

2025 年 04 月 30 日

证券研究报告•2024 年年报点评

诺诚健华（9969.HK）医疗保健

当前价：10.16 港元

目标价：——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，奥布替尼销售强劲增长

投资要点

- **事件：**公司公布 2024 年业绩，2024 年营业收入为 10.1 亿元（+36.7%），其中奥布替尼实现强劲增长，销售额为 10 亿元（+49.1%），业绩符合预期。
- **奥布替尼销售强劲增长，血液瘤和自身免疫病推进顺利。**奥布替尼 2024 年销售额为 10 亿元（+49.1%）。奥布替尼肿瘤适应症持续扩增中，一线治疗 CLL/SLL 的 NDA 申请于 2024 年 8 月获 CDE 受理，针对复发/难治性 MCL 的注册性 II 期临床试验已经完成，并向澳大利亚治疗用品管理局递交 NDA。自免适应症上，目标在 2025 年中实现 PPMS 的 FPI，并在 2025 年内实现 SPMS 的 FPI；ITP 的中国注册性 III 期临床试验正在进行中，计划 2026 年上半年 NDA；SLE 的 II b 期临床试验预计 2025 年 Q4 读出数据。
- **TYK2 抑制剂国内研发第一梯队，两款产品研发进展顺利。**公司拥有两款 TYK2 抑制剂，ICP-332 正开发特应性皮炎等免疫炎症性疾病，于 2024 年第四季度启动 AD III 期临床，白癜风 II/III 期临床试验的 IND 申请已在中国获得批准，即将开始患者入组。在美国，公司已完成 ICP-332 的 I 期临床试验，并将与 FDA 沟通后续临床开发计划。ICP-448 是一种强效的高选择性的 TYK2 变构抑制剂，斑块性银屑病 III 期临床试验的患者招募于 2025 年 3 月启动，并成功实现 FPI。
- **坦昔妥单抗有望于 2025 年上市，ICP-248 步入 III 期临床试验。**坦昔妥单抗/Tafasitamab 是一款靶向 CD19 的 Fc 结构域优化的人源化单克隆抗体，2024 年 6 月，坦昔妥单抗联合来那度胺治疗复发/难治 DLBCL 的上市申请在中国获受理，预计将于 2025 年上半年获得批准。ICP-248 是一款 Bcl-2 抑制剂，2025 年 2 月，CDE 同意在中国启动 ICP-248 联合奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 的注册性 III 期临床试验，此外，ICP-248 已获得监管部门批准在中国和澳大利亚开展 AML 临床试验，目前剂量递增和扩展研究正在进行中。
- **盈利预测：**诺诚健华业绩成长确定性高，管线落地在即，我们预计 2025-2027 年营业收入分别 13.8、19、23.4 亿元。
- **风险提示：**研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1009.45	1379.27	1900.36	2340.68
增长率	36.68%	36.64%	37.78%	23.17%
归属母公司净利润（百万元）	-440.63	-289.40	-28.73	195.75
增长率	30.20%	34.32%	90.07%	781.40%
每股收益 EPS（元）	-0.25	-0.16	-0.02	0.11
净资产收益率 ROE	-6.55%	-4.50%	-0.45%	2.96%
PE	-40.64	-61.88	-623.35	91.48

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌

执业证号：S1250522120001

电话：021-68416017

邮箱：ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	4.27-10.52
3 个月平均成交量(百万)	12.89
流通股数(亿)	17.63
市值(亿)	179.08

相关研究

1. 诺诚健华（9969.HK）：股权激励彰显发展信心，进入 2.0 快速发展新时期（2024-11-29）
2. 诺诚健华（9969.HK）：业绩超预期，建立血液瘤领域的领导地位（2024-08-22）
3. 诺诚健华（9969.HK）：商业化渐入佳境，多款药物处于关键性临床（2024-07-13）

盈利预测

关键假设：

假设 1: 奥布替尼于 2024 年递交一线 CLL/SLL 的上市申请, 假设于 2025 年获批上市。假设 ITP 适应症于 2026 年递交上市申请, 于 2027 年上市。假设奥布替尼二线 cLL/SLL 适应症 2025-2027 年市占率分别为 13.5%、15%和 16%, 二线 MCL 市占率分别为 7.8%、8.8%和 9.3%, 二线 MZL 市占率分别为 9%、11%和 12%, 一线 CLL/SLL 市占率分别为 0.3%、2.3%和 3.8%, ITP 2027 年市占率 0.3%, 预计奥布替尼 2025-2027 年收入为 13.2、16.8 和 19.6 亿元。

假设 2: Tafasitamab 与来那度胺的联合疗法治疗复发难治性 DLBCL 于 2024 年递交 NDA, 有望于 2025 年上市。假设 2025-2027 年市占率分别为 0.3%、1.8%和 3.1%, 预计 Tafasitamab 2025-2027 年收入为 0.5、1.8 和 3.2 亿元。

假设 3: 假设 ICP-723 于 2025 年 NDA, 2026 年上市, 假设 2026-2027 年市占率为 2%和 8%, 对应 2026-2027 年收入为 0.3 和 0.5 亿元。

综上, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 13.8、19、23.4 亿元。

表 1: 公司 2025-2027 收入预测 (亿元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	10.1	13.8	19	23.4
奥布替尼	10	13.2	16.8	19.6
Tafasitamab		0.5	1.8	3.2
ICP-723			0.3	0.5
研发服务收入	0.1	0.1	0.1	0.1

数据来源: wind, 西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4765.89	4079.80	3967.77	4680.14	营业额	1009.45	1379.27	1900.36	2340.68
应收账款	351.00	445.35	613.60	755.77	销售成本	138.44	179.31	237.55	280.88
预付款项	77.45	94.47	104.13	96.19	其他费用	46.43	63.44	87.40	107.66
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	419.96	551.71	703.13	842.64
存货	95.58	98.25	97.62	76.95	管理费用和研发费用	997.89	1020.66	1045.20	1053.30
其他流动资产	2530.27	2758.55	2850.54	2340.68	财务费用	33.79	38.14	35.32	34.27
流动资产总计	7820.19	7476.41	7633.66	7949.73	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.40	0.40	0.40	0.40	投资收益	-5.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	784.33	710.60	636.87	563.15	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-632.32	-473.98	-208.24	21.92
无形资产	317.68	264.73	211.78	158.84	其他非经营损益	179.72	190.38	190.38	190.38
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-452.59	-283.60	-17.86	212.30
其他非流动资产	484.90	303.13	203.13	103.13	所得税	0.26	11.42	11.42	12.74
非流动资产合计	1587.31	1278.86	1052.18	825.51	税后利润	-452.86	-295.03	-29.29	199.56
资产总计	9407.49	8755.27	8685.85	8775.24	归属于非控制股东利润	-12.22	-5.63	-0.56	3.81
应付账款	128.36	147.37	130.16	76.95	归属于母公司股东利润	-440.63	-289.40	-28.73	195.75
其他流动负债	738.84	738.29	815.36	758.40	EBITDA	-312.55	-118.79	144.13	373.24
流动负债合计	1061.00	885.66	945.52	835.36	NOPLAT	-562.31	-438.13	-175.04	52.82
长期借款	1018.70	1018.70	1018.70	1018.70	EPS(元)	-0.25	-0.16	-0.02	0.11
其他非流动负债	581.86	400.00	300.00	300.00					
非流动负债合计	1600.56	1418.70	1318.70	1318.70	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	2661.56	2304.36	2264.22	2154.06	成长能力				
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	营收额增长率	36.68%	36.64%	37.78%	23.17%
归属于母公司股东权益	6725.30	6435.90	6407.18	6602.93	EBIT 增长率	31.2%	41.39%	107.11%	1312.2%
归属于非控制股东权益	20.63	15.01	14.45	18.25	EBITDA 增长率	39.49%	61.99%	221.34%	158.96%
权益合计	6745.94	6450.91	6421.62	6621.18	税后利润增长率	29.86%	34.85%	90.07%	781.40%
负债和权益合计	9407.49	8755.27	8685.85	8775.24	盈利能力				
					毛利率	86.29%	87.00%	87.50%	88.00%
					净利率	-44.8%	-21.39%	-1.54%	8.53%
					ROE	-6.55%	-4.50%	-0.45%	2.96%
					ROA	-4.68%	-3.31%	-0.33%	2.23%
					ROIC	-13%	-13.47%	-5.04%	1.47%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	-40.64	-61.88	-623.35	91.48
税后经营利润	-627.42	-473.98	-208.24	20.60	P/S	17.74	12.98	9.42	7.65
折旧与摊销	106.26	126.67	126.67	126.67	P/B	2.66	2.78	2.79	2.71
财务费用	33.79	38.14	35.32	34.27	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营资金	121.82	-323.86	-209.42	286.13	EV/EBIT	8.29	12.07	-161.53	-14.20
经营性现金净流量	-365.55	-633.03	-255.66	467.68	EV/EBITDA	11.11	24.94	-19.57	-9.38
投资性现金净流量	1111.12	178.88	178.96	278.96	EV/NOPLAT	6.17	6.76	16.11	-66.31
筹资性现金净流量	-285.60	-231.94	-35.32	-34.27					
现金流量净额	459.98	-686.09	-112.03	712.37					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn