

# 泽璟制药 (688266.SH) 2026H1: ZG006 海外授权兑现价值，加速全球化

2026 年 08 月 05 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

聂媛媛（分析师）

yuruyi@kysec.cn

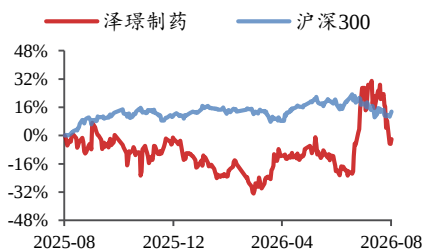
nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790526060002

|              |              |
|--------------|--------------|
| 日期           | 2026/8/5     |
| 当前股价(元)      | 110.35       |
| 一年最高最低(元)    | 160.00/75.10 |
| 总市值(亿元)      | 292.11       |
| 流通市值(亿元)     | 292.11       |
| 总股本(亿股)      | 2.65         |
| 流通股本(亿股)     | 2.65         |
| 近 3 个月换手率(%) | 166.44       |

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《ZG006 早期疗效优异，BD 出海逐步兑现全球价值——公司信息更新报告》  
-2026.5.27

### ● 2026H1 公司营收利润高增，ZG006 海外授权兑现价值

2026H1，公司实现营业收入 12.05 亿元（同比+220.88%），其中 ZG006 海外授权许可收入 6.55 亿元，占营业收入 54.32%，药品销售收入 5.50 亿元，占比 45.6%，同比增长 46.36%；公司实现净利润 6.40 亿元（同比+946.91%），归母净利润 6.40 亿元（同比+979.09%）。单季度来看，2026Q2 公司实现营业收入 3.00 亿元（同比+44.22%），归母净利润为 0.074 亿元，同比增长 116.61%。公司核心商业化产品泽普平于今年 1 月纳入医保后快速放量，泽普生、泽普凝在医保存续期内亦保持稳定增长，今年新上市产品泽速宁有望贡献新的增量，因此上调 2026 年盈利预测；但因 2027-2028 年临床研发及商业化推广投入增加，利润端短期承压，下调 2027-2028 年盈利预测；预计 2026-2028 年公司归母净利润为 4.93/4.35/6.07 亿元（原预计 1.96/6.42/9.40 亿元），当前股价对应 PE 为 59.2/67.1/48.1 倍；公司商业化兑现及后续管线价值释放预期仍较强，维持“买入”评级。

### ● 核心管线 ZG006 与 ZG005 迈入关键注册阶段

ZG006（CD3/DLL3/DLL3 TCE）研发稳步推进，针对二线 SCLC 的关键 III 期临床研究正积极入组，有望于 2026 年底达到主要研究终点，届时将启动与 CDE 的 NDA 沟通；国内联合 PD-L1 抑制剂用于一线 ES-SCLC 的 III 期临床已获批件；海外与艾伯维正在协同加速 ZG006 的全球开发进程。ZG005（PD-1/TIGIT 双抗）在一线 HCC、神经内分泌肿瘤以及一线及后线宫颈癌的 I/II 期试验中已显示出良好疗效。ZG005 联合依托泊苷及顺铂一线治疗晚期神经内分泌癌适应症、ZG005 联合贝伐珠单抗对比信迪利联合贝伐珠单抗一线治疗晚期 HCC 适应症均已启动 III 期临床试验。ZG005 有望成为下一代肿瘤免疫疗法，蕴藏广阔的市场潜力。

### ● 早研管线已形成多维度、梯队化推进格局

依托公司成熟的小分子、大分子及复杂重组蛋白三大技术平台，ZGGS18（VEGF/TGF-β）、ZG2001（泛 KRAS 抑制剂）等分子已完成 I 期剂量递增临床，ZGGS34（CD3/CD28/MAGE-A17 TCE）即将进入更高剂量探索阶段。

### ● 风险提示：销售不及预期、创新药临床研发失败、核心研发人员流失等。

## 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2024A  | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 533    | 810    | 1,807 | 2,176 | 2,975 |
| YOY(%)     | 37.9   | 52.1   | 123.0 | 20.4  | 36.8  |
| 归母净利润(百万元) | -138   | -163   | 493   | 435   | 607   |
| YOY(%)     | 50.5   | -18.2  | 402.7 | -11.7 | 39.5  |
| 毛利率(%)     | 93.1   | 90.4   | 93.1  | 90.0  | 90.0  |
| 净利率(%)     | -25.9  | -20.1  | 27.3  | 20.0  | 20.4  |
| ROE(%)     | -12.0  | -15.3  | 32.4  | 21.9  | 23.6  |
| EPS(摊薄/元)  | -0.52  | -0.62  | 1.86  | 1.65  | 2.29  |
| P/E(倍)     | -211.9 | -179.3 | 59.2  | 67.1  | 48.1  |
| P/B(倍)     | 23.3   | 27.0   | 18.6  | 14.5  | 11.2  |

