

2026年05月14日

泽璟制药 (688266.SH)

投资评级：买入（维持）

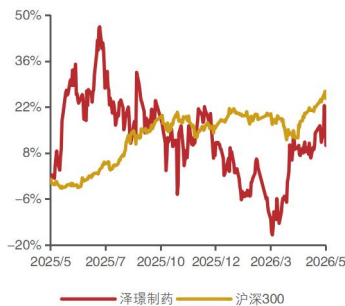
——ZG006 成功出海，新产品商业化放量可期

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月14日

收盘价 (元)	100.60
一年内最高/最低 (元)	134.17/75.10
总市值 (百万元)	26,629.64
流通市值 (百万元)	26,629.64
总股本 (百万股)	264.71
资产负债率 (%)	53.56
每股净资产 (元/股)	6.47

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 事件：**泽璟制药公布 2025 年业绩及 2026 年一季度业绩。2025 年公司实现营业收入 8.10 亿元，同比+52.07%；归母净利润-1.63 亿元；扣非归母净利润-1.98 亿元。2026 年一季度公司实现营业收入 9.05 亿元，同比+440.07%；归母净利润 6.33 亿元；扣非归母净利润 6.32 亿元。2026 年一季度收入利润大幅增加系确认 ZG006 授权许可收入。
- 营业收入快速增长，优质管线商业化放量可期。**公司 2025 年营业收入 8.10 亿元，同比+52.07%，有赖于已上市优质管线商业化。公司已上市四款产品：1) 泽普平 (盐酸吉卡昔替尼)：2025 年 5 月获批上市，并于同年进入国家医保目录，纳入三项重要指南；2) 泽普生 (甲苯磺酸多纳非尼片)：续约 2025 年医保目录，纳入国内权威指南/共识 32 个，进入 1300 余家医院，覆盖 2350 余家医院，覆盖 1000 余家药房。3) 泽普凝 (重组人凝血酶)：已纳入国家医保目录，纳入两项指南/共识，和远大生命科学下属子公司签订市场推广协议，加速产品商业化，目前已累计准入 750 余家医院，销量增长明显；4) 泽速宁 (注射用人促甲状腺素 β)：2026 年 1 月获批上市，和默克集团达成合作协议，同意授权 ATSA 作为 rhTSH 在中国大陆地区的独家市场推广服务商，双方将整合默克深耕中国甲状腺癌的商业网络和公司研发实力，加速填补国内甲状腺癌术后精准管理药物空白。
- 在研管线稳步推进，核心单品 ZG006 成功出海。**1) ZG006 (CD3/DLL3/DLL3 三抗)：开展三线及以上晚期小细胞肺癌的关键性临床试验、二线晚期小细胞肺癌的 III 期临床试验，多项针对一/二线小细胞肺癌及神经内分泌癌临床推进中。ZG006 与艾伯维达成海外战略合作，与德国默克达成独家商业化合作。2) ZG005 (PD-1/TIGIT 双抗)：多项联合用药一线治疗实体瘤 (肝癌、宫颈癌等)，在 ASCO 及 ESMO 发布治疗宫颈癌及神经内分泌癌的多项 I/II 期临床研究成果。3) ZGGS15 (LAG-3/TIGIT 双抗)：全球首款进入临床研究的 LAG-3/TIGIT 双特异性靶点药物，在 2025 ASCO 发布临床数据显示出良好的药效及安全性。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.38/4.70/8.66 亿元。鉴于公司产品商业化放量可期，全球布局进展顺利，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	533	810	1,831	2,134	2,924
同比增长率 (%)	37.91%	52.07%	125.94%	16.55%	36.99%
归母净利润 (百万元)	-138	-163	538	470	866
同比增长率 (%)	50.52%	-18.22%	430.39%	-12.62%	84.15%
每股收益 (元/股)	-0.52	-0.62	2.03	1.78	3.27
ROE (%)	-10.99%	-15.08%	33.26%	22.52%	29.31%
市盈率 (P/E)	-193.21	-163.43	49.46	56.61	30.74

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,031	2,331	2,589	3,179
应收票据及账款	154	479	383	485
预付账款	45	151	175	240
其他应收款	10	40	35	40
存货	173	402	546	748
其他流动资产	29	114	140	175
流动资产总计	2,443	3,517	3,869	4,867
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	210	242	293	341
在建工程	276	241	196	140
无形资产	31	30	42	46
长期待摊费用	6	14	27	30
其他非流动资产	4	25	22	24
非流动资产合计	526	552	579	582
资产总计	2,969	4,069	4,448	5,449
短期借款	989	1,039	989	939
应付票据及账款	244	472	397	375
其他流动负债	195	506	682	922
流动负债合计	1,428	2,018	2,068	2,236
长期借款	93	77	61	41
其他非流动负债	368	350	200	150
非流动负债合计	461	427	261	191
负债合计	1,889	2,445	2,329	2,427
股本	265	265	265	265
资本公积	3,109	3,109	3,109	3,109
留存收益	-2,294	-1,755	-1,285	-419
归属母公司权益	1,080	1,619	2,089	2,955
少数股东权益	0	5	30	66
股东权益合计	1,080	1,624	2,119	3,022
负债和股东权益合计	2,969	4,069	4,448	5,449

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-165	507	454	842
折旧与摊销	56	71	95	119
财务费用	-30	-11	-19	-33
投资损失	0	-3	-3	-3
营运资金变动	109	-154	26	-170
其他经营现金流	2	33	38	57
经营性现金净流量	-29	443	591	812
投资性现金净流量	-56	-188	-286	-186
筹资性现金净流量	-8	45	-47	-36
现金流量净额	-93	300	258	590

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	810	1,831	2,134	2,924
营业成本	78	110	149	205
税金及附加	8	10	11	15
销售费用	465	604	790	965
管理费用	74	95	126	146
研发费用	430	494	598	731
财务费用	-30	-11	-19	-33
资产减值损失	-3	-3	-3	-4
信用减值损失	0	-3	-3	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	3	3	3
公允价值变动损益	1	5	5	6
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	50	30	35	55
营业利润	-168	561	516	951
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-169	561	516	950
所得税	-4	17	21	47
净利润	-165	544	495	902
少数股东损益	-2	5	25	36
归属母公司股东净利润	-163	538	470	866
EPS(元)	-0.62	2.03	1.78	3.27

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	52.07%	125.94%	16.55%	36.99%
营业利润增长率	-8.37%	433.71%	-7.91%	84.16%
归母净利润增长率	-18.22%	430.39%	-12.62%	84.15%
经营现金流增长率	-175.34%	1,640.38%	33.27%	37.44%
盈利能力				
毛利率	90.42%	94.00%	93.00%	93.00%
净利率	-20.37%	29.70%	23.20%	30.86%
ROE	-15.08%	33.26%	22.52%	29.31%
ROA	-5.49%	13.23%	10.58%	15.90%
估值倍数				
P/E	-163.43	49.46	56.61	30.74
P/S	32.86	14.54	12.48	9.11
P/B	24.65	16.45	12.75	9.01
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	-166	41	43	24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。