

泽璟制药-U (688266)

2026 年中报点评：核心管线全面开花迎收获期

买入（维持）

2026 年 08 月 05 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

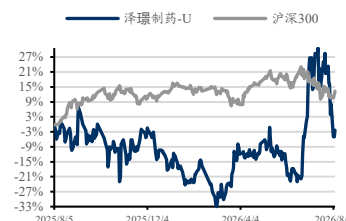
suf@dwzq.com.cn

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	645.69	961.52
同比（%）	50.52	(18.22)	430.82	19.78	48.91
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.52)	(0.62)	2.04	2.44	3.63
P/E（现价&最新摊薄）	(206.05)	(174.29)	52.69	43.98	29.54

投资要点

- **事件：**公司 26H1 收入 12.05 亿元（+221%，同比，下同），归母净利润 6.4 亿元（首次实现半年度盈利），经营活动净现金流 8.09 亿元（由负转正），剔除 Q1 并表首付款后实现收入 5.43 亿元（+44%）。26Q2 实现收入 3 亿元（+44%），归母净利润 0.07 亿元（扭亏为盈），业绩符合我们预期。
- **核心研发项目达成多项里程碑进展。**1) ZG006（CD3/DLL3/DLL3 三靶点 TCE）获 2 项 CDE 突破性治疗品种认定+2 项 FDA 孤儿药资格认定，ASCO 口头报告数据优异（3L+ SCLC cORR 53-57%，NEC 30mg 组 cORR 56.3%）；与艾伯维深度合作充分挖掘临床价值与市场潜力，首付款 1 亿美元+里程碑最高 6000 万美元+行权后最高 10.75 亿美元。2) ZG005（PD-1/TIGIT 双抗），ASCO 口头报告一线 HCC 数据亮眼（20mg 组 mPFS 11.2 个月 vs 对照 6.7 个月，HR=0.35），已启动 2 项 III 期临床研究（联合贝伐一线 HCC、联合化疗神经内分泌癌等），具备广泛联合用药潜力。
- **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，贡献核心现金流。2) 泽普凝（重组人凝血酶）纳入医保目录后销量增长明显，与远大生命科学合作加速渗透。3) 泽普平（吉卡昔替尼）MF 适应症 26 年 1 月纳入医保，重症斑秃适应症 26 年 6 月获批上市；中重度特应性皮炎 III 期已达到主要终点、强直性脊柱炎处于 III 期临床，看好多适应症驱动快速放量。4) 注射用人促甲状腺素 β：26 年 1 月获批用于甲状腺癌术后诊断，为首个获批该适应症的国产新药，与默克合作商业化推广（授权款总额 2.5 亿元+销售分成）。
- **盈利预测与投资评级：**公司 2026 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，我们维持公司 2026-2028 年收入 13.63/21.76/31.48 亿元，对应当前市值的 PS 为 21/13/9 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)	110.35
一年最低/最高价	75.10/160.00
市净率(倍)	16.98
流通 A 股市值(百万元)	29,210.55
总市值(百万元)	29,210.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.50
资产负债率(% ,LF)	51.21
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 年年报点评：商业化持续兑现，看好公司核心管线 BIC 潜力》

2026-03-30

《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 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,443	3,197	5,847	8,869	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	2,428	3,083	4,002	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	617	734	787	财务费用	(30)	15	15	10
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	733	1,151
其他非流动资产	4	63	113	163	营业外净收支	(1)	(8)	(8)	(8)
资产总计	2,969	3,814	6,582	9,656	利润总额	(169)	605	725	1,143
流动负债	1,428	1,520	3,586	5,692	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	1,038	1,038	1,038	净利润	(165)	544	652	971
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	646	962
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	2.44	3.63
非流动负债	461	674	724	721	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	29.68	30.55
其他非流动负债	368	531	531	531	收入增长率(%)	52.07	68.16	59.65	44.67
负债合计	1,889	2,194	4,310	6,413	归母净利润增长率(%)	(18.22)	430.82	19.78	48.91
归属母公司股东权益	1,080	1,614	2,260	3,221					
少数股东权益	0	5	12	22					
所有者权益合计	1,080	1,620	2,272	3,243					
负债和股东权益	2,969	3,814	6,582	9,656					

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(29)	362	770	1,029	每股净资产(元)	4.08	6.10	8.54	12.17
投资活动现金流	(56)	(237)	(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)	177	12	(42)	ROIC(%)	(8.64)	22.27	21.12	24.58
现金净增加额	(93)	297	555	819	ROE-摊薄(%)	(15.08)	33.39	28.57	29.85
折旧和摊销	56	40	34	38	资产负债率(%)	63.61	57.53	65.48	66.41
资本开支	(181)	(62)	(29)	(29)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(174.29)	52.69	43.98	29.54
营运资本变动	112	(262)	70	4	P/B (现价)	26.29	17.59	12.57	8.82

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>