下载日志已记录，仅供内部参考

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

优于大市

核心观点

公司2026年上半年收入快速增长。2026年上半年实现营业收入12.05亿元（+221%），归母净利润6.40亿元（+979%），二季度实现营业收入3.00亿元（+44%），归母净利润0.07亿元（+117%）。公司上半年业绩保持快速增长、净利润转正，主要得益于与艾伯维合作的6.6亿元授权许可费用到账，以及已获批上市的四款产品销售额的持续增长。

ZG006在SCLC 3L+的注册性临床入组完成，即将读出临床数据。ZG006为国内首个DLL3/DLL3/CD3 TCE，目前单药、联合疗法在SCLC适应症中开展临床研究。ZG006单药用于SCLC 3L+适应症的注册性临床2b期研究已经完成全部患者入组，现处于临床随访阶段，预计今年年底读出完整的临床数据；该研究共入组60名SCLC患者，1:1随机分为10 mg和30 mg剂量组，其中55%患者为三线患者，45%为四线及五线患者，28%为脑转移患者，40%为肝转移患者，DLL3低表达或阴性患者占比为58%；截至2026年3月，临床2期有效性数据显示，10 mg剂量组的cORR为53.3%、mPFS为7.03 mo、12个月的DoR率为55.9%、15个月的OS率为61.2%，30 mg剂量组的cORR为56.7%、mPFS为5.59 mo、12个月的DoR率为52.9%、15个月的OS率为55.8%；整体安全性良好，绝大多数CRS发生在前两个治疗周期，且多为1-2级的CRS，10 mg剂量组未出现≥3级CRS和任何级别的ICANS，长期给药未发生超出预期的不良反应。除此之外，ZG006单药分别在SCLC 2L、神经内分泌癌2L+中开展临床3期研究，ZG006+PD-L1+化疗、ZG006+B7H3 ADC±PD-L1针对SCLC 1L开展临床2期研究。海外针对晚期SCLC开展ZG006单药的临床1/2期研究，目前处于随访阶段；合作方艾伯维将继续推进海外单药或者联合用药的临床研究。

ZG005联合疗法在多个一线适应症中开展临床3期研究。ZG005为PD-1/TIGIT双抗，单药及联合疗法在宫颈癌、肝细胞癌、肺癌、食管癌、胆道癌等多个实体瘤中开展临床研究。截至2026年中报，ZG006+贝伐珠单抗（vs PD-1+贝伐珠单抗）在HCC 1L中启动临床3期研究；ZG006+紫杉醇/铂类±贝伐珠单抗在宫颈癌1L中完成临床2期患者给药，目前处于随访阶段；除此之外，ZG005单药在食管癌2L+适应症中启动临床2期研究，联合化疗在胆道癌1L中开展临床2期研究，联合依托泊苷/顺铂在神经内分泌癌1L启动临床3期研究，有望成为继PD-1抗体之后的新型免疫疗法。

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

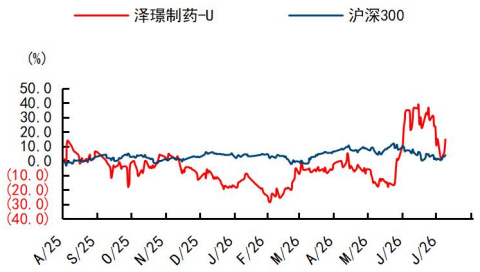
证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：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	121.70元
总市值/流通市值	32215/0百万元
52周最高价/最低价	160.00/75.10元
近3个月日均成交额	832.41百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