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) |       |       |       |       |       | 利润表(百万元)      |        |        |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
|            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |               | 2024A  | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
| 流动资产       | 2576  | 2443  | 3302  | 3963  | 4416  | 营业收入          | 533    | 810    | 1807  | 2176  | 2975  |
| 现金         | 2154  | 2031  | 2621  | 3263  | 3570  | 营业成本          | 37     | 78     | 124   | 218   | 298   |
| 应收票据及应收账款  | 144   | 154   | 274   | 209   | 308   | 营业税金及附加       | 1      | 8      | 9     | 11    | 17    |
| 其他应收款      | 9     | 10    | 34    | 19    | 53    | 营业费用          | 271    | 465    | 614   | 729   | 967   |
| 预付账款       | 41    | 45    | 136   | 106   | 164   | 管理费用          | 58     | 74     | 72    | 91    | 126   |
| 存货         | 183   | 173   | 209   | 335   | 291   | 研发费用          | 388    | 430    | 524   | 740   | 982   |
| 其他流动资产     | 45    | 29    | 29    | 29    | 29    | 财务费用          | -29    | -30    | -21   | -22   | -23   |
| 非流动资产      | 429   | 526   | 785   | 844   | 1026  | 资产减值损失        | 0      | -3     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他收益          | 36     | 50     | 50    | 54    | 47    |
| 固定资产       | 205   | 193   | 302   | 374   | 458   | 公允价值变动收益      | 4      | 1      | 4     | 4     | 3     |
| 无形资产       | 50    | 31    | 19    | 8     | 8     | 投资净收益         | 3      | 0      | 3     | 3     | 2     |
| 其他非流动资产    | 173   | 303   | 464   | 462   | 561   | 资产处置收益        | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 资产总计       | 3005  | 2969  | 4087  | 4806  | 5442  | 营业利润          | -155   | -168   | 528   | 459   | 647   |
| 流动负债       | 1373  | 1428  | 2044  | 2327  | 2336  | 营业外收入         | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款       | 952   | 989   | 1124  | 1142  | 726   | 营业外支出         | 0      | 1      | 1     | 0     | 1     |
| 应付票据及应付账款  | 197   | 244   | 606   | 845   | 1139  | 利润总额          | -155   | -169   | 527   | 459   | 647   |
| 其他流动负债     | 224   | 195   | 314   | 340   | 470   | 所得税           | -5     | -4     | 9     | 9     | 14    |
| 非流动负债      | 379   | 461   | 444   | 432   | 426   | 净利润           | -150   | -165   | 518   | 449   | 632   |
| 长期借款       | 44    | 84    | 67    | 55    | 49    | 少数股东损益        | -12    | -2     | 25    | 14    | 25    |
| 其他非流动负债    | 334   | 377   | 377   | 377   | 377   | 归属母公司净利润      | -138   | -163   | 493   | 435   | 607   |
| 负债合计       | 1752  | 1889  | 2488  | 2758  | 2762  | EBITDA        | -110   | -116   | 568   | 500   | 665   |
| 少数股东权益     | -1    | 0     | 25    | 39    | 64    | EPS(元)        | -0.52  | -0.62  | 1.86  | 1.65  | 2.29  |
| 股本         | 265   | 265   | 265   | 265   | 265   | 主要财务比率        |        |        |       |       |       |
| 资本公积       | 3120  | 3109  | 3109  | 3109  | 3109  |               | 2024A  | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
| 留存收益       | -2117 | -2280 | -1761 | -1312 | -680  | 成长能力          |        |        |       |       |       |
| 归属母公司股东权益  | 1254  | 1080  | 1574  | 2009  | 2617  | 营业收入(%)       | 37.9   | 52.1   | 123.0 | 20.4  | 36.8  |
| 负债和股东权益    | 3005  | 2969  | 4087  | 4806  | 5442  | 营业利润(%)       | 47.9   | -8.4   | 414.3 | -13.1 | 41.0  |
|            |       |       |       |       |       | 归属于母公司净利润(%)  | 50.5   | -18.2  | 402.7 | -11.7 | 39.5  |
|            |       |       |       |       |       | 获利能力          |        |        |       |       |       |
|            |       |       |       |       |       | 毛利率(%)        | 93.1   | 90.4   | 93.1  | 90.0  | 90.0  |
|            |       |       |       |       |       | 净利率(%)        | -25.9  | -20.1  | 27.3  | 20.0  | 20.4  |
|            |       |       |       |       |       | ROE(%)        | -12.0  | -15.3  | 32.4  | 21.9  | 23.6  |
|            |       |       |       |       |       | ROIC(%)       | -6.0   | -6.2   | 16.4  | 12.0  | 15.6  |
|            |       |       |       |       |       | 偿债能力          |        |        |       |       |       |
|            |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)      | 58.3   | 63.6   | 60.9  | 57.4  | 50.8  |
