3,657	6,424	9,497	利润总额	(169)	605	723	1,141
流动负债	1,428	1,522	3,588	5,694	减:所得税	(4)	60	72	171
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,040	1,040	1,040	1,040	净利润	(165)	544	651	970
经营性应付款项	244	363	2,317	4,189	减:少数股东损益	(2)	5	7	10
合同负债	1	0	0	1	归属母公司净利润	(163)	539	644	960
其他流动负债	142	119	231	464	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.62)	2.04	2.43	3.63
非流动负债	461	511	561	558	EBIT	(199)	620	739	1,153
长期借款	84	84	84	81	EBITDA	(143)	660	774	1,191
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	90.42	95.00	80.00	75.00
租赁负债	9	59	109	109	归母净利率(%)	(20.10)	39.55	29.62	30.51
其他非流动负债	368	368	368	368	收入增长率(%)	52.07	68.16	59.65	44.67
负债合计	1,889	2,033	4,149	6,252	归母净利润增长率(%)	(18.22)	430.82	19.54	49.02
归属母公司股东权益	1,080	1,619	2,263	3,223					
少数股东权益	0	5	12	22					
所有者权益合计	1,080	1,624	2,275	3,245					
负债和股东权益	2,969	3,657	6,424	9,497					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(29)	363	769	1,028	每股净资产(元)	4.08	6.12	8.55	12.18
投资活动现金流	(56)	(227)	(227)	(168)	最新发行在外股份(百万股)	265	265	265	265
筹资活动现金流	(8)	14	12	(42)	ROIC(%)	(8.64)	22.24	21.08	24.55
现金净增加额	(93)	150	554	818	ROE-摊薄(%)	(15.08)	33.30	28.47	29.79
折旧和摊销	56	40	34	38	资产负债率(%)	63.61	55.59	64.58	65.83
资本开支	(181)	(62)	(29)	(29)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(156.78)	47.39	39.65	26.60
营运资本变动	112	(262)	70	4	P/B(现价)	23.64	15.78	11.29	7.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>