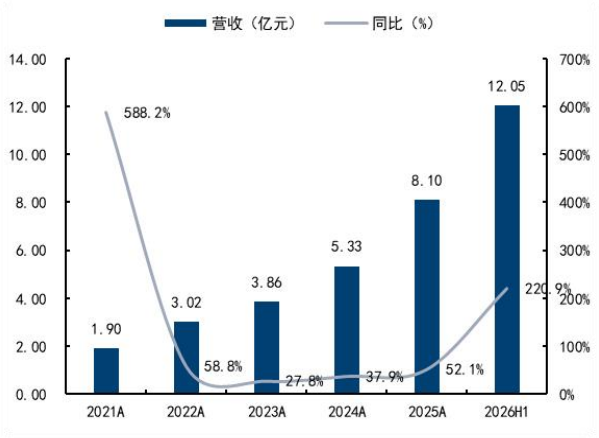
相关研究报告

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

下载日志已记录，仅供内部参考

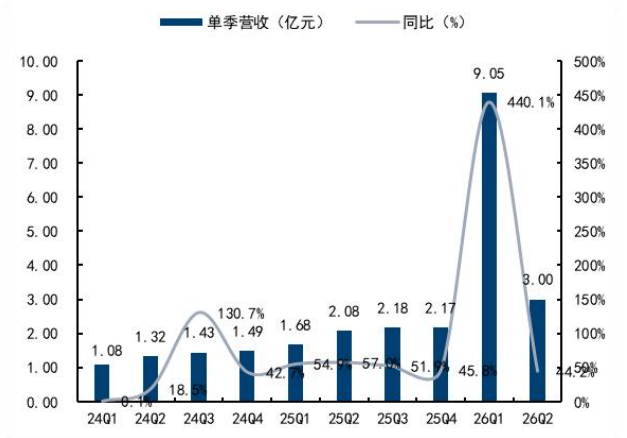
公司 2026 年上半年收入快速增长。2026 年上半年实现营业收入 12.05 亿元（+221%），归母净利润 6.40 亿元（+979%），二季度实现营业收入 3.00 亿元（+44%），归母净利润 0.07 亿元（+117%）。公司上半年业绩保持快速增长、净利润转正，主要得益于与艾伯维合作的 6.6 亿元授权许可费用到账，以及已获批上市的四款产品销售额的持续增长。

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、%）



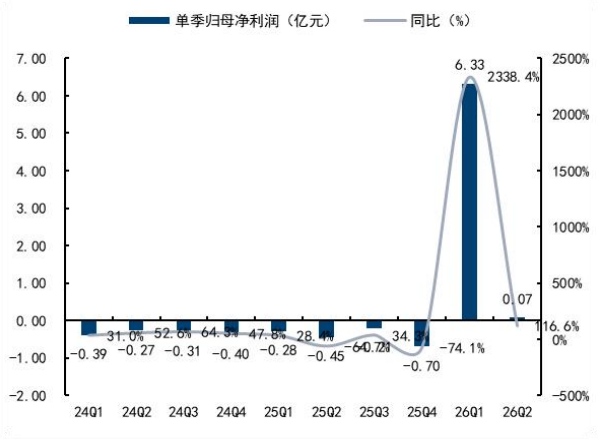
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

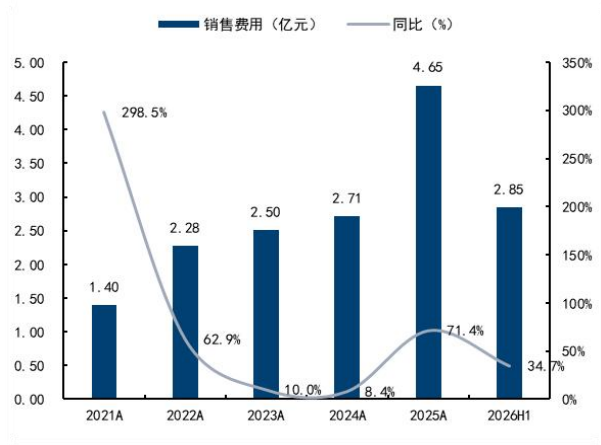


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司持续投入，推动产品研发和商业化销售。2026 年上半年，公司销售费用为 2.85 亿元（+34.7%），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 2.00 亿元（+1.5%），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 年中报，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。

