

2026年03月28日

证券研究报告·2025年年报点评

泽璟制药-U (688266) 医药生物

当前价: 100.69元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

商业化稳步推进，授权合作彰显公司创新实力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年度报告, 实现营业收入 8.1 亿元 (+52.1%), 归母净利润-1.6 亿元, 业绩符合预期。
- **四款上市产品商业化稳步推进。** 多纳非尼商业化稳步推进, 截至 2025 年 12 月 31 日已进入医院 1300 余家、覆盖医院 2350 余家、覆盖药房 1000 余家。重组人凝血酶成功纳入国家医保目录, 药品准入医院数量和销量快速提升, 截至 2025 年 12 月 31 日, 重组人凝血酶累计准入医院 750 余家。吉卡昔替尼片治疗中危或高危原发性骨髓纤维化 (MF) 适应症于 2025 年 5 月获批上市, 并于 2026 年 1 月纳入国家医保药品目录。注射用人促甲状腺素 β 商业化合作落地, 并于 2026 年 1 月获批上市。
- **ZG006 达成全球开发及商业化合作, 彰显公司创新实力。** 2025 年 12 月, 公司与艾伯维就 ZG006 的全球开发及商业化达成战略合作与许可选择权协议。根据协议, 艾伯维获得 ZG006 在大中华区以外地区独家开发与商业化权利, 而公司将保留在大中华区 ZG006 的开发与商业化权利。根据协议, 公司已于 2026 年 1 月获得 1 亿美元的首付款, 未来还将获得基于临床进展的近期里程碑付款和与许可选择相关的付款最高 6,000 万美元; 如艾伯维行使许可选择权, 公司还有资格获得最高达 10.75 亿美元的里程碑付款, 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。
- **抗体平台成果丰硕, 持续聚焦核心项目。** ZG006 多项 III 期临床快速推进中, 包括三线及以上晚期小细胞肺癌和二线晚期小细胞肺癌; 用于治疗小细胞肺癌、神经内分泌瘤获 FDA 孤儿药资格认定。2025 年, 公司获得 CDE 批准的多项联合治疗的临床试验批文, 包括: (a) ZG005+含铂化疗联合治疗晚期胆道癌; (b) ZG005+化疗联合治疗消化道肿瘤; (c) ZG006+PD-1/PD-L1 免疫检查点抑制剂联合用药治疗小细胞肺癌; (d) ZG005+吉卡昔替尼+化疗联合治疗晚期实体瘤; (e) ZG005+吉卡昔替尼+GS18 联合治疗晚期实体瘤; (f) ZG005+GS18 联合治疗晚期实体瘤; (g) ZG006+依托泊苷+顺铂联合治疗晚期神经内分泌瘤; (h) ZG006+PD1/PD-L1 免疫检查点抑制剂+化疗 (依托泊苷/卡铂) 联合治疗小细胞肺癌; 以及 (i) ZGGS34 治疗晚期实体瘤的临床批文。
- **盈利预测:** 随着研发和商业化的稳步推进, 公司业绩增长动力充足, 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 14.6、21.5 和 27.7 亿元。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期风险、核心品种商业化进展或不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	810.48	1460.49	2151.31	2770.88
增长率	52.07%	80.20%	47.30%	28.80%
归属母公司净利润 (百万元)	-162.95	95.50	324.63	533.64
增长率	-18.22%	158.61%	239.93%	64.39%
每股收益 EPS (元)	-0.62	0.36	1.23	2.02
净资产收益率 ROE	-15.08%	8.12%	21.63%	26.23%
PE	-163.57	279.10	82.10	49.95
PB	24.67	22.67	17.76	13.10

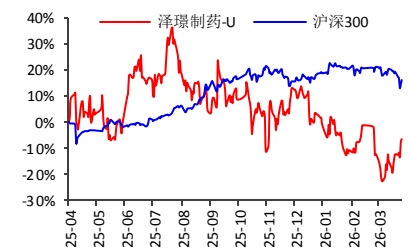
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌
 执业证号: S1250522120001
 电话: 021-68416017
 邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.65
流通 A 股(亿股)	2.65
52 周内股价区间(元)	75.10-134.17
总市值(亿元)	266.83
总资产(亿元)	29.69
每股净资产(元)	4.08

相关研究

1. 泽璟制药 (688266): 业绩符合预期, 构筑抗体平台竞争优势 (2025-08-26)
2. 泽璟制药 (688266): 业绩符合预期, 抗体平台优势凸显 (2025-04-22)

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设及收入预测

假设 1: 假设多纳非尼 2026-2028 年肝癌渗透率分别为 7.7%、8.2%和 8.2%，分化型碘难治性甲状腺癌渗透率分别为 1.2%、1.7%和 2%，对应收入为 6.5、7 和 7 亿元。

假设 2: 假设吉卡昔替尼 2026-2028 年渗透率分别为 5.4%、10.4%和 14.4%，对应收入为 3.4、6.6 和 9.2 亿元。假设重症斑秃适应症于 2026 年获批上市，2026-2028 年渗透率为 0.2%、0.7%和 1.2%，对应收入为 0.6、1.4 和 2.5 亿元。综上，吉卡昔替尼 2026-2028 年收入为 4、8 和 11.7 亿元。

