

## 买入

## 创新驱动公司发展，全面布局自免领域

**诺诚健华-B (9969.HK)**

2024-12-31 星期二

目标价:	<b>8.25 港元</b>
现价:	6.12 港元
预计升幅:	35%

### 重要数据

日期	2024-12-31
收盘价 (港元)	6.12
总股本 (亿股)	17.63
总市值 (亿港元)	108
净资产 (亿元)	72
总资产 (亿元)	95
52 周高低 (港元)	7.92/4.03
每股净资产 (元)	3.86

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

HHLR Fund, L.P.(11.84%)
King Bridge Investments Limited(9%)
Sunny View Holdings Limited(8.21%)
Sunland BioMed Ltd(7.18%)

### 相关报告

深度报告: 诺诚健华(9969.HK)-20220901  
 更新报告: 诺诚健华(9969.HK)-20231103

### 研究部

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519193  
 Email: linxq@gyzq.com.hk

#### 全面布局自免领域:

公司由 B 细胞通路及 T 细胞通路来布局自免疾病领域, B 细胞通路主要是奥布替尼, T 细胞通路主要是 ICP-488 及 ICP-322 等, ICP-488 此次 II 期研究为一项随机、双盲、安慰剂对照试验, 旨在评估 ICP-488 治疗中重度斑块状银屑病的有效性和安全性。研究的主要终点是在第 12 周时, 银屑病面积和严重度指数(PASI 75)得分至少减少 75%。研究结果显示: 12 周时, 接受 6 毫克和 9 毫克 ICP-488 治疗的患者达到 PASI 75 的比例分别为 77.3% 和 78.6%, 显著高于安慰剂组的 11.6% (p<0.0001)。达到研究主要终点, 安全性良好。

#### 产品管线推进顺利, 核心产品临床试验数据优异

公司主要聚焦于血液瘤、实体瘤和自身免疫性疾病领域。产品类型是小分子抑制剂、单克隆抗体和双抗。公司在研产品组合包括, 包括 13 种药物 (其中有 2 款已商业化的产品)、30 多项处于不同临床阶段的正在进行的全球试验。1) 奥布替尼针对 SLE IIb 期临床完成入组。之前的 IIa 期临床结果积极, 唯一的 BTK 抑制剂在 II 期 SLE 临床中显示出疗效; 2) BCL2 抑制剂在 r/rCLL/SLL, r/rMCL 和其他 NHL 患者中的 I 期剂量递增临床试验显示出优异数据, 与奥布替尼联合治疗 CLL/SLL, 二期阶段已完成患者入组, 产品力强大, 与奥布替尼联合在国际市场上有巨大潜力。3) 奥布替尼治疗原发免疫性血小板减少症 (ITP) 的 III 期注册临床试验预计 25 年 Q1 完成患者入组, II 期临床结果: 在每天一次口服 50 毫克组别中, 40% 的患者达到主要终点, 而且安全性良好。

#### 再次覆盖给予买入评级, 目标价 8.25 港元

预计公司 2024-2026 年营业收入为人民币 9.65、13.2、18.05 亿元。净利润分别为 -5.17、-4.15、-2.37 亿元。截至 2024 年 9 月 30 日, 公司持有现金及相关账户结余约 78 亿元, 现金足够进行创新研究。公司通过科学创新驱动发展, 产品力强大。给予目标价为 8.25 港元, 较现价有 35% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业额	1043.0	625.4	738.5	965.0	1320.0	1805.0
同比增长(%)	74400%	-40.04%	18.09%	30.66%	36.79%	36.74%
净利润	-64.5	-886.5	-631.3	-516.8	-414.6	-237.0
同比增长(%)	-86%	-92.72%	40.43%	22.16%	24.64%	74.94%
EPS(元)	-0.04	-0.50	-0.36	-0.29	-0.24	-0.13
PE@6.12HKD	-153.20	-11.16	-15.67	-19.14	-23.85	-41.73

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 公司是创新驱动型的生物制药公司：

诺诚健华是一家创新驱动型的生物制药公司，专注于血液肿瘤、实体瘤与自身免疫性等领域的药物发现、研发与商业化。目前公司的在研药物涵盖各种新型及经过验证的治疗靶点及药物模式，包括单克隆抗体、双特异性抗体、跨肿瘤学与自身免疫的小分子药物。公司第一款上市的产品为宜诺凯®（奥布替尼，BTK 抑制剂），被纳入国家医保目录及 CSCO 淋巴瘤诊疗指南。公司在研产品组合包括，包括 13 种药物（其中有 2 款已商业化的产品）、30 多项处于不同临床阶段的正在进行的全球试验。公司生产能力优秀，目前已在广州建立了 50000 平方米的符合 GMP 规定的生产设施并取得生产许可证，年产能可达到 10 亿片剂，已在北京昌平建立一座大分子 CMC 试点设施，旨在进行早期临床试验的营运阶段。

