

诺诚健华（688428.SH）

奥布替尼持续放量，推出 B7H3 ADC 创新管线

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	739	1,009	1,383	1,797	2,222
增长率 yoy（%）	18.1	36.7	37.0	29.9	23.7
归母净利润（百万元）	-631	-441	-361	-236	-30
增长率 yoy（%）	28.8	30.2	18.0	34.8	87.4
ROE（%）	-9.0	-6.7	-5.8	-3.9	-0.5
EPS 最新摊薄（元）	-0.36	-0.25	-0.21	-0.13	-0.02
P/E（倍）	-53.5	-76.7	-93.5	-143.3	-1134.6
P/B（倍）	4.7	5.0	5.3	5.5	5.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年公司实现营业收入 10.1 亿元，同比增长 36.7%；归母净亏损 4.4 亿元，同比缩窄 30.2%。

奥布替尼收入持续高增，新适应症快速推进：2024 年奥布替尼收入 10.0 亿元，同比增长 49.1%，主要是归功于 r/r MZL 适应症纳入医保后在 2024 年实现快速放量，以及商业化团队能力的不断加强。截至 2025 年 3 月，在血液瘤领域，奥布替尼有三项适应症贡献收入，一项适应症（1L CLL/SLL）处于 NDA 阶段。在自免领域，ITP、MS、SLE 等适应症已推进至临床 2/3 期。新适应症的快速推进将持续为奥布替尼收入增长注入新活力，支撑公司整体业绩稳步增长。

毛利率明显改善，研发支出维持高位：2024 年毛利润 8.7 亿元，同比增长 42.8%；毛利率 86.3%，同比提高 3.7 个百分点，主要系单位销售成本下降所致。费用支出方面，销售/管理/研发费用分别为 4.2/1.7/8.2 亿元，同比变化 +14.5%/-8.5%/+7.6%。销售费用增长主要系商业化推广加大，以及商业化团队扩充所致。研发费用增长主要系投资以推进技术平台创新及临床研究所致。

ICP-B02 实现授权合作，加快全球化进程：2025 年 1 月，诺诚健华、康诺亚、天诺健成与 Prolium 签订独占许可协议，授予 Prolium 在全球非肿瘤领域以及除亚洲以外的全球肿瘤领域，开展 ICP-B02（CM355），即 CD20/CD3 双特异性抗体的开发、注册、生产和商业化的独占权利。根据协议，公司与康诺亚将按各 50%比例合计获得 1750 万美元首付款及近期付款，并有权合计获得最高 5.025 亿美元的额外里程碑付款。国际合作和对外授权是公司 BD 战略的一部分，也是迈向全球化的重要一步。未来公司将持续加强在关键市场的临床开发和注册事务能力，加强其他有前景的研发管线的全球化。

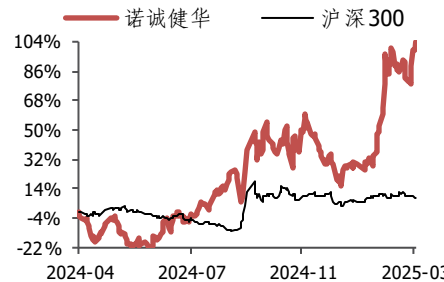
靶向 B7H3 ADC 发布，丰富肿瘤管线布局：根据 2024 年报，公司推出高度差异化的 ADC 平台，采用自主研发的连接子-载荷（LP）技术，在提高疗效的同时进一步优化安全性。基于该平台，一款靶向 B7H3 的新型 ADC（ICP-B794）计划于 2025 年上半年递交 IND 申请。在临床前研究中，ICP-B794 在 SCLC、NSCLC 及其他实体瘤的 CDX 小鼠模型中展现了强效的抗肿瘤活性。

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 4 月 1 日收盘价（元）	19.17
总市值（百万元）	33,788.41
流通市值（百万元）	5,104.64
总股本（百万股）	1,762.57
流通股本（百万股）	266.28
近 3 月日均成交额（百万元）	99.70

股价走势



作者

分析师 吴明华

执业证书编号：S1070525010002

邮箱：wuminghua@cgws.com

分析师 陈玥桦

执业证书编号：S1070524090003

邮箱：chenyuehua@cgws.com

相关研究

1、《创新基因奠定持续增长潜力，突破自免打开国际化之路》2025-03-17

2025 年重要催化剂：1) 奥布替尼 1L CLL/SLL、坦昔妥单抗获批上市；2) 奥布替尼 PPMS/SPMS 的 3 期临床实现 FPI；3) 奥布替尼 SLE 的 2b 期数据读出；4) 启动结节性痒疹（PN）的全球 2 期临床；5) ICP-723 治疗儿童人群（2-12 岁）的 NTRK 融合阳性的晚期实体瘤适应症的 NDA；6) ICP-189（SHP2）联合伏美替尼的 1b 期数据读出；7) ICP-B794 递交 IND 申请。