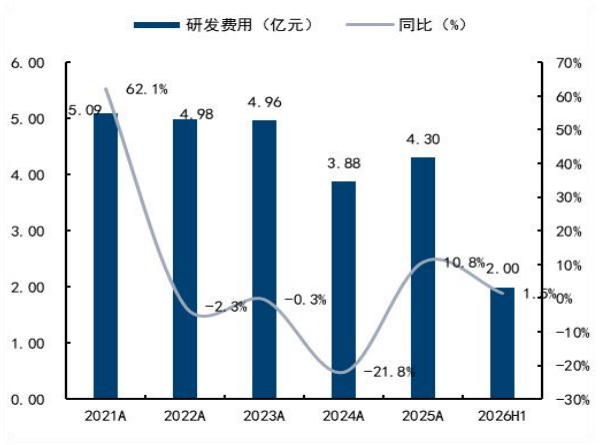
下载日志已记录，仅供内部参考

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

ZG006 在 SCLC 3L+的注册性临床入组完成，即将读出临床数据。ZG006 为国内首个 DLL3/DLL3/CD3 TCE，目前单药、联合疗法在 SCLC 适应症中开展临床研究。ZG006 单药用于 SCLC 3L+适应症的注册性临床 2b 期研究已经完成全部患者入组，现处于临床随访阶段，预计今年年底读出完整的临床数据；该研究共入组 60 名 SCLC 患者，1:1 随机分为 10 mg 和 30 mg 剂量组，其中 55%患者为三线患者，45%为四线及五线患者，28%为脑转移患者，40%为肝转移患者，DLL3 低表达或阴性患者占比为 58%；截至 2026 年 3 月，临床 2 期有效性数据显示，10 mg 剂量组的 cORR 为 53.3%、mPFS 为 7.03 mo、12 个月的 DoR 率为 55.9%、15 个月的 OS 率为 61.2%，30 mg 剂量组的 cORR 为 56.7%、mPFS 为 5.59 mo、12 个月的 DoR 率为 52.9%、15 个月的 OS 率为 55.8%；整体安全性良好，绝大多数 CRS 发生在前两个治疗周期，且多为 1-2 级的 CRS，10 mg 剂量组未出现≥3 级 CRS 和任何级别的 ICANS，长期给药未发生超出预期的不良反应。除此之外，ZG006 单药分别在 SCLC 2L、神经内分泌癌 2L+中开展临床 3 期研究，ZG006+PD-L1+化疗、ZG006+B7H3 ADC±PD-L1 针对 SCLC 1L 开展临床 2 期研究。海外针对晚期 SCLC 开展 ZG006 单药的临床 1/2 期研究，目前处于随访阶段；合作方艾伯维将继续推进海外单药或者联合用药的临床研究。

图7：ZG006 临床项目布局

肿瘤类型（地区）	治疗方案	临床阶段	适应症	状态
小细胞肺癌（国内）	ZG006单药	I	晚期小细胞肺癌/神经内肺癌	已完成
	Z006单药	IIb（注册）	三线及以上小细胞肺癌	完成入组，随访中
	ZG006单药	III	二线小细胞肺癌	招募中
	ZG006+PD-L1+化疗	II	一线小细胞肺癌	招募中
	ZG006+B7H3-ADC±PD-L1	II	一线小细胞肺癌	启动中
神经内分泌癌（国内）	ZG006单药	III	二线及以上神经内分泌癌	招募中
小细胞肺癌（海外）	ZG006单药	I/II	晚期小细胞肺癌	随访中

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

下载日志已记录，仅供内部参考

ZG005 联合疗法在多个一线适应症中开展临床 3 期研究。ZG005 为 PD-1/TIGIT 双抗，单药及联合疗法在宫颈癌、肝细胞癌、肺癌、食管癌、胆道癌等多个实体瘤中开展临床研究。截至 2026 年中报，ZG006+贝伐珠单抗（vs PD-1+贝伐珠单抗）在 HCC 1L 中启动临床 3 期研究；ZG006+紫杉醇/铂类±贝伐珠单抗在宫颈癌 1L 中完成临床 2 期患者给药，目前处于随访阶段；除此之外，ZG005 单药在食管癌 2L+适应症中启动临床 2 期研究，联合化疗在胆道癌 1L 中开展临床 2 期研究，联合依托泊苷/顺铂在神经内分泌癌 1L 启动临床 3 期研究，有望成为继 PD-1 抗体之后的新型免疫疗法。

