股票投资评级

买入|维持

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）	91.25
总股本/流通股本（亿股）	2.65 / 2.65
总市值/流通市值（亿元）	242 / 242
52 周内最高/最低价	147.40 / 75.75
资产负债率(%)	63.6%
市盈率	-147.18
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)

药品销售维持高增，核心在研进展顺利

事件

公司公布 26 年三季报，前三季度收入为 15.4 亿元（+158.9%，无特殊注明均为同比），归母净利润为 6.4 亿元（-783.3%），扣非归母净利润为 6.1 亿元（+604.8%）。26Q3 收入为 3.3 亿元（+52.0%），归母净利润为 0.0 亿元（-91.5%），扣非归母净利润为-0.1 亿元（+59.0%）。业绩符合预期。

核心观点

Q3 药品销售维持高增，适应症拓展进度顺利

26Q3 公司收入环比 Q2 进一步增长，预计重点产品如吉卡昔替尼和重组人凝血酶均表现优异。26Q3 已上市产品适应症拓展方面，rhTSH 用于切除术后协同清甲以及吉卡昔替尼用于 AS 的新适应症上市申请获得受理；叠加重组人凝血酶产能释放，预计未来商业化销售仍可保持快速增长态势。

Q3 接近盈亏平衡，研发投入保持高强度

毛利率方面，前三季度和单 26Q3 分别为 93.0%(+2.6pct)和 87.2%（-4.5pct），Q3 毛利率环比 Q2 基本一致；费用率方面，26Q3 期间费用率合计为 87.8%（-15.0pct），延续了 26Q2 规模效应下的改善趋势，研发费用达到 1.25 亿元，同环比均有 17%以上增加，结合前三季度情况，全年有望保持 4-5 亿元投入强度，考虑到丰富的研发管线与快速推进节奏，公司资金利用效率出色。盈利性方面，26Q3 仅凭借内生销售接近盈亏平衡，净利率为-0.5%（+8.7pct），公司已逐渐步入盈利爬坡期。

ZG005 已启动多个注册试验，ZG006 即将国内报产

PD-1/TIGIT 双抗 ZG005 已在 1L HCC 和 1L NEC 展示优异数据，对应 III 期试验均已启动入组，用于 1L CC 的 III 期试验也处于与 CDE 沟通阶段。DLL3 三抗 ZG006 已完成国内 3L+SCLC 的 III 期试验入组，有望于年底完成数据分析并进行 BLA 沟通工作，海外与艾伯维的合作和沟通顺利，用于 SCLC 的联合疗法 II 期试验有望启动。以上两大核心在研资产于 ESMO2026 上均公布优异疗效数据，具备 BIC 潜力。

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%/-14.6%/51.3%，对应 PE 为 49/58/38 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，维持“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	418.13	632.68
增长率(%)	-18.22	400.46	-14.59	51.31
EPS(元/股)	-0.62	1.85	1.58	2.39
市盈率（P/E）	-148.24	49.34	57.77	38.18
市净率（P/B）	22.36	16.77	13.77	10.84
EV/EBITDA	-165.03	42.52	48.08	32.15

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
利润表				
营业收入	810	1826	1929	2500
营业成本	78	144	170	224
税金及附加	8	19	20	26
销售费用	465	657	733	875
管理费用	74	82	96	112
研发费用	430	475	540	675
财务费用	-30	-30	-30	-37
资产减值损失	-3	0	0	0
营业利润	-168	527	451	681
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	-169	526	450	680
所得税	-4	11	9	14
净利润	-165	515	440	666
归母净利润	-163	490	418	633
每股收益（元）	-0.62	1.85	1.58	2.39
资产负债表				
货币资金	2031	2089	2321	2681
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	154	347	365	473
预付款项	45	83	99	130
存货	173	240	260	312
流动资产合计	2443	2821	3113	3677
固定资产	193	233	269	299
在建工程	276	293	300	302
无形资产	31	23	15	14
非流动资产合计	526	588	617	644
资产总计	2969	3409	3730	4320
短期借款	989	839	739	639
应付票据及应付账款	244	322	380	501
其他流动负债	195	170	197	258
流动负债合计	1428	1331	1316	1398
其他	461	612	612	612
非流动负债合计	461	612	612	612
负债合计	1889	1943	1928	2010
股本	265	265	265	265
资本公积金	3109	3109	3109	3109
未分配利润	-2280	-1993	-1742	-1363
少数股东权益	0	26	48	81
其他	-14	59	122	217
所有者权益合计	1080	1466	1802	2310
负债和所有者权益总计	2969	3409	3730	4320

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	52.1%	125.3%	5.7%	29.6%
营业利润	-8.4%	413.9%	-14.6%	51.2%
归属于母公司净利润	-18.2%	400.5%	-14.6%	51.3%
获利能力				
毛利率	90.4%	92.1%	91.2%	91.0%
净利率	-20.1%	26.8%	21.7%	25.3%
ROE	-15.1%	34.0%	23.8%	28.4%
ROIC	-8.8%	20.3%	15.6%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	63.6%	57.0%	51.7%	46.5%
流动比率	1.71	2.12	2.37	2.63
营运能力				
应收账款周转率	5.50	7.44	5.53	6.09
存货周转率	0.44	0.70	0.68	0.79
总资产周转率	0.27	0.57	0.54	0.62
每股指标（元）				
每股收益	-0.62	1.85	1.58	2.39
每股净资产	4.08	5.44	6.63	8.42
估值比率				
PE	-148.24	49.34	57.77	38.18
PB	22.36	16.77	13.77	10.84

现金流量表				
净利润	-165	515	440	666
折旧和摊销	56	44	52	48
营运资本变动	112	-220	24	-22
其他	-31	31	29	26
经营活动现金流净额	-29	370	544	718
资本开支	-181	-91	-81	-76
其他	126	-16	0	0
投资活动现金流净额	-56	-107	-81	-76
股权融资	0	0	0	0
债务融资	117	-198	-100	-100
其他	-124	0	-132	-182
筹资活动现金流净额	-8	-199	-232	-282
现金及现金等价物净增加额	-93	58	232	360

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