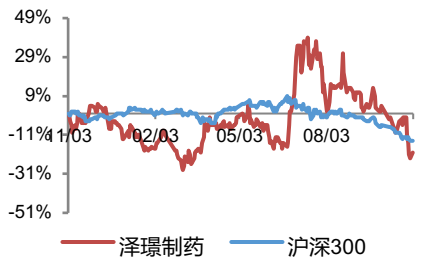
商业化产品持续放量，ESMO 数据彰显管线潜力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-03

收盘价（元）	85.15
近 12 个月最高/最低（元）	160.00/75.10
总股本（百万股）	265
流通股本（百万股）	265
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	225
流通市值（亿元）	225

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：王班

执业证书号：S0010526100001

邮箱：wangban@hazq.com

主要观点：

- **主要事件 1：公司披露 2026 年三季报**

2026 年 10 月 30 日，泽璟制药披露 2026 年三季报。公司前三季度实现营业收入 15.36 亿元，同比增长 158.91%；实现归母净利润 6.38 亿元、扣非归母净利润 6.09 亿元，同比实现扭亏为盈（上年同期分别亏损 0.93 亿元和 1.21 亿元）；经营活动现金流量净额 8.33 亿元，由负转正。单季度来看，2026Q3 公司实现营业收入 3.31 亿元，同比增长 52.03%；归母净利润亏损 175 万元，上年同期亏损约 2,061 万元；扣非归母净利润亏损 739 万元，上年同期亏损约 1,804 万元。公司单季度收入保持较快增长，亏损同比收窄。

- **主要事件 2：公司在 2026 年 ESMO 年会公布临床数据及进展**

2026 年 10 月，公司在欧洲肿瘤内科学会（ESMO）年会公布 ZG005、ZG006 的临床研究数据，以及 ZGGS34 的临床试验设计和最新进展。ZG005 在晚期宫颈癌和晚期神经内分泌癌研究中显示出抗肿瘤活性；ZG006 单药治疗晚期小细胞肺癌的早期研究公布了不同剂量组的疗效及安全性数据。

- **点评**

核心产品持续放量，费用率下降推动经营改善

2026Q3 收入同比增长 52.03%。收入高增主要得益于吉卡昔替尼片纳入医保后快速放量，同时重组人凝血酶销售同比继续增长。前三季度公司整体毛利率为 93.04%（同比+2.64 个百分点）；销售、研发和管理费用率分别为 28.45%、21.13%和 3.05%，同比分别下降 27.50、29.89 和 4.75 个百分点，收入增长带来的费用摊薄效应逐步显现。

吉卡昔替尼适应症拓展打开空间，ZG006 里程碑逐步兑现

吉卡昔替尼骨髓纤维化适应症自 2026 年 1 月起纳入国家医保，三季度销量继续大幅增长；其重度斑秃适应症已于 2026 年 6 月获批，有望打开自免领域新的增长空间。授权方面，公司已收到艾伯维支付的 ZG006 项目 1 亿美元首付款，是前三季度收入和利润增长的重要来源；2026 年 10 月，公司又收到基于 ZG006 临床试验进展支付的 1,000 万美元近期里程碑付款，后续仍有望获得其他潜在里程碑付款和销售分成。

ESMO 公布多项临床数据，核心管线开发持续推进

ZG005：ZG005 是公司自主研发的 PD-1/TIGIT 双特异性抗体，可同时阻断 PD-1 和 TIGIT 两条免疫抑制通路，有望在 PD-1 单抗基础上进一步增强 T 细胞和 NK 细胞的抗肿瘤活性。

- **ZG005-001（单药，经治晚期宫颈癌，I/II 期）**：入组既往接受过系统性治疗、但未接受过免疫检查点抑制剂治疗的晚期宫颈癌患者，20mg/kg 剂量组客观缓解率为 40.9%，中位无进展生存期为 8.3 个月，中位缓解持续时间尚未达到；中位总生存期尚未达到，18 个月总生存