图8：ZG005 临床项目布局

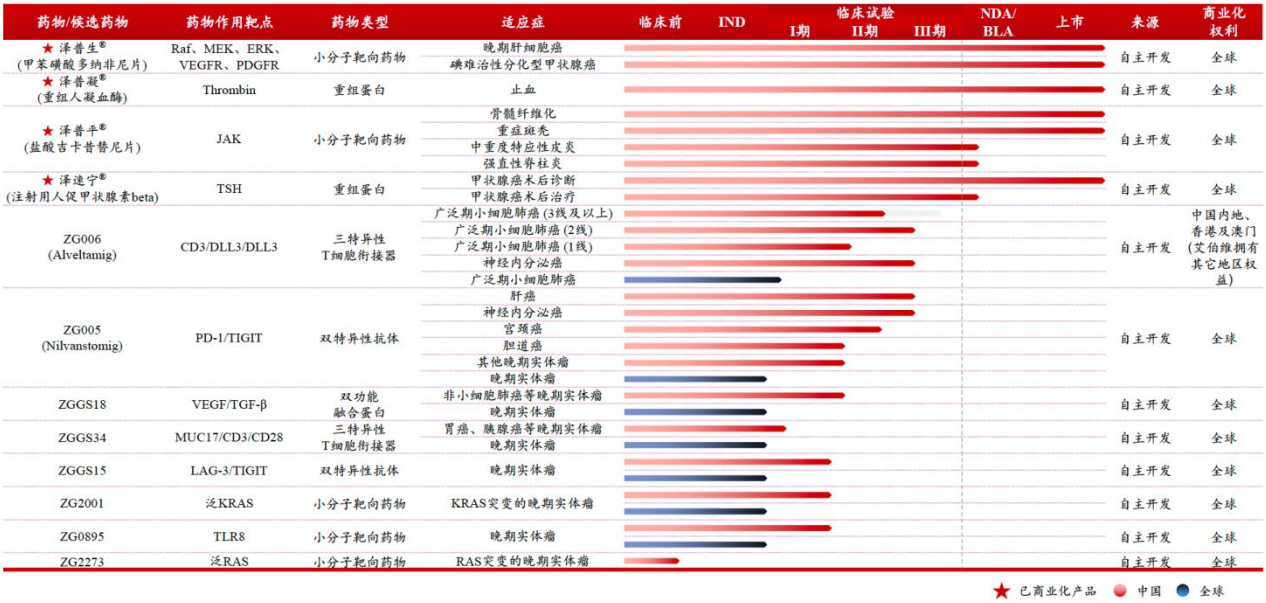
肿瘤类型	治疗方案	临床阶段	适应症	状态
宫颈癌	ZG005单药	I/II	二线及以上实体瘤	已完成
	ZG005＋紫杉醇/铂类 ±贝伐珠单抗	II	一线宫颈癌	随访中
肝细胞癌	ZG005＋贝伐珠单抗 (vs. PD-1＋贝伐珠单抗)	III	一线肝细胞癌	启动中
肺癌	ZG005＋ZGGS18＋化疗	I/II	二线及以上肺癌	招募中
胃肠道肿瘤	ZG005单药	II	二线及以上食管癌	中心启动
	ZG005＋化疗 (vs. PD-1＋化疗)	II	一线胆道癌	招募中
神经内分泌癌/ 小细胞肺癌	ZG005＋依托泊苷/顺铂	III	一线神经内分泌癌	启动中
	ZG005＋ZG006	Ib/II	二线及以上小细胞肺癌 /神经内分泌癌	招募中

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

四款已上市产品商业化持续拓展。截至 2026 年中报，公司共有四款产品获批上市，其中多纳非尼在 HCC 和 RAIR-DTC 中获批且被纳入医保目录，持续扩大药品在全国的覆盖范围，目前已经覆盖医院 2400 余家、药房 1100 余家；重组人凝血酶纳入医保后市场渗透率加速提升，销售额较上年同期实现较大增长，目前已经覆盖 880 多家医院；吉卡昔替尼针对 MF 适应症于 2026 年 1 月 1 日正式纳入医保目录，重症斑秃适应症于今年 6 月获批，强直性脊柱炎适应症已经达到临床 3 期主要终点，数据入选 2026 年 EULAR 会议口头报告，中重度特应性皮炎的临床 3 期数据也达到了主要终点，入选 CSD2026 会议的口头报告，吉卡昔替尼进入医保后积极开展市场推广工作，随着适应症陆续获批上市，销售额预计进一步攀升；重组人促甲状腺素 β 于今年 1 月获批上市，3 月实现首单出库，截至 2026 年中报已经覆盖 180 多家药房，医院准入工作正积极推进。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

