

泽璟制药（688266.SH）

公司报告 | 首次评级报告



蔡璐怡
创新药研究员

2026年2月3日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	86.67
总市值	229.42亿
PE-TTM	-138.63
PB-MRQ	19.97

估值结果

价值	216.28亿
DDM估值	上行空间 -5.7%
状态	合理估值
价值	216.66亿
动态估值	上行空间 -5.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

泽璟制药是一家尚未盈利的创新药企，目前收入主要来自于多纳非尼小分子抗肿瘤药，在研管线中ZG005、ZG006具备较高市场潜力。

公司在研管线陆续获批上市，创新加速迈入收获期，成长空间高。公司产品聚焦创新药，毛利高，但国内医保支付压力仍存，且公司短期内仍将保持较高研发投入和市场推广投入，因此假设盈利趋势中等偏上。公司具备较强小分子、重组蛋白、双/三抗研发能力，因此判断其产业格局好、护城河持续性高，但由于当前公司尚未盈利，经壹评级调整后ROE、ROIC为负，护城河整体星级中等偏弱。

我们分别对公司上市产品和在研管线ZG005、ZG006进行销售峰值假设及测算。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值处合理区间。

我们区别于市场的观点

市场对公司在研管线ZG005、ZG006高度关注，对其销售峰值测算积极。但我们认为现有进度和证据下，还是应当考虑研发风险，审慎估值。

风险提示

- 1) 商业化不及预期：公司目前仅一款商业化较成熟药物，为抗肿瘤药，而这两年新进入商业化阶段的药物为止血药和自免药，商业化能力尚存不确定性，若商业化不及预期将导致公司收入不及预期。
- 2) 药物研发不及预期风险：公司是一家创新药企，收入增长驱动力全部来自于创新药，ZG005、ZG006等多个在研管线尚处临床II期，研发不确定性较高，若药物研发失利或导致公司收入不及预期。
- 3) 治疗格局恶化的风险：ZG005、ZG006与当前主流疗法有差异化优势，但距离获批上市有较长周期，全球同步有多种疗法正在开发中，上市时的治疗格局尚存不确定性，若治疗格局恶化将导致市占率不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	4
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

泽璟制药成立于2009年，专注小分子、重组蛋白及多抗药物的研发，2021年首个商业化产品多纳非尼上市，2024年后重组人凝血酶、rhTSH、吉卡昔替尼陆续获批上市，此外，公司在多抗研发领域取得一定突破，ZG005、ZG006备受关注。

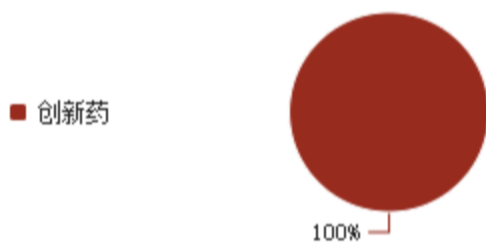
2. 业务介绍

对于泽璟制药公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

创新药：

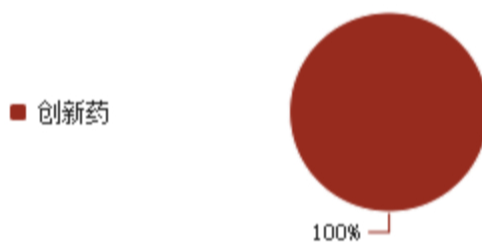
创新药即“原研药”，在靶点、作用机制等方面具有创新性，上市后有较长的专利保护期。泽璟制药主要从事小分子、重组蛋白及双抗/三抗三大药物研发，适应症范围广泛。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司业务高度聚焦创新药，研发周期长、投入高，公司需要持续的研发投入来保持专利优势，因此研发强度高。创新药研发难度大，技术上具备先进性，研发高端度高。下游为医院和患者，而创新药由于价格高、价值高，需要大量市场教育，以建立较好的用药认知基础和品牌信任，营销强度高。

3.1 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年中，公司研发人员299人，占全公司总人数30.48%，研发人员中硕博占比41.81%，创新药是高科技产业，高学历人才密集。从成果来看，公司已建立小分子靶向、复杂重组蛋白、双抗/三抗三大研发平台，在研中ZG005、ZG006全球进度领先。综上，公司研发高端度较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

2025年前三季度公司研发投入3.03亿元，全部费用化，研发投入占营收51.10%。创新药研发周期长、失败率高、所需资金多，公司聚焦小分子、重组蛋白及双抗/三抗药物三大领域研发，在研管线中包括多款抗肿瘤多靶点抗体新药和小分子靶向新药，所处细分市场为抗肿瘤靶向疗法、多特异性抗体药物，属于知识密集型行业，因此所需研发强度高。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

2025年前三季度公司销售费用3.32亿元，销售费用率55.99%。创新药均为最前沿的科学研究落地，且价格通常高于仿制药，市场认知度相对较低，需要大量投入和学术沟通来开展市场教育，让医生和患者了解并认可疗效、接受和处理副作用，且公司多款药物尚处商业化初期，仍需大量市场推广。因此，营销强度较高。

