泽璟制药-U（688266.SH）

商业化销售加速推进，ZG006国内外临床进展顺利

优于大市

核心观点

公司2026年前三季度营收快速增长。2026年前三季度实现营收15.36亿元（+158.9%），归母净利润6.38亿元（去年同期-0.93亿元），三季度实现营收3.31亿元（+52.0%），归母净利润-0.02亿元（去年同期-0.21亿元），主要得益于已实现商业化药品的销售额快速增长，以及新进入医保的药品加速放量。

核心资产商业化及临床研究加速推进。商业化方面，截至2026年三季报公司共有4款产品获批上市，泽普生仍在持续拓展市场，推进上市后研究及指南的纳入；泽普凝的学术推广逐步深入，加速产品终端销售放量；泽普平为医保销售首年，正积极推进医院端的准入；泽速宁上市后积极开展学术推广，为医保谈判做准备。研发方面，截至2026年三季报，公司的吉卡昔替尼已经在斑秃适应症中获批，强直性脊柱炎适应症提交NDA申请，AD适应症已经完成临床3期研究并达到主要终点；注射用人促甲状腺素术后诊断适应症获批上市，术后治疗适应症已经提交NDA申请；ZG006针对SCLC 3L的关键临床已经完成患者入组，正处于数据清理阶段，即将提交上市申请，针对SCLC 2L的临床3期研究正在入组阶段；ZG005用于HCC 1L的临床3期研究已经完成首例患者入组，NEC 1L已经启动临床3期注册研究，并与监管沟通针对CC 1L的临床3期研究。

海外合作顺利推进，已收到近期里程碑付款。公司就ZG006与艾伯维达成合作，目前ZG006单药针对SCLC在海外开展临床1/2期研究，联合PD-L1+SEZ6 ADC针对SCLC 1L计划开展临床2期研究，公司于2026年10月收到合作方艾伯维基于临床试验进展支付的1000万美元的近期里程碑付款。除此之外，公司就ZGGS34三特异性抗体与默沙东达成临床战略合作意向，共同推进该分子的临床开发。

投资建议：维持此前盈利预测，给予“优于大市”评级。未来2~3年，公司主要靠销售收入、首付款、里程碑付款贡献营业收入，随着公司创新管线的研发、商业化的推进，预计2026-2028年公司营收分别为18.43/19.59/23.82亿元，同比增长127.4%/6.3%/21.6%，归母净利润3.51/2.41/2.90亿元，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	533	810	1,843	1,959	2,382
(+/-%)	37.9%	52.1%	127.4%	6.3%	21.6%
归母净利润(百万元)	-138	-163	351	241	290
(+/-%)	-50.5%	18.2%	--	-31.3%	20.4%
每股收益（元）	-0.52	-0.62	1.33	0.91	1.10
EBIT Margin	-41.9%	-30.2%	20.5%	12.5%	13.0%
净资产收益率（ROE）	-11.0%	-15.1%	24.5%	14.4%	14.8%
市盈率（PE）	-191.2	-161.8	75.1	109.4	90.8
EV/EBITDA	-156.3	-139.3	70.6	100.4	81.1
市净率（PB）	21.02	24.40	18.42	15.76	13.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·化学制药

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：陈益凌
021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：肖婧舒
0755-81982826
xiaojingshu@guosen.com.cn
S0980525070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	85.15元
总市值/流通市值	22540/0百万元
52周最高价/最低价	160.00/75.10元
近3个月日均成交额	556.14百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