相关报告

1.【华安医药】公司点评泽璟制药（688266.SH）：商业化产品矩阵成型，ZG006 全球 BD 落地巩固海外价值 2026-04-07

率为 77.3%。安全性方面，整体耐受性良好，未发生因治疗相关不良事件导致的死亡，长期用药未观察到新的安全性信号。

- **ZG005-003（联合化疗，一线晚期宫颈癌，I/II 期）**：ZG005 联合紫杉醇及铂类化疗，可联合或不联合贝伐珠单抗。20mg/kg 剂量组客观缓解率为 81.6%，中位无进展生存期和中位缓解持续时间分别为 19.6 个月和 20.8 个月；中位总生存期尚未达到，12 个月总生存率为 96.8%。安全性方面，联合用药安全耐受性良好，3 级及以上不良事件以血液学毒性为主。
- **ZG005-004（联合化疗，一线晚期神经内分泌癌，I/II 期）**：剂量扩展阶段中，ZG005 20mg/kg 联合依托泊苷及顺铂（EP）组与安慰剂联合 EP 对照组的客观缓解率分别为 57.1%和 37.9%，中位无进展生存期分别为 10.45 个月和 5.52 个月，中位总生存期分别为 15.01 个月和 10.35 个月。安全性方面，联合用药安全耐受性良好，不良事件以血液学毒性和胃肠道反应为主。公司已启动该方案的关键 III 期研究（NCT07833839）。

ZG006： ZG006 是全球首个针对 DLL3 靶点的三特异性抗体（DLL3×DLL3×CD3），可同时结合肿瘤细胞表面两个不同的 DLL3 表位及 T 细胞表面 CD3，引导 T 细胞特异性杀伤肿瘤细胞。

- **ZG006-001（单药，晚期小细胞肺癌或神经内分泌癌，I/II 期）：**入组患者中 87.2%既往接受过至少 2 线治疗。小细胞肺癌患者中，10mg、30mg 和 60mg Q2W 组客观缓解率分别为 75.0%、61.1%和 91.7%，中位无进展生存期分别为 12.3 个月、5.4 个月和 11.2 个月；10mg 和 30mg 组中位总生存期分别为 19.4 个月和 15.6 个月，60mg 组中位总生存期尚未达到。安全性方面，不良事件以贫血和细胞因子释放综合征为主，多为 1-2 级。

ZGGS34：ZGGS34 是靶向 MUC17、CD3 和 CD28 的三特异性 T 细胞衔接器，目前全球范围内尚无同类机制药物获批上市。

- **ZGGS34-001（单药，经治晚期实体瘤，I/II 期）：**入组标准治疗失败或无有效标准治疗的晚期胃癌、胰腺癌、结直肠癌等实体瘤患者，在 0.5mg 至 100mg 范围内进行剂量递增，后续将选择合适剂量开展扩展研究。目前该研究正在国内招募患者，后续关注首次临床数据读出。

投资建议

根据公司的经营情况，我们调整公司 2026~2028 年收入预测为 18.3/20.2/26.2 亿元（前值为 23.1/23.0/27.5 亿元），分别同比增长 125.8%/10.3%/29.9%，归母净利润分别为 5.5/4.0/5.7 亿元，分别同比扭亏为盈/-28.1%/42.9%，对应 PE 为 41X/57X/40X。我们看好公司多抗平台的 First in class 潜力，公司有望成为下一代综合型创新药企。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发失败风险、审批准入不及预期风险、行业政策和市场竞争风险、商业化产品销售及医保放量不及预期风险、海外合作及里程碑收入兑现不及预期风险。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	810	1830	2018	2621
收入同比（%）	52.1%	125.8%	10.3%	29.9%
归属母公司净利润	-163	553	398	568
净利润同比（%）	-18.2%	439.6%	-28.1%	42.9%
毛利率（%）	90.4%	93.7%	92.1%	91.8%
ROE（%）	-15.1%	34.0%	19.6%	21.9%
每股收益（元）	-0.62	2.09	1.50	2.15
P/E	—	40.73	56.67	39.65
P/B	22.71	13.86	11.13	8.69
EV/EBITDA	-165.03	32.05	45.32	33.19