### 自免领域取得突破：

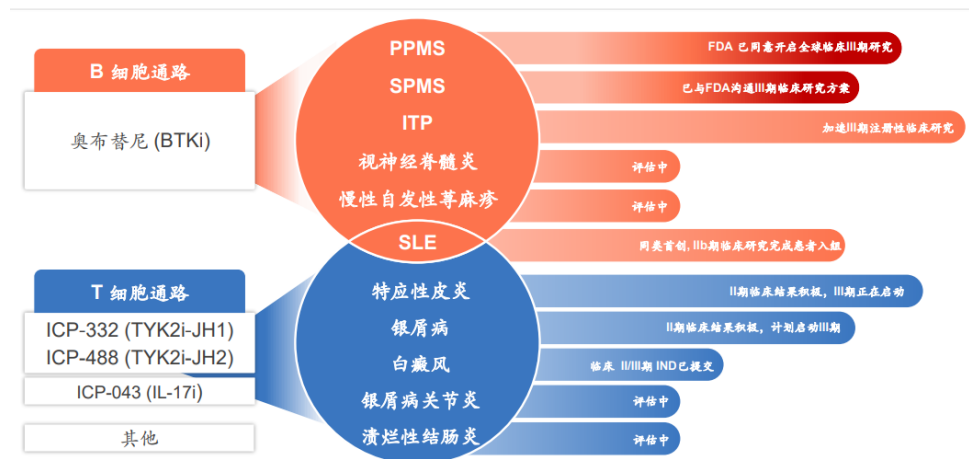
公司由 B 细胞通路及 T 细胞通路来布局自免疾病领域，B 细胞通路主要是奥布替尼，T 细胞通路主要是 ICP-488 及 ICP-322 等。ICP-488 是一种每日一次口服的 TYK2（酪氨酸激酶 2）变构抑制剂，通过结合 TYK2-JH2 结构域，阻断 IL-23、IL-12 和 I 型干扰素等炎性细胞因子的信号转导，从而抑制自身免疫性疾病和炎症性疾病的病理过程。此次 II 期研究为一项随机、双盲、安慰剂对照试验，旨在评估 ICP-488 治疗中重度斑块状银屑病的有效性和安全性。研究的主要终点是在第 12 周时，银屑病面积和严重度指数(PASI 75)得分至少减少 75%。研究结果显示：12 周时，接受 6 毫克和 9 毫克 ICP-488 治疗的患者达到 PASI 75 的比例分别为 77.3%和 78.6%，显著高于安慰剂组的 11.6%（ $p < 0.0001$ ）。12 周时，接受 6 毫克和 9 毫克 ICP-488 治疗的患者达到 PASI 90 的比例分别为 36.4%和 50.0%，显著高于安慰剂组的 0%（ $p < 0.0001$ ）。12 周时，接受 6 毫克和 9 毫克 ICP-488 治疗的患者达到 PASI 100 的比例分别为 11.4%和 11.9%，显著高于安慰剂组的 0%（ $p < 0.05$ ）。sPGA 0/1：12 周时，接受 6 毫克和 9 毫克 ICP-488 治疗的患者达到 sPGA 0/1 的比例分别为 70.5%和 71.4%，显著高于安慰剂组的 9.3%（ $p < 0.0001$ ）。中国银屑病患者约 650 万人，中重度银屑病患者约为 190 万人，目前缺乏有效药物，市场空间广阔。自免领域有超过 150 种疾病，全球患者人数超过 5 亿人。公司在自免领域前景可期。

**产品管线推进顺利，核心产品临床试验数据优异：**

公司主要聚焦于血液瘤、实体瘤和自身免疫性疾病领域。产品类型是小分子抑制剂、单克隆抗体和双抗。公司在研产品组合包括，包括 13 种药物（其中有 2 款已商业化的产品）、30 多项处于不同临床阶段的正在进行的全球试验。1) 奥布替尼针对 SLE IIb 期临床完成入组。之前的 II a 期临床结果积极，唯一的 BTK 抑制剂在 II 期 SLE 临床中显示出疗效；2) BCL2 抑制剂在 r/rCLL/SLL, r/rMCL 和其他 NHL 患者中的 I 期剂量递增临床试验显示出优异数据，与奥布替尼联合治疗 CLL/SLL，二期阶段已完成患者入组，产品力强大，与奥布替尼联合在国际市场上有巨大潜力。3) 奥布替尼治疗原发免疫性血小板减少症（ITP）的 III 期注册临床试验预计 25 年 Q1 完成患者入组，II 期临床结果：在每天一次口服 50 毫克组别中，40% 的患者达到主要终点，而且安全性良好。

**图 1：公司自免研发管线布局及进度**

**自身免疫性疾病策略**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**奥布替尼适应症不断拓展，预计将持续放量：**

公司的第一款商业化产品 BTK 抑制剂奥布替尼于 2020 年 12 月 25 日获得 NMPA 的上市批准。2024 年第三季度实现销售收入 2.76 亿元，同比增长 75.5%；2024 年 1-9 月实现 6.93 亿元，同比增长 45.0%。奥布替尼三项适应症（r/r CLL/SLL、r/r MCL、r/r MZL）均得到医保覆盖，其中奥布替尼为中国首个且唯一获批针对 MZL 适应症的 BTK 抑制剂。预计随着新适应症的陆续获批以及与抗体药物等的联合用药疗法的开发，奥布替尼的市场需求将持续增长。

**业绩持续快速增长：**

2024 年第三季度实现营业收入 2.78 亿元，同比增长 73.96%；2024 年 1-9 月实现 6.98 亿元，同比增长 29.85%。归属于上市公司股东的净利润：2024 年 1-9 月为 -2.75 亿元，亏损收窄 47.1%。毛利率：2024 年 1-9 月为 86.0%，比上年同期提高 4.8 个百分点。研发投入：2024 年 1-9 月为 6.15 亿元，占营业收入的 88.14%。

**再次覆盖给予买入评级,目标价 8.25 港元**

预计公司 2024-2026 年营业收入为人民币 9.65、13.2、18.05 亿元。净利润分别为 -5.17、-4.15、-2.37 亿元。截至 2024 年 9 月 30 日，公司持有现金及相关账户结余约 78 亿元，现金足够进行创新研究。公司通过科学创新驱动发展，产品力强大。给予目标价为 8.25 港元，较现价有 35% 的上涨空间，给予“买入”评级。

**风险提示：**

产品研发可能不及预期

医疗政策风险

产品销售可能不及预期

**财务报表摘要:**
**损益表**

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>1043.0</b>	<b>625.4</b>	<b>738.5</b>	<b>965.0</b>	<b>1320.0</b>	<b>1805.0</b>
销售成本	65.7	143.4	128.4	144.8	191.4	243.7
<b>毛利</b>	<b>977.4</b>	<b>482.0</b>	<b>610.1</b>	<b>820.3</b>	<b>1128.6</b>	<b>1561.3</b>
其他收入	0.0	198.2	244.2	120.0	60.0	60.0
分销开支	-298.5	-438.6	-366.9	-376.4	-501.6	-667.9
行政费用	-139.8	-181.6	-193.5	-199.3	-205.3	-211.5
<b>经营溢利</b>	<b>-183.8</b>	<b>-1068.4</b>	<b>-457.3</b>	<b>-536.8</b>	<b>-413.8</b>	<b>-270.8</b>
财务开支	2.6	17.1	-35.1	-38.6	-20.0	-22.0
其他开支	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前溢利</b>	<b>-20.1</b>	<b>-893.6</b>	<b>-644.2</b>	<b>-528.3</b>	<b>-423.8</b>	<b>-278.8</b>
所得税	46.6	0.0	1.4	0.0	0.0	-41.8
少数股东应占利润	-2.1	-7.1	-14.4	-11.5	-9.2	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
<b>净利润</b>	<b>-64.5</b>	<b>-886.5</b>	<b>-631.3</b>	<b>-516.8</b>	<b>-414.6</b>	<b>-237.0</b>
折旧及摊销	32.5	68.4	92.6	172.5	230.0	285.0
<b>EBITDA</b>	<b>-151.3</b>	<b>-1000.0</b>	<b>-364.7</b>	<b>-364.3</b>	<b>-183.8</b>	<b>14.2</b>
<b>增长</b>						
总收入 (%)	76368.70%	-40.04%	18.09%	30.66%	36.79%	36.74%
EBITDA (%)	284.31%	-84.87%	174.18%	0.10%	230.00%	230.00%
净利润 (%)	618.56%	-92.72%	40.43%	22.16%	24.64%	74.94%