投资建议：公司是国内淋巴瘤市场的领军者，凭借大单品奥布替尼持续放量，2024 年收入突破 10 亿元。中短期内，若奥布替尼适应症拓展，坦昔妥单抗、ICP-723 上市等事项进展顺利，公司商业化层面盈利能力将持续优化。中长期看，多个自免适应症推进至临床中后期，若进展顺利，有望打开第二成长曲线。我们预计公司 2025-2027 年收入为 13.83/17.97/22.22 亿元，同比增长 37.0%/29.9%/23.7%，维持“买入”评级。

风险提示：临床试验进度不及预期风险、药品注册审评进度或结果不及预期风险、地缘政治不确定风险、尚未盈利风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8765	7820	8262	7486	7114
现金	8287	6241	6977	6183	5815
应收票据及应收账款	276	351	264	289	205
其他应收款	2	2	3	4	5
预付账款	39	57	75	97	115
存货	119	96	91	46	84
其他流动资产	42	1074	852	867	890
非流动资产	1155	1587	1355	1437	1538
长期股权投资	6	0	0	0	0
固定资产	564	616	708	798	858
无形资产	266	258	279	306	339
其他非流动资产	319	713	367	334	342
资产总计	9920	9407	9617	8923	8653
流动负债	2082	1049	1758	1635	1527
短期借款	0	137	137	137	137
应付票据及应付账款	135	128	121	98	80
其他流动负债	1947	783	1500	1399	1310
非流动负债	657	1612	1482	1153	1021
长期借款	26	1019	782	589	399
其他非流动负债	631	594	700	564	622
负债合计	2739	2662	3240	2788	2547
少数股东权益	33	21	12	8	7
股本	0	0	0	0	0
资本公积	12150	12111	12111	12111	12111
留存收益	-5080	-5520	-5890	-6130	-6161
归属母公司股东权益	7148	6725	6364	6128	6098
负债和股东权益	9920	9407	9617	8923	8653

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-665	-366	641	-230	44
净利润	-646	-453	-370	-241	-30
折旧摊销	71	79	82	99	105
财务费用	-69	-94	34	53	75
投资损失	-6	-7	-8	-10	-10
营运资金变动	-243	-18	887	-144	-111
其他经营现金流	226	128	16	13	15
投资活动现金流	661	1111	143	-184	-210
资本支出	255	78	162	161	167
长期投资	796	1056	0	0	0
其他投资现金流	120	134	306	-23	-43
筹资活动现金流	1	-286	-48	-380	-203
短期借款	0	137	0	0	0
长期借款	26	992	-237	-192	-191
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	68	-40	0	0	0
其他筹资现金流	-93	-1376	189	-187	-12
现金净增加额	23	477	736	-793	-369

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	739	1009	1383	1797	2222
营业成本	128	138	187	241	293
营业税金及附加	10	15	14	22	28
销售费用	367	420	540	629	711
管理费用	184	169	166	196	200
研发费用	757	815	844	935	978
财务费用	-69	-94	34	53	75
资产和信用减值损失		-2	-1	-1	-1
其他收益	36	27	37	40	35
公允价值变动收益	-54	-30	-15	-12	-14
投资净收益	6	7	8	10	10
资产处置收益	0	0			
营业利润	-651	-451	-371	-242	-33
营业外收入	12	0	4	4	5
营业外支出	5	2	2	2	3
利润总额	-644	-453	-370	-241	-30
所得税	1	0	0	0	0
净利润	-646	-453	-370	-241	-30
少数股东损益	-14	-12	-8	-5	-1
归属母公司净利润	-631	-441	-361	-236	-30
EBITDA	-730	-512	-323	-178	38
EPS (元/股)	-0.36	-0.25	-0.21	-0.13	-0.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	18.1	36.7	37.0	29.9	23.7
营业利润 (%)	27.1	30.7	17.7	34.8	86.5
归属母公司净利润 (%)	28.8	30.2	18.0	34.8	87.4
获利能力					
毛利率 (%)	82.6	86.3	86.5	86.6	86.8
净利率 (%)	-87.4	-44.9	-26.7	-13.4	-1.4
ROE (%)	-9.0	-6.7	-5.8	-3.9	-0.5
ROIC (%)	-10.3	-6.9	-5.0	-3.7	-0.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.6	28.3	33.7	31.2	29.4
净负债比率 (%)	-106.5	-65.7	-81.4	-77.0	-73.4
流动比率	4.2	7.5	4.7	4.6	4.7
速动比率	4.1	7.0	4.6	4.4	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
应收账款周转率	3.7	3.2	4.5	6.5	9.0
应付账款周转率	1.0	1.1	1.5	2.2	3.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.36	-0.25	-0.21	-0.13	-0.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.38	-0.21	0.36	-0.13	0.02
每股净资产 (最新摊薄)	4.06	3.82	3.61	3.48	3.46
估值比率					
P/E	-53.5	-76.7	-93.5	-143.3	-1134.6
P/B	4.7	5.0	5.3	5.5	5.5
EV/EBITDA	10.4	10.1	18.4	30.7	-136.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686