

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	112.22
总股本/流通股本(亿股)	2.65 / 2.65
总市值/流通市值(亿元)	297 / 297
52周内最高/最低价	147.40 / 75.75
资产负债率(%)	63.6%
市盈率	-181.00
第一大股东	ZELIN SHENG(盛泽林)

研究所

分析师:盛丽华
SAC 登记编号:S1340525060001
Email:shenglihua@cnpsec.com
分析师:陈灿
SAC 登记编号:S1340525070001
Email:chencan@cnpsec.com

泽璟制药(688266)

商业化产品快速放量，研发全面开花

● 事件

公司公布 26 年半年报，上半年收入为 12.1 亿元(+220.9%)，归母净利润为 6.4 亿元(-979.1%)，扣非归母净利润为 6.2 亿元(-0.0%)。26Q2 收入为 3.0 亿元(+44.2%)，归母净利润为 0.1 亿元(-116.6%)，扣非归母净利润为-0.2 亿元(-0.0%)。业绩符合预期。

● 核心观点

商业化产品持续放量，步入稳定增长收获期

26H1 商业化产品销售收入稳健增长，同比增长 44.3%至 5.4 亿元，对应 26Q2 产品销售收入约 2.98 亿元，环比 26Q1 的 2.52 亿元增长约 18%，内生增长动力强劲。公司 4 款已上市产品销售稳步增长。多纳非尼覆盖超 2400 家医院；重组人凝血酶和吉卡昔替尼（骨髓纤维化）处于进入医保后的快速放量阶段，吉卡昔替尼重度斑秃新适应症于 26/06 获批上市，AD 和 AS 适应症也处于 pre-NDA 阶段，打开自免领域空间。注射用人促甲状腺素 β 于 26/01 获批上市，与默克合作推广，渠道铺设和医院准入正积极推进。

规模效益逐步显现，Q2 单季度经营性盈利

26Q2 毛利率为 87.5%(-3.2pct)，受益于商业化产品放量，期间费用率合计同比降低 19.5pct 至 90.0%，销售、管理和研发费用率均有较大幅度改善；Q2 净利率为 2.5%，首次实现经营性盈利（依靠产品销售）。

核心在研管线快速推进，早研梯队完整

DLL3 三抗 ZG006 已成功收到与艾伯维合作的首付款，预计 26H2 与 PD-L1+SEZ6 ADC 的联合疗法的全球临床有望启动；国内用于 3L+SCLC、2L SCLC 以及 NEC 的关键/III 期试验均顺利入组。

PD-1/TIGIT 双抗 ZG005 联合贝伐珠单抗已于 ASCO2026 公布对比信迪利单抗联合贝伐珠单抗用于 1L HCC 的 II 期试验数据，10/20mpk 剂量组 mPFS 分别为 NR/11.2mo，相较于对照组的 6.7mo，HR=0.41/0.35，展示出 BIC 潜力。其用于 1L HCC 和 1L NEC 的 III 期试验已启动。

早研方面，公司围绕实体瘤持续扩充创新候选药物管线，ZGGS18（VEGF/TGF- β 融合蛋白）、ZGGS15（LAG-3/TIGIT 双抗）、ZG2001（泛 KRAS 突变抑制剂）及 ZG0895（TLR8 激动剂）已在国内顺利完成 I 期剂量递增试验并获得美国 IND 批件。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 18.3/19.3/25.0 亿元，同比增长 125.3%/5.7%/29.6%；归母净利润为 4.9/4.2/6.3 亿元，同比增长 400.5%/-14.3%/51.2%，对应 PE 为 58/68/45 倍。公司商业化产品矩阵处于放量期，在研双/多抗临床数据优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	810	1826	1929	2500
增长率(%)	52.07	125.31	5.65	29.56
EBITDA（百万元）	-143.25	540.88	471.42	690.74
归属母公司净利润（百万元）	-162.95	489.58	419.37	633.94
增长率(%)	-18.22	400.46	-14.34	51.16
EPS（元/股）	-0.62	1.85	1.58	2.39
市盈率（P/E）	-174.51	58.08	67.80	44.85
市净率（P/B）	26.32	19.71	16.19	12.74
EV/EBITDA	-165.03	50.40	57.12	38.32

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	810	1826	1929	2500	营业收入	52.1%	125.3%	5.7%	29.6%
营业成本	78	144	170	224	营业利润	-8.4%	413.9%	-14.3%	51.1%
税金及附加	8	19	20	26	归属于母公司净利润	-18.2%	400.5%	-14.3%	51.2%
销售费用	465	657	733	875	获利能力				
管理费用	74	82	96	112	毛利率	90.4%	92.1%	91.2%	91.0%
研发费用	430	475	540	675	净利率	-20.1%	26.8%	21.7%	25.4%
财务费用	-30	-30	-31	-39	ROE	-15.1%	33.9%	23.9%	28.4%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	-8.8%	19.9%	15.3%	20.3%
营业利润	-168	527	452	683	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	63.6%	57.7%	52.4%	47.2%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.71	2.10	2.34	2.59
利润总额	-169	526	451	682	营运能力				
所得税	-4	11	9	14	应收账款周转率	5.50	7.44	5.53	6.09
净利润	-165	515	441	667	存货周转率	0.44	0.70	0.68	0.79
归母净利润	-163	490	419	634	总资产周转率	0.27	0.57	0.53	0.61
每股收益(元)	-0.62	1.85	1.58	2.39	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.62	1.85	1.58	2.39
货币资金	2031	2155	2389	2750	每股净资产	4.08	5.45	6.64	8.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	154	347	365	473	PE	-174.51	58.08	67.80	44.85
预付款项	45	83	99	130	PB	26.32	19.71	16.19	12.74
存货	173	240	260	312	现金流量表				
流动资产合计	2443	2888	3181	3745	净利润	-165	515	441	667
固定资产	193	233	269	299	折旧和摊销	56	44	52	48
在建工程	276	293	300	302	营运资本变动	112	-220	24	-22
无形资产	31	23	15	14	其他	-31	31	29	26
非流动资产合计	526	581	610	637	经营活动现金流净额	-29	370	546	719
资产总计	2969	3469	3791	4382	资本开支	-181	-91	-81	-76
短期借款	989	839	739	639	其他	126	-9	0	0
应付票据及应付账款	244	322	380	501	投资活动现金流净额	-56	-100	-81	-76
其他流动负债	195	216	243	304	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1428	1377	1362	1445	债务融资	117	-152	-100	-100
其他	461	624	624	624	其他	-124	12	-132	-183
非流动负债合计	461	624	624	624	筹资活动现金流净额	-8	-141	-232	-283
负债合计	1889	2001	1986	2069	现金及现金等价物净增加额	-93	124	233	361
股本	265	265	265	265					
资本公积金	3109	3109	3109	3109					
未分配利润	-2280	-1991	-1740	-1359					
少数股东权益	0	26	48	81					
其他	-14	59	122	217					
所有者权益合计	1080	1468	1805	2313					
负债和所有者权益总计	2969	3469	3791	4382					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048