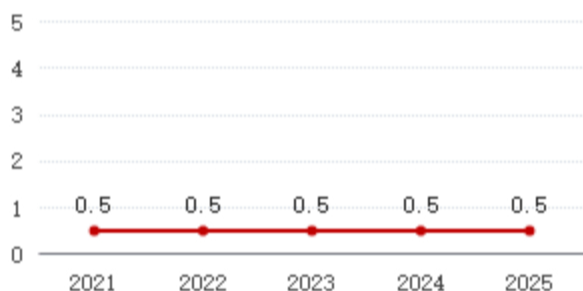
4. 历史经营绩效

公司是初创型创新药企，随着2021年首个商业化药物放量，公司成长能力已有一定上升，但由于公司尚未盈利，盈利能力、业务控制力均处较低水平。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司是典型“Biotech”企业，尚未盈利，2025年前三季度毛利率90.40%，净利率为-16.19%。公司产品均为创新药，因此毛利率高且保持在较高水平，但公司仅一款产品已实现放量，而多个在研管线进入临床和获批，导致研发费用及销售费用保持较高水平，因此公司尚未盈利，历史盈利能力较差。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



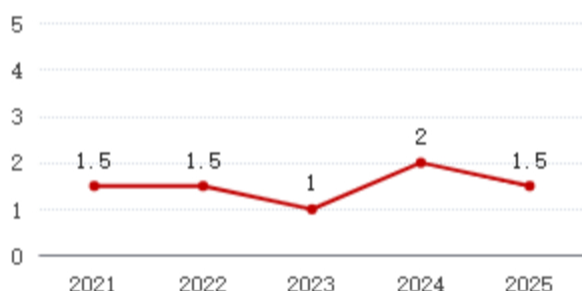
数据来源：公司财报，壹评级

2024年、2025年前三季度公司营收分别增长37.91%、54.49%。2021-2023年公司成长能力稳步提升，主要系公司核心产品多纳非尼实现放量推动营收增长，但由于公司尚未盈利，因此整体成长能力星级仍中等偏低，预计未来随着创新药获批增多，成长能力将稳步向上。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康评级较低，主要系公司尚未盈利，经营性现金流净额持续为负。2025年前三季度公司应收账款周转率3.69，公司下游主要为医院及医保资金，回款效率一般。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司过去5年股东回报依赖资本利得（股价波动），股价回报有波动但整体为正。公司持续未盈利，且为保持核心竞争力和实现产品商业化放量仍需投入大量研发和销售费用，因此暂未实施现金分红或送转股。因此公司股东回报评级较低但呈提升趋势。

5. 四维评级

公司业务聚焦创新药，随获批药物增多、放量，成长空间高。但由于公司仍需保持较高研发和销售投入，预计2025年仍将亏损，且受限于国内医保支付压力，因此假设盈利趋势中等偏上。公司在小分子、复杂重组蛋白、双抗/三抗领域，具备较强研发能力，多个在研管线具备差异化优势，因此其产业格局较好、护城河持续性较强，但由于公司尚未盈利，经壹评级调整后ROE和ROIC均为负，护城河宽度较差，因此护城河整体星级中等偏低。

5.1 成长空间

★★★★★

预测公司未来5年营收CAGR超过70%，主要系公司业务聚焦创新药，多个管线于近两年获批上市，因此整体成长空间高。

创新药(5星):

预测未来5年该业务CAGR超过70%，成长空间高，主要系公司聚焦创新药，尚处商业化初期，近两年3款创新药获批上市，且这三款药物均具备较强的差异化优势，因此我们假设能实现较高放量速度和市占率，营收有望在未来5年里维持高增速。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势中等偏上，预测未来五年毛利率维持较高水平，主要系公司聚焦创新药，创新溢价高，但由于在国内销售受限于医保支付压力，且预计短期内将维持亏损。

创新药(3.5星):

公司聚焦创新药，创新溢价高，因此我们假设未来保持高毛利，但由于仅考虑在国内销售，仍将受限于医保支付压力。且公司尚处商业化初期，我们假设研发和销售投入维持较高水平，短期内公司仍将亏损，因此盈利趋势中等偏上。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司拥有小分子、复杂重组蛋白、双抗/三抗三大药物研发平台，管线与现有主流疗法相比具备差异化特点，因此产业格局好。

创新药(4星):

公司主要深耕小分子、重组蛋白及双抗/三抗三大领域：已上市的药物中重组人凝血酶为唯一可工业化生产的局部止血药，吉卡昔替尼是目前唯二中重度骨髓纤维化一线药物；双抗/三抗有望成为下一代重磅药物，而公司在这一领域研发进度全球靠前。因此产业格局好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河星级中等偏低，具体表现为宽度低但持续性强，宽度低主要系公司尚未盈利，但公司具备较强的研发能力，专利可持续性较强，且随着商业化产品增多，渠道有望加强，因此护城河持续性强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
创新药	(0.5星) 创新药护城河宽度低，该业务经壹评级调整后ROE和ROIC为负，主要系公司尚未盈利，公司多纳非尼市占率靠前，主要系是唯一仍在专利保护期的肝癌一线小分子靶向药。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(4.5星) 该业务护城河为专利和线下渠道，可持续性高。创新药保持高售价的核心在于专利，公司依托小分子、重组蛋白、双抗/多抗三大研发平台具备较强的研发持续性；创新药需要通过医触及患者实现销售，销售较依赖线下渠道，且创新药具备一定稀缺性，随着公司商业化产品增多、医生和患者覆盖面提升，公司有望建立较强线下渠道网络。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们分别对公司上市产品和在研管线ZG005、ZG006进行销售峰值假设及测算。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值处合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务聚焦创新药。我们分管线进行销售峰值测算后，对创新药业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