假设 3: 2023 年，蛇毒血凝酶市场样本医院规模达 5.3 亿元，假设以 5 倍放大，全国放大市场规模约 26.5 亿元，较 2022 年增长 14.2%。假设未来血凝酶市场以 5%增速持续扩大，2026-2028 年市场规模约 30.7、32.2 和 33.8 亿元。假设公司的重组人凝血酶 2026-2028 年市场占比分别为 11.5%、15.5%和 19.5%，对应收入分别为 3.5、5 和 6.6 亿元。

假设 4: 假设的重组人促甲状腺激素 2026-2028 年渗透率分别为 1.5%、3.5%和 5.5%，对应收入 0.6、1.5 和 2.4 亿元。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 14.6、21.5 和 27.7 亿元。

表 1：公司收入预测（亿元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
合计	8.1	14.6	21.5	27.7
多纳非尼	6（估计）	6.5	7	7
吉卡昔替尼	0.5（估计）	4	8	11.7
重组人凝血酶	1.6（估计）	3.5	5	6.6
重组人促甲状腺激素		0.6	1.5	2.4

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2031.18	1389.00	1896.09	2620.22	营业收入	810.48	1460.49	2151.31	2770.88
应收票据及账款	154.25	351.27	517.42	666.43	营业成本	77.63	139.90	206.07	265.41
预付账款	44.99	123.00	181.18	233.36	税金及附加	8.41	7.67	11.29	14.54
其他应收款	10.27	28.46	41.93	54.00	销售费用	465.36	730.25	1075.65	1385.44
存货	173.27	511.55	753.51	970.53	管理费用	74.24	73.02	86.05	83.13
其他流动资产	29.14	27.39	40.35	51.97	研发费用	429.91	438.15	473.29	498.76
流动资产总计	2443.10	2430.67	3430.48	4596.51	财务费用	-29.64	19.21	-3.63	-7.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-3.36	-2.02	-2.97	-3.83
固定资产	209.96	196.36	175.57	147.57	信用减值损失	-0.12	-5.54	-8.17	-10.52
在建工程	275.93	229.94	183.95	137.97	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	30.59	-10.84	-52.27	-93.70	投资收益	0.36	3.09	3.09	3.09
长期待摊费用	5.98	2.99	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.84	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3.63	3.63	3.63	3.63	资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	526.08	422.08	310.88	195.46	其他收益	49.69	55.65	55.65	55.65
资产总计	2969.19	2852.75	3741.35	4791.97	营业利润	-168.01	103.47	350.18	575.22
应付票据及账款	244.16	615.00	905.90	1166.80	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	194.73	629.11	916.12	1172.41	营业外支出	0.64	0.65	0.65	0.65
流动负债合计	1427.94	1244.11	1822.02	2339.20	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	92.60	59.39	28.10	-0.64	利润总额	-168.65	102.82	349.53	574.57
其他非流动负债	368.20	368.20	368.20	368.20	所得税	-3.53	2.22	7.54	12.40
非流动负债合计	460.80	427.59	396.30	367.56	净利润	-165.13	100.60	341.98	562.17
负债合计	1888.74	1671.70	2218.32	2706.76	少数股东损益	-2.18	5.11	17.35	28.53
股本	264.71	264.71	264.71	264.71	归属母公司股东净利润	-162.95	95.50	324.63	533.64
资本公积	3109.48	3109.48	3109.48	3109.48	EBITDA	-142.69	226.04	457.11	682.76
留存收益	-2293.74	-2198.24	-1873.61	-1339.97	NOPLAT	-228.33	120.05	339.08	555.74
归属母公司权益	1080.45	1175.95	1500.58	2034.22	EPS(元)	-0.62	0.36	1.23	2.02
少数股东权益	0.00	5.11	22.46	50.99					
股东权益合计	1080.45	1181.05	1523.04	2085.21	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
负债和股东权益合计	2969.19	2852.75	3741.35	4791.97	成长能力				
					营收增长率	52.07%	80.20%	47.30%	28.80%
					营业利润增长率	-8.37%	161.59%	238.43%	64.27%
					EBIT 增长率	-7.64%	161.54%	183.44%	64.02%
					EBITDA 增长率	-16.10%	258.41%	102.23%	49.36%
					归母净利润增长率	-18.22%	158.61%	239.93%	64.39%
					经营现金流增长率	-175.34%	1480.92%	34.08%	39.57%
					盈利能力				
					毛利率	90.42%	90.42%	90.42%	90.42%
					净利率	-20.37%	6.89%	15.90%	20.29%
					营业利润率	-20.73%	7.08%	16.28%	20.76%
					ROE	-15.08%	8.12%	21.63%	26.23%
					ROA	-5.49%	3.35%	8.68%	11.14%
					ROIC	-169.39%	56.64%	-13525%	-428.07%
					估值倍数				
					P/E	-163.57	279.10	82.10	49.95
					P/S	32.89	18.25	12.39	9.62
					P/B	24.67	22.67	17.76	13.10
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	-119.37	208.75	72.34	42.94
					EV/EBITDA	-165.88	112.70	54.74	35.68
					EV/NOPLAT	-103.67	212.20	73.80	43.83

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