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2443**	**3571**	**4192**	**5105**
现金	2031	2567	2932	3426
应收账款	151	392	413	545
其他应收款	10	26	28	37
预付账款	45	88	111	155
存货	173	364	452	632
其他流动资产	32	134	255	310
非流动资产	**526**	**559**	**576**	**612**
长期投资	0	0	0	0
固定资产	193	263	279	263
无形资产	31	8	5	9
其他非流动资产	303	287	293	340
资产总计	**2969**	**4130**	**4768**	**5717**
流动负债	**1428**	**1820**	**2009**	**2401**
短期借款	989	989	989	989
应付账款	222	416	533	738
其他流动负债	217	415	487	674
非流动负债	**461**	**662**	**702**	**672**
长期借款	84	134	174	144
其他非流动负债	377	528	528	528
负债合计	**1889**	**2482**	**2711**	**3073**
少数股东权益	0	21	33	51
股本	265	265	265	265
资本公积	3109	3109	3109	3109
留存收益	-2294	-1747	-1350	-781
归属母公司股东权益	1080	1627	2025	2593
负债和股东权益	**2969**	**4130**	**4768**	**5717**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**-29**	**635**	**561**	**698**
净利润	-165	574	410	587
折旧摊销	56	79	62	55
财务费用	-30	38	40	40
投资损失	0	-4	-3	-10
营运资金变动	112	-51	53	27
其他经营现金流	-279	624	357	560
投资活动现金流	**-56**	**-208**	**-197**	**-134**
资本支出	-181	-95	-80	-91
长期投资	116	-100	-120	-53
其他投资现金流	10	-13	3	10
筹资活动现金流	**-8**	**116**	**0**	**-70**
短期借款	37	0	0	0
长期借款	40	50	40	-30
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-11	0	0	0
其他筹资现金流	-73	66	-40	-40
现金净增加额	**-93**	**536**	**365**	**495**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**810**	**1830**	**2018**	**2621**
营业成本	78	116	159	215
营业税金及附加	8	14	5	5
销售费用	465	586	706	896
管理费用	74	73	131	136
财务费用	-30	-13	-25	-48
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	0	4	3	10
营业利润	**-168**	**592**	**421**	**604**
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	**-169**	**592**	**421**	**604**
所得税	-4	18	11	17
净利润	**-165**	**574**	**410**	**587**
少数股东损益	-2	21	12	18
归属母公司净利润	**-163**	**553**	**398**	**568**
EBITDA	-143.25	658.60	458.60	610.38
EPS（元）	-0.62	2.09	1.50	2.15

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	52.1%	125.8%	10.3%	29.9%
营业利润	-8.4%	452.4%	-28.9%	43.4%
归属于母公司净利润	-18.2%	439.6%	-28.1%	42.9%
获利能力				
毛利率（%）	90.4%	93.7%	92.1%	91.8%
净利率（%）	-20.1%	30.2%	19.7%	21.7%
ROE（%）	-15.1%	34.0%	19.6%	21.9%
ROIC（%）	-8.8%	20.2%	11.9%	14.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	63.6%	60.1%	56.9%	53.8%
净负债比率（%）	174.8%	150.6%	131.8%	116.2%
流动比率	1.71	1.96	2.09	2.13
速动比率	1.54	1.70	1.79	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.52	0.45	0.50
应收账款周转率	5.50	6.74	5.01	5.47
应付账款周转率	0.38	0.36	0.34	0.34
每股指标（元）				
每股收益	-0.62	2.09	1.50	2.15
每股经营现金流(摊薄)	-0.11	2.40	2.12	2.64
每股净资产	4.08	6.15	7.65	9.80
估值比率				
P/E	—	40.73	56.67	39.65
P/B	22.71	13.86	11.13	8.69
EV/EBITDA	-165.03	32.05	45.32	33.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：王班，联席药品首席分析师。上海交通大学生物学博士，8 年产业研究经验，曾先后在国金证券、民生证券、浙商证券担任首席医药分析师。重点聚焦创新药、创新产业链（CXO 及上游、科研试剂）。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法

给出明确的投资评级。