|            |       |       |       |       |       | 净负债比率(%)      | -67.0  | -50.0  | -65.4 | -82.1 | -89.8 |
|            |       |       |       |       |       | 流动比率          | 1.9    | 1.7    | 1.6   | 1.7   | 1.9   |
|            |       |       |       |       |       | 速动比率          | 1.7    | 1.5    | 1.4   | 1.5   | 1.7   |
|            |       |       |       |       |       | 营运能力          |        |        |       |       |       |
|            |       |       |       |       |       | 总资产周转率        | 0.2    | 0.3    | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
|            |       |       |       |       |       | 应收账款周转率       | 4.4    | 5.5    | 8.5   | 9.0   | 11.5  |
|            |       |       |       |       |       | 应付账款周转率       | 0.2    | 0.4    | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
|            |       |       |       |       |       | 每股指标(元)       |        |        |       |       |       |
|            |       |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)    | -0.52  | -0.62  | 1.86  | 1.65  | 2.29  |
|            |       |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.14   | -0.11  | 2.94  | 2.74  | 3.55  |
|            |       |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)   | 4.74   | 4.08   | 5.95  | 7.59  | 9.89  |
|            |       |       |       |       |       | 估值比率          |        |        |       |       |       |
|            |       |       |       |       |       | P/E           | -211.9 | -179.3 | 59.2  | 67.1  | 48.1  |
|            |       |       |       |       |       | P/B           | 23.3   | 27.0   | 18.6  | 14.5  | 11.2  |
|            |       |       |       |       |       | EV/EBITDA     | -257.4 | -246.8 | 49.6  | 55.2  | 40.4  |
|            |       |       |       |       |       |               |        |        |       |       |       |
| 现金流量表(百万元) |       |       |       |       |       |               |        |        |       |       |       |
|            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |               |        |        |       |       |       |
| 经营活动现金流    | 38    | -29   | 779   | 724   | 941   |               |        |        |       |       |       |
| 净利润        | -150  | -165  | 518   | 449   | 632   |               |        |        |       |       |       |
| 折旧摊销       | 49    | 48    | 44    | 58    | 62    |               |        |        |       |       |       |
| 财务费用       | -29   | -30   | -21   | -22   | -23   |               |        |        |       |       |       |
| 投资损失       | -3    | -0    | -3    | -3    | -2    |               |        |        |       |       |       |
| 营运资金变动     | 155   | 109   | 232   | 235   | 261   |               |        |        |       |       |       |
| 其他经营现金流    | 17    | 10    | 10    | 7     | 11    |               |        |        |       |       |       |
| 投资活动现金流    | -1845 | -56   | -295  | -110  | -239  |               |        |        |       |       |       |
| 资本支出       | 96    | 181   | 303   | 117   | 245   |               |        |        |       |       |       |
| 长期投资       | -1764 | 116   | 0     | 0     | 0     |               |        |        |       |       |       |
| 其他投资现金流    | 15    | 10    | 7     | 8     | 6     |               |        |        |       |       |       |
| 筹资活动现金流    | -51   | -8    | -519  | 10    | 21    |               |        |        |       |       |       |
| 短期借款       | 157   | 37    | 135   | 18    | -416  |               |        |        |       |       |       |
| 长期借款       | 44    | 40    | -17   | -12   | -5    |               |        |        |       |       |       |
| 普通股增加      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |               |        |        |       |       |       |
| 资本公积增加     | -233  | -11   | 0     | 0     | 0     |               |        |        |       |       |       |
| 其他筹资现金流    | -20   | -73   | -637  | 5     | 442   |               |        |        |       |       |       |
| 现金净增加额     | -1861 | -93   | -35   | 625   | 723   |               |        |        |       |       |       |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn