



诺诚健华 (688428.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

血液瘤及自免研发加速，ADC 平台蓄势待发

业绩简评

2025年3月27日公司披露2024年年报，全年实现营收10.09亿元，同比增长36.7%；归母净亏损4.41亿元，同比减亏30.2%；扣非归母净亏损4.40亿元，同比减亏29.7%。

经营分析

血液瘤领先地位稳固，多项里程碑有望年内达成。(1) 得益于国内独占适应症复发难治的边缘区淋巴瘤 (r/r MZL) 的快速放量，奥布替尼于2024年销售同比增长49.1%，此前该适应症以不变价格被纳入医保，同时还被纳入《中国临床肿瘤学会 (CSCO) 淋巴瘤诊疗指南 2024》、成为治疗 r/r MCL 一级推荐方案。我们预计2025年该适应症将依旧能保持较高增长。(2) 奥布替尼 1L 治疗慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 (CLL/SLL) 已于2024年8月递交上市申请、预计将于2025年获批上市，新增适应症将为该药销售持续增长注入动力。(3) 坦昔妥单抗 (CD19 单抗) 有望2025年上半年获批上市，在中国，该药联合来那度胺治疗不适合自体干细胞移植 (ASCT) 的 r/r 弥漫大 B 型淋巴瘤 (DLBCL) 的适应症已被纳入 CSCO 指南、成为二级推荐方案。(4) 早研血液瘤产品将陆续进入冲刺阶段。据公司公告显示，ICP-248 (BCL-2) 联合奥布替尼 1L 治疗 r/r MCL 将于2025年3月实现首患入组 (FPI)，此外该药当月将向国家药监局递交单药开展治疗 BTKi 经治的 r/r 套细胞淋巴瘤 (MCL) 的 II 期单臂注册临床申请。另外新药 ICP-490 (E3 连接酶小分子) 也预计将在2025年3月实现 FPI。

自免研发加速，实体瘤 ADC 平台蓄势待发。(1) 奥布替尼分别于2024年9月和2025年2月与美国 FDA 就原发进展型多发性硬化症 (PPMS) 和继发进展型多发性硬化症 (SPMS) 开展 III 期临床达成一致，分别有望在2025年中及年内实现以上适应症 FPI。另外该药针对免疫性血小板减少症有望在2026年上半年递交 NDA。(2) 自免新药 ICP-332 正在有序推进 AD 的 III 期以及白癜风的 II/III 期临床，ICP-488 治疗银屑病的 III 期临床也有望在2025年3月实现 FPI。(3) 公司自建 ADC 技术平台差异化程度高，首款 ADC 产品 ICP-B794 (B7-H3 ADC) 有望于2025年上半年递交 IND。

盈利预测、估值与评级

考虑到奥布替尼快速放量、和未来几年陆续将有更多新药上市，我们预计2025/26/27年公司实现营业收入13.94/19.19/25.90亿元，归母净亏损4.34/2.21/0.37亿元。维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险、临床试验结果不及预期风险、临床时间及资金成本超预期风险、BD 不及预期风险、上市进度不及预期风险。

医药组

分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师: 赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

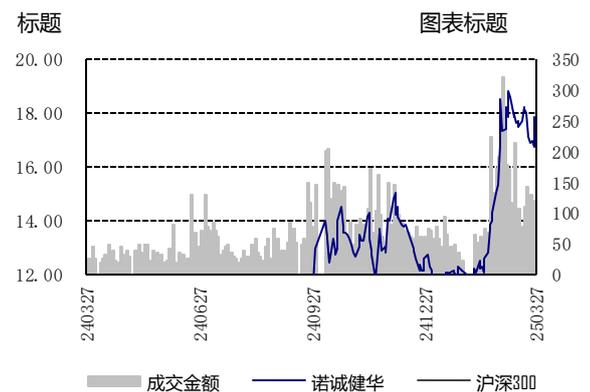
联系人: 刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 17.82 元

相关报告:

1. 《诺诚健华: 奥布替尼放量可期, 肿瘤自免两翼齐飞》, 2025.1.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	739	1,009	1,394	1,919	2,590
营业收入增长率	18.09%	36.68%	38.13%	37.60%	35.01%
归母净利润(百万元)	-631	-441	-434	-221	-37
归母净利润增长率	-28.80%	-30.20%	-1.48%	-49.08%	-83.36%
摊薄每股收益(元)	-0.358	-0.250	-0.246	-0.125	-0.021
每股经营性现金流净额	-0.41	-0.20	-0.23	-0.17	-0.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	-8.83%	-6.55%	-6.90%	-3.64%	-0.61%
P/E	-32.12	-49.12	-72.35	-142.10	-854.07
P/B	2.84	3.22	4.99	5.17	5.20

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	625	739	1,009	1,394	1,919	2,590
增长率		18.1%	36.7%	38.1%	37.6%	35.0%
主营业务成本	-143	-128	-138	-188	-251	-334
%销售收入	22.9%	17.4%	13.7%	13.5%	13.1%	12.9%
毛利	482	610	871	1,206	1,667	2,256
%销售收入	77.1%	82.6%	86.3%	86.5%	86.9%	87.1%
营业税金及附加	-7	-10	-15	-20	-26	-34
%销售收入	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
销售费用	-439	-367	-420	-488	-576	-725
%销售收入	70.1%	49.7%	41.6%	35.0%	30.0%	28.0%
管理费用	-175	-184	-169	-181	-211	-259
%销售收入	28.0%	24.9%	16.7%	13.0%	11.0%	10.0%
研发费用	-649	-757	-815	-976	-1,113	-1,295
%销售收入	103.7%	102.5%	80.7%	70.0%	58.0%	50.0%
息税前利润 (EBIT)	-787	-708	-547	-459	-258	-57
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-171	69	94	-23	-7	-22
%销售收入	27.4%	-9.3%	-9.3%	1.6%	0.4%	0.8%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	10	-54	-30	0	0	0
投资收益	-1	6	7	8	8	8
%税前利润	n.a	-0.9%	-1.6%	-1.8%	-3.5%	-19.6%
营业利润	-893	-651	-451	-444	-227	-41
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	-1	7	-2	0	0	0
税前利润	-894	-644	-453	-444	-227	-41
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	0	-1	0	0	0	0
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-894	-646	-453	-444	-227	-41
少数股东损益	-7	-14	-12	-10	-6	-4
归属于母公司的净利润	-887	-631	-441	-434	-221	-37
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-894	-646	-453	-444	-227	-41
少数股东损益	-7	-14	-12	-10	-6	-4
非现金支出	79	100	109	78	89	99
非经营收益	202	58	8	35	32	32
营运资金变动	-7	-243	-18	-67	-196	-182
经营活动现金净流	-620	-731	-355	-398	-302	-92
资本开支	-370	-255	-78	-73	-101	-121
投资	-1,529	796	1,056	-241	19	19
其他	98	119	134	8	8	8
投资活动现金净流	-1,801	660	1,111	-305	-74	-95
股权募资	2,923	10	18	3	0	0
债权募资	325	31	225	-234	0	-2
其他	-154	-40	-529	-43	-40	-40
筹资活动现金净流	3,095	1	-286	-274	-40	-42
现金净流量	813	-44	488	-977	-416	-229

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,743	8,287	6,241	5,255	4,832	4,598
应收款项	132	310	353	442	618	847
存货	65	119	96	139	182	238
其他流动资产	359	49	1,131	1,372	1,369	1,327
流动资产	9,300	8,765	7,820	7,209	7,001	7,010
%总资产	90.0%	88.4%	83.1%	82.0%	81.4%	81.2%
长期投资	12	6	0	-3	-2	0
固定资产	622	731	755	768	782	805
%总资产	6.0%	7.4%	8.0%	8.7%	9.1%	9.3%
无形资产	316	302	293	296	299	300
非流动资产	1,029	1,155	1,587	1,581	1,598	1,624
%总资产	10.0%	11.6%	16.9%	18.0%	18.6%	18.8%
资产总计	10,329	9,920	9,407	8,790	8,599	8,634
短期借款	20	28	225	30	28	26
应付款项	297	258	254	303	364	445
其他流动负债	1,751	1,796	570	584	562	562
流动负债	2,068	2,082	1,049	917	954	1,033
长期贷款	0	26	1,019	969	979	989
其他长期负债	617	631	594	600	588	575
负债	2,684	2,739	2,662	2,486	2,521	2,597
普通股股东权益	7,597	7,148	6,725	6,294	6,073	6,036
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-4,448	-5,080	-5,520	-5,954	-6,175	-6,212
少数股东权益	47	33	21	11	5	1
负债股东权益合计	10,329	9,920	9,407	8,790	8,599	8,634

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.503	-0.358	-0.250	-0.246	-0.125	-0.021
每股净资产	4.306	4.054	3.816	3.571	3.446	3.425
每股经营现金净流	-0.351	-0.414	-0.201	-0.226	-0.172	-0.052
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-11.67%	-8.83%	-6.55%	-6.90%	-3.64%	-0.61%
总资产收益率	-8.58%	-6.36%	-4.68%	-4.94%	-2.57%	-0.43%
投入资本收益率	-10.27%	-9.81%	-6.85%	-6.29%	-3.65%	-0.81%
增长率						
主营业务收入增长率	-40.04%	18.09%	36.68%	38.13%	37.60%	35.01%
EBIT增长率	305.13%	-10.08%	-22.68%	-16.18%	-43.75%	-77.92%
净利润增长率	1273.58%	-28.80%	-30.20%	-1.48%	-49.08%	-83.36%
总资产增长率	40.01%	-3.96%	-5.17%	-6.56%	-2.18%	0.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.5	99.9	113.4	115.0	117.0	119.0
存货周转天数	95.8	262.0	283.0	270.0	265.0	260.0
应付账款周转天数	258.6	360.2	347.1	320.0	310.0	300.0
固定资产周转天数	247.4	278.7	222.7	170.0	128.0	96.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-114.11%	-114.65%	-85.32%	-83.42%	-79.12%	-75.30%
EBIT利息保障倍数	-4.6	10.3	5.8	-20.0	-38.2	-2.6
资产负债率	25.99%	27.61%	28.29%	28.28%	29.32%	30.08%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	4	9
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.60

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究