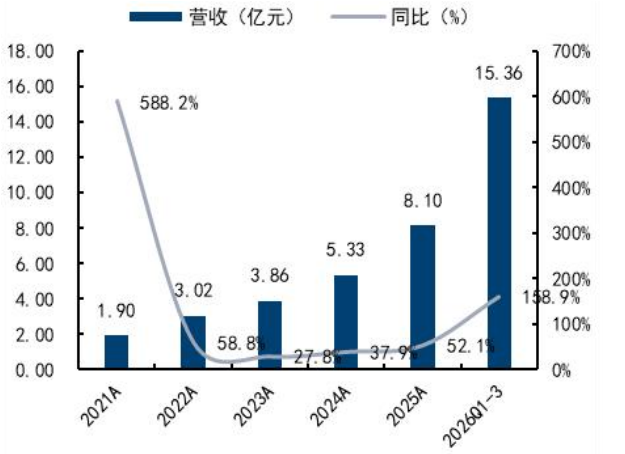
相关研究报告

《泽璟制药-U（688266.SH）-创新管线研发进展顺利，ZG006进入注册性临床》——2026-08-10

《泽璟制药-U（688266.SH）-三抗创新出海，管线储备丰富》——2026-06-25

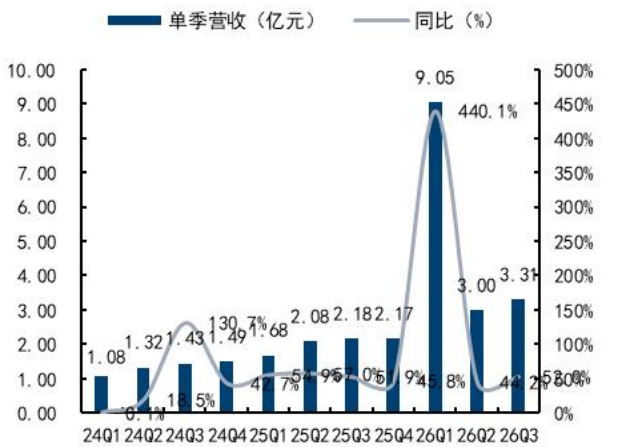
公司 2026 年前三季度营收快速增长。2026 年前三季度实现营收 15.36 亿元（+158.9%），归母净利润 6.38 亿元（去年同期-0.93 亿元），三季度实现营收 3.31 亿元（+52.0%），归母净利润-0.02 亿元（去年同期-0.21 亿元），主要得益于已实现商业化药品的销售额快速增长，以及新进入医保的药品加速放量。

图1：泽璟制药营业收入及增速（单位：亿元、%）



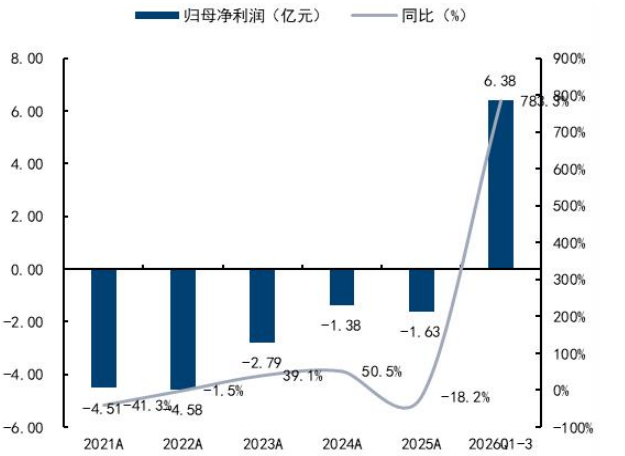
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：泽璟制药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



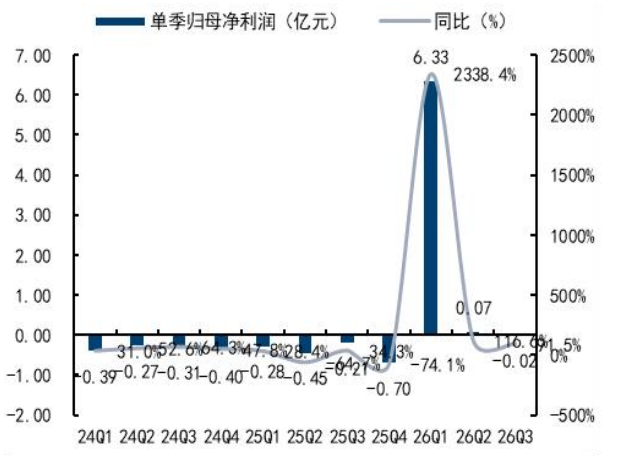
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：泽璟制药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：泽璟制药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

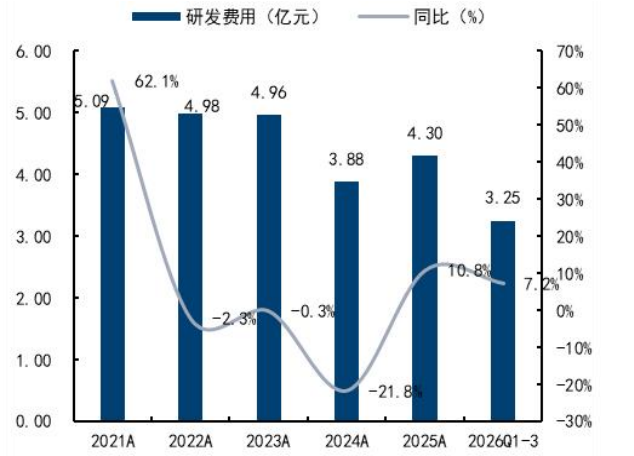
公司持续投入，推动产品研发和商业化销售。2026 年前三季度，公司销售费用为 4.37 亿元（+31.7%），主要用于已上市四款产品的学术推广，产品销售加速放量；研发费用为 3.25 亿元（+7.2%），主要用于在研管线的临床研究，以及推动早研管线的加速落地。截至 2026 年三季报，公司共有 4 款产品在 8 个适应症中推进至 BLA/NDA 或关键/3 期注册临床研究阶段，10 款候选药物开展 29 项主要临床研究。

图5：泽璟制药销售费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：泽璟制药研发费用情况

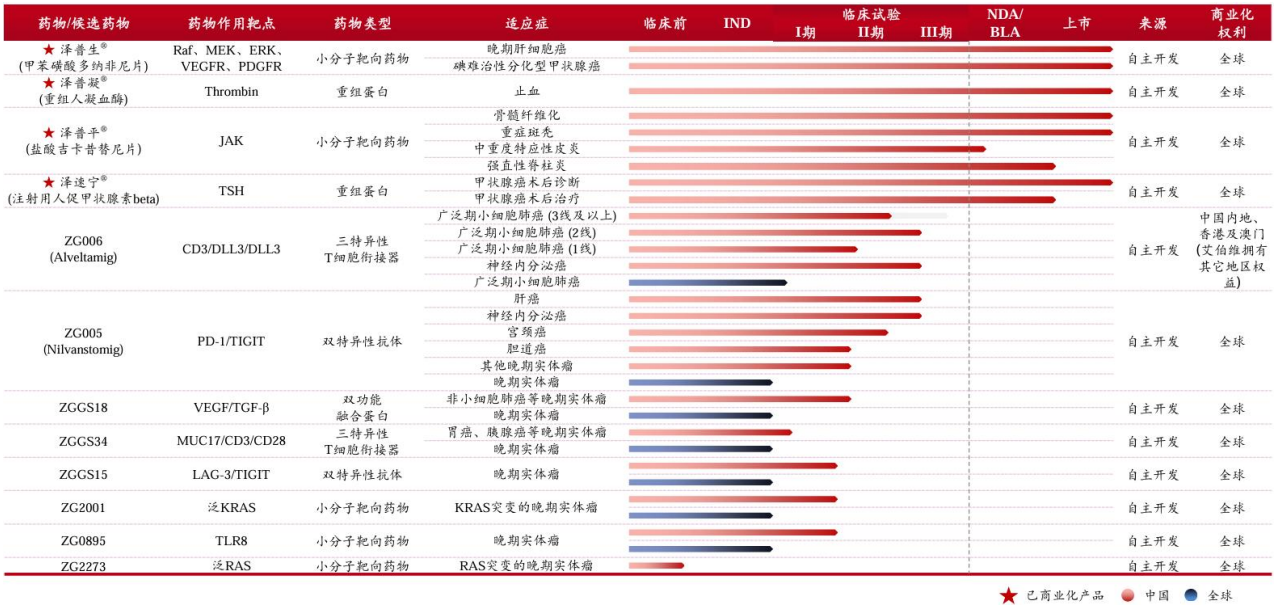


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核心资产商业化及临床研究加速推进。商业化方面，截至 2026 年三季报公司共有 4 款产品获批上市，泽普生仍在持续拓展市场，推进上市后研究及指南的纳入；泽普凝的学术推广逐步深入，加速产品终端销售放量；泽普平为医保销售首年，正积极推进医院端的准入；泽速宁上市后积极开展学术推广，为医保谈判做准备。研发方面，截至 2026 年三季报，公司的吉卡昔替尼已经在斑秃适应症中获批，强直性脊柱炎适应症提交 NDA 申请，AD 适应症已经完成临床 3 期研究并达到主要终点；注射用人促甲状腺素术后诊断适应症获批上市，术后治疗适应症已经提交 NDA 申请；ZG006 针对 SCLC 3L 的关键临床已经完成患者入组，正处于数据清理阶段，即将提交上市申请，针对 SCLC 2L 的临床 3 期研究正在入组阶段；ZG005 用于 HCC 1L 的临床 3 期研究已经完成首例患者入组，NEC 1L 已经启动临床 3 期注册研究，并与监管沟通针对 CC 1L 的临床 3 期研究。

海外合作顺利推进，已收到近期里程碑付款。公司就 ZG006 与艾伯维达成合作，目前 ZG006 单药针对 SCLC 在海外开展临床 1/2 期研究，联合 PD-L1+SEZ6 ADC 针对 SCLC 1L 计划开展临床 2 期研究，公司于 2026 年 10 月收到合作方艾伯维基于临床试验进展支付的 1000 万美元的近期里程碑付款。除此之外，公司就 ZGGS34 三特异性抗体与默沙东达成临床战略合作意向，共同推进该分子的临床开发。

图7：泽璟制药在研管线布局



资料来源：泽璟制药投资者交流资料，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持此前盈利预测，给予“优于大市”评级。未来 2~3 年，公司主要靠销售收入、首付款、里程碑付款贡献营业收入，随着公司创新管线的研发、商业化的推进，预计 2026-2028 年公司营收分别为 18.43/19.59/23.82 亿元，同比增长 127.4%/6.3%/21.6%，归母净利润 3.51/2.41/2.90 亿元，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2154	2031	2212	2599	2887
应收款项	153	165	479	490	566
存货净额	183	173	522	692	763
其他流动资产	46	74	190	183	229
流动资产合计	**2576**	**2443**	**3402**	**3964**	**4445**
固定资产	329	469	561	658	742
无形资产及其他	50	31	29	28	27
投资性房地产	50	27	27	27	27
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**3005**	**2969**	**4019**	**4677**	**5240**
短期借款及交易性金融负债	968	1040	956	988	995
应付款项	197	244	616	800	920
其他流动负债	208	144	458	532	587
流动负债合计	**1373**	**1428**	**2030**	**2321**	**2502**
长期借款及应付债券	44	84	84	85	87
其他长期负债	334	377	469	589	674
长期负债合计	**379**	**461**	**553**	**674**	**761**
负债合计	**1752**	**1889**	**2582**	**2995**	**3263**
少数股东权益	(1)	0	6	10	15
股东权益	1254	1080	1431	1672	1962
负债和股东权益总计	**3005**	**2969**	**4019**	**4677**	**5240**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	(0.52)	(0.62)	1.33	0.91	1.10
每股红利	0.09	0.10	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.74	4.08	5.41	6.32	7.41
ROIC	-7.31%	-8.70%	15%	10%	13%
ROE	-10.99%	-15.08%	25%	14%	15%
毛利率	93%	90%	95%	93%	93%
EBIT Margin	-42%	-30%	21%	12%	13%
EBITDA Margin	-34%	-25%	22%	15%	15%
收入增长	38%	52%	127%	6%	22%
净利润增长率	-51%	18%	--	-31%	20%
资产负债率	58%	64%	64%	64%	63%
股息率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	(191.2)	(161.8)	75.1	109.4	90.8
P/B	21.0	24.4	18.4	15.8	13.4
EV/EBITDA	(156.3)	(139.3)	70.6	100.4	81.1

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**533**	**810**	**1843**	**1959**	**2382**
营业成本	37	78	90	130	172
营业税金及附加	1	8	10	12	14
销售费用	271	465	743	852	1032
管理费用	58	74	150	224	335
研发费用	388	430	473	497	521
财务费用	(29)	(30)	(4)	(12)	(19)
投资收益	3	0	3	3	3
资产减值及公允价值变动	4	(3)	15	15	0
其他收入	(356)	(380)	(473)	(497)	(521)
营业利润	(155)	(168)	400	275	331
营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
利润总额	**(155)**	**(169)**	**400**	**275**	**331**
所得税费用	(5)	(4)	44	30	36
少数股东损益	(12)	(2)	5	4	4
归属于母公司净利润	**(138)**	**(163)**	**351**	**241**	**290**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(138)	(163)	351	241	290
资产减值准备	0	3	5	2	1
折旧摊销	43	42	32	48	57
公允价值变动损失	(4)	3	(15)	(15)	0
财务费用	(29)	(30)	(4)	(12)	(19)
营运资本变动	262	21	5	206	69
其它	(15)	(6)	0	2	3
经营活动现金流	**148**	**(100)**	**378**	**484**	**421**
资本开支	0	(164)	(113)	(130)	(142)
其它投资现金流	97	41	0	0	0
投资活动现金流	**97**	**(124)**	**(113)**	**(130)**	**(142)**
权益性融资	(2)	0	0	0	0
负债净变化	44	40	0	0	0
支付股利、利息	(25)	(26)	0	0	0
其它融资现金流	(238)	74	(84)	32	7
融资活动现金流	**(201)**	**101**	**(84)**	**33**	**9**
现金净变动	**44**	**(122)**	**180**	**387**	**288**
货币资金的期初余额	2110	2154	2031	2212	2599
货币资金的期末余额	2154	2031	2212	2599	2887
企业自由现金流	0	(341)	260	342	259
权益自由现金流	0	(227)	179	384	283

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032