创新药：

收入假设：

1) 经测算制剂显性期收入CAGR超70%，半显性期收入CAGR降至低个位数，主要系管线专利到期后面临较大降价及集采风险。销售峰值测算核心逻辑为：患病人数×治疗率×该类药物渗透率×人均治疗费用×泽璟制药市占率×调整风险系数。分管线来看：

2) 多纳非尼为唯一专利期内的肝癌一线小分子靶向药，市占率预计小幅提升。

3) 重组人凝血酶为唯一可工业化生产的手术用局部血药，与市面上的血提取局部止血药相比安全性强、规模化生产后成本优势强，且公司依托远大生命进行销售，远大生命在局部止血药领域具备较强销售能力，因此我们假设市占率积极，可达15%。我们假设局部止血药渗透率将走低，主要系微创技术提升、止血器械发展较好。

4) rhTSH适应症为分化型甲状腺癌全切/次全切术后随访和辅助治疗，市场格局好，国内仅两款上市，公司差异化布局适应症，且依托进行默克子公司进行销售，默克子公司在甲状腺癌领域具备较强销售能力，因此我们假设市占率可达50%以上。rhTSH与目前主流停药法有效性相当，但显著减少患者不适，因此假设随访和辅助治疗渗透率快速提升至15%和30%。

5) 吉卡昔替尼两大适应症骨髓纤维化和自免相关疾病，是骨髓纤维化唯二的一线用药，因此我们假设市占率快速提升至30%，自免适应症则由于上市进度不及竞品，市占率考虑中性。

6) 对于ZG005和ZG006，我们选取进度较快的癌种作为适应症，测算其销售峰值，由于mPFS尚无数据，参考同类免疫疗法数据。由于这两个管线尚处临床II期，考虑临床失败率，我们给与较低的风险调整系数。

盈利能力假设：

1) 我们假设显性期内毛利率将下行3个百分点至90%，进入半显性期后较稳定，主要系公司聚焦创新药，而国内医保谈判定价存在一定限制。

2) 我们假设显性期内研发费用率保持下降，主要系收入规模快速增长，但公司需持续开发新药以保持专利护城河，管线进入临床阶段后绝对支出额将增多；显性期内销售费用率将从50%摊薄至30%，后稳定，主要系收入规模快速增长，但公司多数产品尚处商业化初期，仍需大量市场投入；显性期内管理费用率将迅速摊薄至个位数，主要系收入规模快速增长。

表2：公司整体业绩预测

泽璟制药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.0	3.9	5.3	8.2	26.4	19.4	29.9	40.3
归母净利润(亿)	-4.6	-2.8	-1.4	-1.6	10.8	2.8	8.4	11.3
归母净利润增速(%)	-1.4	39.1	50.5	-15.1	783.5	-73.8	196.3	33.7
经营性净利润(亿)	-5.0	-3.2	-1.8	-1.6	10.8	2.8	8.4	11.3
经营性净利润增速(%)	-1.1	36.7	44.0	11.4	783.5	-73.8	196.3	33.7
经营性归母净利润(亿)	-4.8	-3.0	-1.6	-1.6	10.8	2.8	8.4	11.3
经营性归母净利润增速(%)	2.4	36.6	45.6	3.4	783.5	-73.8	196.3	33.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

创新药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.0	3.9	5.3	8.2	26.4	19.4	29.9	40.3
收入增速(%)	58.8	27.8	37.9	54.6	220.4	-26.6	54.0	34.8
经营性净利润(亿)	-5.0	-3.2	-1.8	-1.6	10.8	2.8	8.4	11.3
经营性净利率(%)	-166.9	-82.6	-33.6	-19.3	41.1	14.7	28.2	28.0
经营性净利润增速(%)	-1.1	36.7	44.0	11.4	783.5	-73.8	196.3	33.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
创新药	-4.7%	小幅负增长	较好	强	8.0%	11.46	26.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
创新药(亿)	54.2	150.5	204.7	12.0	-	-	216.7
公司整体测算(亿)	54.2	150.5	204.7	12.0	-	-	216.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
创新药(亿)	99.0	105.3	204.3	12.0	-	-	216.3
公司整体测算(亿)	99.0	105.3	204.3	12.0	-	-	216.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

泽璟制药估值确定性中等。公司聚焦创新药，院内院外均有销售，渠道分散，销售额等核心数据公司披露较少、可跟踪性差。此外，中国流行病学和疾病诊疗率调查数据较少、更新较慢。此外ZG005、ZG006尚处临床II期，临床开发具有较大的不确定性，因此估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。