**资产负债表**

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3237.5	4180.0	4202.7	4035.3	4045.3	4307.3
其他短期投资	2691.0	4515.4	4019.5	3979.3	4058.9	4140.1
应收账款	161.4	223.2	421.6	506.0	607.1	40.1
存货	9.9	65.3	119.1	142.9	36.7	50.1
其他流动资产	0.2	2.6	2.5	0.0	0.0	0.0
<b>流动资产</b>	<b>6417.1</b>	<b>9299.7</b>	<b>8765.4</b>	<b>8663.5</b>	<b>8748.0</b>	<b>8537.6</b>
固定资产	430.1	653.2	759.8	835.7	919.3	1011.2
权益性投资	21.4	11.7	5.7	0.0	0.0	0.0
商誉及无形资产	100.0	96.7	108.9	109.0	119.9	131.9
<b>非流动资产</b>	<b>980.4</b>	<b>1021.5</b>	<b>1153.8</b>	<b>1404.5</b>	<b>1544.9</b>	<b>1699.4</b>
<b>总资产</b>	<b>7397.5</b>	<b>10321.2</b>	<b>9919.2</b>	<b>10068.0</b>	<b>10292.9</b>	<b>10237.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>329.3</b>	<b>2075.4</b>	<b>2094.0</b>	<b>2070.1</b>	<b>2048.6</b>	<b>1812.2</b>
应付账款及票据	84.6	118.6	134.9	148.4	163.2	179.6
短期银行贷款	0.0	727.1	1256.1	1231.0	1206.4	965.1
其他短期负债	207.3	727.1	687.7	674.0	660.5	647.3
<b>非流动负债</b>	<b>329.3</b>	<b>2075.4</b>	<b>2094.0</b>	<b>2070.1</b>	<b>2048.6</b>	<b>1812.2</b>
长期银行贷款	1200.6	0.0	26.3	7.7	7.7	8.7
其他负债	208.7	601.4	618.1	636.7	655.8	675.4
<b>总负债</b>	<b>1738.6</b>	<b>2676.8</b>	<b>2738.4</b>	<b>2779.0</b>	<b>2828.3</b>	<b>2670.0</b>
少数股东权益	54.4	47.2	32.9	72.9	74.6	75.7
<b>股东权益</b>	<b>5658.9</b>	<b>7644.3</b>	<b>7180.8</b>	<b>7289.0</b>	<b>7464.6</b>	<b>7567.1</b>

**财务分析**

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>						
毛利率 (%)	94%	77%	77%	85%	86%	87%
EBITDA率 (%)	-15%	-160%	-49%	-38%	-14%	1%
净利率 (%)	-6%	-142%	-87%	-54%	-31%	-13%
ROE	-1.1%	-11.6%	-9.0%	-7.1%	-5.6%	-3.1%
ROA	-0.9%	-8.6%	-6.5%	-5.1%	-4.0%	-2.3%
<b>营运表现</b>						
SG&A/收入	13%	29%	26%	21%	16%	12%
实际税率	0%	15%	15%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)，含优先股	0	0	0	0	1	2
库存周转天数	32.3	94.4	258.5	325.8	168.9	64.1
应付账款周转天数	247.0	255.1	355.3	352.3	293.1	253.2
<b>财务状况</b>						
资产负债率	24%	26%	28%	28%	27%	26%
收入/总资产	14%	6%	7%	10%	13%	18%
总资产/股本	4.19	5.85	5.63	5.71	5.84	5.81

**现金流量表**

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>-65</b>	<b>-887</b>	<b>-631</b>	<b>-517</b>	<b>-415</b>	<b>-237</b>
折旧与摊销	32	68	93	173	230	285
营运资本变动	120	-75	-244	-268	-295	-325
其他非现金调整	80	328	111	0	0	0
<b>营运现金流</b>	<b>167</b>	<b>-565</b>	<b>-671</b>	<b>-613</b>	<b>-480</b>	<b>-277</b>
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	0
资本开支	167	370	255	360	396	436
投资减少	2,611	315	4,925	4,974	5,472	6,019
其他投资活动	-3	-3	-1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3</b>	<b>3,095</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
负债变化	35	303	5	5	29	33
股本变化	2,795	-2	0	0	1	0
股息	0	0	0	0	1	2
其他融资活动	-3	-3	-1	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3</b>	<b>3,095</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
汇率变动影响	-45	140	26	0	0	0
<b>现金变化</b>	<b>937</b>	<b>943</b>	<b>23</b>	<b>-167</b>	<b>10</b>	<b>262</b>
期初持有现金	2,301	3,237	4,180	4,203	4,035	4,045
期末持有现金	3,237	4,180	4,203	4,035	4,045	4,307



# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>