泽璟制药-U（688266）

2026 年三季报点评：商业化放量显著，看好 ZG005/ZG006 等核心资产兑现

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	532.95	810.48	1,862.87	1,939.10	2,929.61
同比（%）	37.91	52.07	129.85	4.09	51.08
归母净利润（百万元）	(137.83)	(162.95)	744.43	109.95	251.42
同比（%）	50.52	(18.22)	556.86	(85.23)	128.67
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.52)	(0.62)	2.81	0.42	0.95
P/E（现价&最新摊薄）	(160.52)	(135.78)	29.72	201.22	88.00

投资要点

- **事件：**公司 26Q1-Q3 收入 15.36 亿元（+159%，同比，下同），归母净利润 6.38 亿元（去年同期-0.93 亿元），经营净现金流 8.33 亿元（去年同期-0.17 亿元）；剔除 ZG006 授权收入 6.62 亿元后药品收入约 8.7 亿元（+47%）。26Q3 收入 3.31 亿元（+52%），药品收入同比增长超 46%，归母净利润-174 万元（去年同期-2061 万元），单季已接近盈亏平衡，业绩符合我们预期。

- **核心管线进入收获期，ZG006 全球开发提速。**1）ZG006：三线及以上 SCLC 关键注册临床已完成入组、推进 pre-NDA 沟通，二线 III 期入组超 50%，一线联合 PD-L1+化疗即将启动注册临床，二线及以上神经内分泌肿瘤全球首个随机对照 III 期已启动；ESMO 2026 更新 I 期数据，合并中位 OS 达 23.3 个月；海外完成剂量爬坡，艾伯维 26 年 10 月登记 ZG006+ABBV-706+阿替利珠单抗一线 ES-SCLC 全球 II 期。2）ZG005：一线 HCC（PFS/OS 双终点）、一线神经内分泌癌两项 III 期已启动，一线宫颈癌 II 期 mPFS19.6 个月。3）早研：ZGGS34 完成 4 个剂量组爬坡，ZG273 即将报 IND。

- **商业化进入自主造血阶段，27 年有望不依赖 BD 实现盈亏平衡。**1）泽普平（吉卡昔替尼）26 年 1 月进医保后快速放量、为 Q3 增长核心；斑秃 26 年 6 月获批，强直性脊柱炎 NDA 26 年 10 月获受理，AD III 期已达主要终点。2）泽普凝（重组人凝血酶）26 年 6 月完成扩产及技术转移，27 年叠加远大合作稳定增长。3）泽普生（多纳非尼）稳健增长。4）泽速宁 26 年 1 月获批术后诊断，治疗性适应症 NDA 已于 26 年 9 月受理。前三季度研发投入 3.25 亿元、占收入 21.1%，聚焦 ZG005/ZG006。

- **盈利预测与投资评级：**考虑公司 ZG006 授权给 ABBV 的里程碑于 2026 年到账，我们将公司 2026-2028 年收入由 13.63/21.76/31.48 亿元调整至 18.63/19.39/29.30 亿元。考虑公司 ZG005 临床进展顺利，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。

2026 年 11 月 04 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	91.14
一年最低/最高价	75.10/160.00
市净率(倍)	14.04
流通 A 股市值(百万元)	24,125.50
总市值(百万元)	24,125.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.49
资产负债率(%,LF)	48.03
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)：2026 年中报点评：核心管线全面开花迎收获期》
2026-08-05

《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

泽璟制药-U 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,443**	**3,514**	**5,170**	**7,429**
货币资金及交易性金融资产	2,031	2,467	2,708	2,902
经营性应收款项	199	521	561	863
存货	173	440	1,831	3,459
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	39	87	70	206
非流动资产	**526**	**624**	**741**	**794**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	210	225	241	253
在建工程	276	276	276	276
无形资产	31	31	31	31
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	6	23	74	64
其他非流动资产	4	70	120	170
资产总计	**2,969**	**4,138**	**5,911**	**8,223**
流动负债	**1,428**	**1,651**	**3,263**	**5,323**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,040	992	992	992
经营性应付款项	244	496	2,065	3,899
合同负债	1	0	0	1
其他流动负债	142	162	206	432
非流动负债	**461**	**662**	**712**	**709**
长期借款	84	84	84	81
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	9	59	109	109
其他非流动负债	368	520	520	520
负债合计	**1,889**	**2,313**	**3,975**	**6,032**
归属母公司股东权益	1,080	1,818	1,928	2,179
少数股东权益	0	8	9	11
所有者权益合计	**1,080**	**1,825**	**1,936**	**2,190**
负债和股东权益	**2,969**	**4,138**	**5,911**	**8,223**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**810**	**1,863**	**1,939**	**2,930**
营业成本(含金融类)	78	93	388	732
税金及附加	8	2	2	3
销售费用	465	466	892	1,172
管理费用	74	56	155	234
研发费用	430	596	504	586
财务费用	(30)	15	14	14
加:其他收益	50	205	116	88
投资净收益	0	2	2	1
公允价值变动	1	0	0	0
减值损失	(3)	0	0	0
资产处置收益	0	2	29	29
营业利润	**(168)**	**844**	**131**	**307**
营业外净收支	(1)	(8)	(8)	(8)
利润总额	**(169)**	**835**	**123**	**299**
减:所得税	(4)	84	12	45
净利润	**(165)**	**752**	**111**	**254**
减:少数股东损益	(2)	8	1	3
归属母公司净利润	**(163)**	**744**	**110**	**251**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.62)	2.81	0.42	0.95
EBIT	(199)	851	138	313
EBITDA	(143)	891	172	351
毛利率(%)	90.42	95.00	80.00	75.00
归母净利率(%)	(20.10)	39.96	5.67	8.58
收入增长率(%)	52.07	129.85	4.09	51.08
归母净利润增长率(%)	(18.22)	556.86	(85.23)	128.67

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(29)	466	356	304
投资活动现金流	(56)	(242)	(228)	(168)
筹资活动现金流	(8)	119	12	(42)
现金净增加额	(93)	336	141	94
折旧和摊销	56	40	34	38
资本开支	(181)	(61)	(29)	(29)
营运资本变动	112	(364)	196	(4)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	4.08	6.87	7.28	8.23
最新发行在外股份（百万股）	265	265	265	265
ROIC(%)	(8.64)	29.60	4.08	8.19
ROE-摊薄(%)	(15.08)	40.95	5.70	11.54
资产负债率(%)	63.61	55.89	67.24	73.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	(135.78)	29.72	201.22	88.00
P/B（现价）	20.48	12.17	11.48	10.15

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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