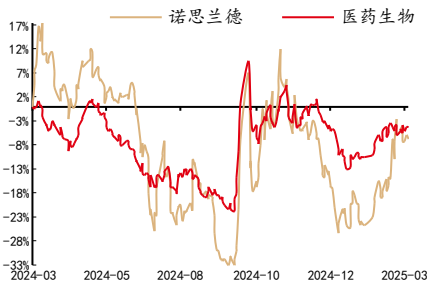




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	14.08
总股本/流通股本(亿股)	2.74 / 1.80
总市值/流通市值(亿元)	39 / 25
52周内最高/最低价	17.74 / 10.13
资产负债率(%)	40.1%
市盈率	-74.11
第一大股东	许松山

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 陈成
SAC 登记编号: S1340524020001
Email: chencheng@cnpsec.com

诺思兰德(430047)

NL003 有望年内上市，开启 CLI 基因治疗新篇章

● 基因治疗领域创新企业，迈入收获期

公司成立于 2004 年，主要从事基因治疗药物、重组蛋白质类药物和眼科用药物研发、生产及销售。根据 2024 年业绩快报，公司 2024 年实现收入 7211 万元 (+20.80%)，归母净利润 -4518 万元。凭借自身滴眼液生产技术和产能优势，公司开展眼科药品销售及 CMO/CDMO 服务，为公司发展提供稳定现金流，支撑创新药开发。创新药领域，NL003(重组人肝细胞生长因子裸质粒注射液，塞多明基注射液)和 NL005(重组人胸腺肽 $\beta 4$)两款创新药已经进入上市/临床后期阶段，逐步进入收获期。

● 国内首个裸质粒型基因治疗药物有望年内上市

塞多明基注射液用于治疗 4-6 级严重下肢缺血性疾病 (CLI)，其中溃疡 (Rutherford 5 级) 适应症已于 2024 年 7 月报产，目前所有专业审评环节均已通过，预计很快进入综合评审阶段，考虑到发补可能性，预计于 2025H2 正式获批上市；静息痛 (Rutherford 4 级) 适应症已完成临床三期。据相关研究，我国 35 岁以上下肢 PAD (外周动脉疾病) 患病人群约有 4530 万例，其中约 10% 的下肢 PAD 患者会进展为 CLI。且随着我国老龄化的加剧，患病人数预计会持续增加。CLI 发病率高、病程长、致残率高，目前尚无效治疗药物，临床上主要依靠介入及血管搭桥等外科手术方式治疗。NL003 为新型基因治疗药物，以裸质粒为载体，通过在缺血部位的局部注射方式，使得质粒转染横纹肌细胞并持续分泌肝细胞生长因子 HGF 蛋白，从而促进新生血管再生，增加缺血部位的血流供应，达到疾病治疗目的。根据临床实验信息，NL003 需注射 3 次、一次 4 针，相较于手术方式具备显著的操作便捷性和患者依从度。依据患病群体人数，参照海外同类产品国内手术价格，我们预计产品上市后 5-10 年有望成为 10 亿元以上大单品。

● 盈利预测与投资建议：

我们预计 NL003 于 2025H2 上市，2026 年开始逐步贡献收入增量。产品对应患者数量庞大且具备显著临床优势，具备较大开发潜力和广阔成长空间。我们预计公司 2024-2026 营收分别为 0.72、0.84、1.62 亿元，归母净利润分别为 -0.47、-0.54、-0.30 亿元，对应 PS 分别为 54 倍、46 倍、24 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示:**

药品上市及研发进度不及预期风险；商业化不及预期风险；医药行业政策风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	60	72	84	162
增长率(%)	-7.70	20.83	16.70	92.11
EBITDA(百万元)	-36.01	-35.23	-38.07	-1.91
归属母公司净利润(百万元)	-48.13	-46.65	-54.03	-29.76
增长率(%)	28.81	3.07	-15.80	44.91
EPS(元/股)	-0.18	-0.17	-0.20	-0.11
市盈率(P/E)	-80.23	-82.77	-71.48	-129.74
市净率(P/B)	25.21	11.81	14.14	15.87
EV/EBITDA	-120.80	-105.71	-100.83	-2033.74

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	60	72	84	162	营业收入	-7.7%	20.8%	16.7%	92.1%
营业成本	30	35	40	55	营业利润	36.2%	-19.8%	-17.1%	41.0%
税金及附加	1	1	1	2	归属于母公司净利润	28.8%	3.1%	-15.8%	44.9%
销售费用	11	17	25	40	获利能力				
管理费用	22	28	29	32	毛利率	49.2%	51.2%	52.0%	65.8%
研发费用	43	43	38	40	净利率	-80.7%	-64.7%	-64.2%	-18.4%
财务费用	-2	0	-2	1	ROE	-31.4%	-14.3%	-19.8%	-12.2%
资产减值损失	0	-1	-10	-20	ROIC	-23.4%	-12.8%	-16.8%	-8.0%
营业利润	-43	-51	-60	-35	偿债能力				
营业外收入	0	2	3	4	资产负债率	40.1%	24.4%	32.2%	45.0%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.09	2.03	0.78	0.47
利润总额	-43	-49	-57	-31	营运能力				
所得税	3	-2	-3	-2	应收账款周转率	68.09	199.13	29.58	19.44
净利润	-45	-47	-54	-30	存货周转率	1.76	1.65	2.11	5.07
归母净利润	-48	-47	-54	-30	总资产周转率	0.18	0.18	0.18	0.33
每股收益(元)	-0.18	-0.17	-0.20	-0.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.18	-0.17	-0.20	-0.11
货币资金	36	138	43	41	每股净资产	0.56	1.19	1.00	0.89
交易性金融资产	37	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1	0	6	11	PE	-80.23	-82.77	-71.48	-129.74
预付款项	9	11	12	17	PB	25.21	11.81	14.14	15.87
存货	20	22	16	6	现金流量表				
流动资产合计	106	180	92	96	净利润	-45	-47	-54	-30
固定资产	40	91	140	182	折旧和摊销	9	15	21	28
在建工程	115	136	144	143	营运资本变动	-4	-10	-11	-2
无形资产	34	37	41	46	其他	2	-1	12	27
非流动资产合计	222	309	374	424	经营活动现金流净额	-38	-43	-32	23
资产总计	328	490	466	521	资本开支	-58	-88	-79	-70
短期借款	10	0	20	70	其他	-36	26	-3	-3
应付票据及应付账款	59	59	67	92	投资活动现金流净额	-94	-62	-82	-73
其他流动负债	29	30	32	41	股权融资	9	224	0	0
流动负债合计	97	89	119	204	债务融资	10	-10	20	50
其他	34	31	31	31	其他	0	-7	-1	-2
非流动负债合计	34	31	31	31	筹资活动现金流净额	19	207	19	48
负债合计	131	119	150	234	现金及现金等价物净增加额	-113	102	-95	-2
股本	259	275	275	275					
资本公积金	234	442	442	442					
未分配利润	-337	-383	-437	-467					
少数股东权益	43	43	43	43					
其他	-3	-6	-6	-6					
所有者权益合计	197	370	316	286					
负债和所有者权益总计	328	490	466	521					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

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