



诺诚健华 (688428.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

创新成果逐步兑现，全球化布局潜力可期

业绩简评

2025年8月19日，公司披露2025年中报，上半年实现营收7.3亿元，同比增长74.3%；其中公司的产品收入约为6.4亿，同比增长53.5%，上半年亏损同比降低86.7%，减少至0.36亿元。

经营分析

加速创新成果兑现，上半年多项里程碑创国内首次纪录。 1) 奥布替尼新适应1L治疗CLL/SLL获批上市、并纳入指南I级推荐。2) 坦昔妥单抗成为国内首个获批治疗R/R DLBCL的CD19单抗。3) ICP-248 (BCL-2) 正加速推进两项注册临床研究，且上半年被授予突破性疗法认定，使得该药成为中国首个获得BTD认定的BCL2抑制剂。4) ICP-723 (TRK) NDA获CDE受理并被纳入优先审评，有望成为中国首个自主研发获批上市的TRK抑制剂。5) 公司ADC技术平台首个创新分子ICP-B794 (B7-H3 ADC) 上半年亦获批临床。

国际化进程行稳致远，后续出海合作潜力可期。 1) 2025年1月，公司携手康诺亚和海外药企Prolium Bioscience达成许可合作，授权Prolium开发和商业化CD20×CD3双特异性抗体ICP-B02 (CM355)。2) 奥布替尼治疗原发进展型多发性硬化 (PPMS) 和继发进展型多发性硬化 (SPMS) 正在全球启动III期注册临床试验。全球PMS患者基数庞大、达到290万人，而目前治疗手段匮乏、属于蓝海市场，奥布替尼海外合作潜力巨大。3) 公司两款TYK2抑制剂是全球较早进入临床试验的TYK2抑制剂，在II期研究中展现了良好的有效性和安全性。其中ICP-332治疗特应性皮炎的III期临床试验预计今年完成患者入组，治疗白癜风的II/III期临床试验正在加速推进中，治疗结节性痒疹的全球II期临床即将启动。ICP-332进度领先，全球合作潜力大。4) ICP-248联合奥布替尼一线治疗CLL/SLL的注册性III期临床试验加速推进中。其中II期研究显示，36周时总缓解率 (ORR) 为100%，靶病灶完全缓解率 (CRR) 为57%，不可检测的微小残留病灶 (uMRD) 率为65%。另一适应症针对既往BTK抑制剂治疗耐药后的MCL患者，ORR达到84%，最佳完全缓解率 (CRR) 为36%，疗效优异。目前ICP-248同时推进全球临床，将为该分子后续出海奠定坚实基础。

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14.34/19.19/25.90亿元，归母净亏损3.46/2.20/0.35亿元。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：甘坛煥 (执业S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.81元

相关报告：

- 《诺诚健华公司点评：血液瘤及自免研发加速，ADC平台蓄势待发》，2025.3.29
- 《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	1,434	1,919	2,590
营业收入增长率	18.09%	36.68%	42.04%	33.81%	35.01%
归母净利润(百万元)	-631	-441	-346	-220	-35
归母净利润增长率	-28.80%	-30.20%	-21.43%	-36.47%	-83.87%
摊薄每股收益(元)	-0.358	-0.250	-0.196	-0.125	-0.020
每股经营性现金流净额	-0.41	-0.20	-0.19	-0.16	-0.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	-8.83%	-6.55%	-5.42%	-3.57%	-0.58%
P/E	-32.12	-49.12	-90.73	-142.80	-885.36
P/B	2.84	3.22	4.92	5.10	5.13

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	1,434	1,919	2,590
增长率		18.1%	36.7%	42.0%	33.8%	35.0%
主营业务成本	-143	-128	-138	-194	-251	-334
%销售收入	22.9%	17.4%	13.7%	13.5%	13.1%	12.9%
毛利	482	610	871	1,240	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	-473	-576	-725
%销售收入	70.1%	49.7%	41.6%	33.0%	30.0%	28.0%
管理费用	-175	-184	-169	-186	-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	-932	-1,113	-1,295
%销售收入	103.7%	102.5%	80.7%	65.0%	58.0%	50.0%
息税前利润 (EBIT)	-787	-708	-547	-371	-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	-22	-6	-20
%销售收入	27.4%	-9.3%	-9.3%	1.6%	0.3%	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%	-2.2%	-3.5%	-20.3%
营业利润	-893	-651	-451	-356	-226	-39
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	-356	-226	-39
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	-356	-226	-39
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	-346	-220	-35
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	-356	-226	-39
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	-93	-170	-182
经营活动现金净流	-620	-731	-355	-336	-276	-91
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	-915	-389	-228

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	5,317	4,921	4,688
应收款项	132	310	353	455	618	847
存货	65	119	96	143	182	238
其他流动资产	359	49	1,131	1,374	1,369	1,327
流动资产	9,300	8,765	7,820	7,289	7,090	7,100
%总资产	90.0%	88.4%	83.1%	82.2%	81.6%	81.4%
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%	9.0%	9.2%
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%	17.8%	18.4%	18.6%
资产总计	10,329	9,920	9,407	8,871	8,688	8,724
短期借款	20	28	225	30	28	26
应付款项	297	258	254	304	364	445
其他流动负债	1,751	1,796	570	576	562	562
流动负债	2,068	2,082	1,049	909	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	2,478	2,521	2,597
普通股股东权益	7,597	7,148	6,725	6,382	6,162	6,127
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-4,448	-5,080	-5,520	-5,866	-6,086	-6,122
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	8,871	8,688	8,724

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.503	-0.358	-0.250	-0.196	-0.125	-0.020
每股净资产	4.306	4.054	3.816	3.621	3.496	3.476
每股经营现金净流	-0.351	-0.414	-0.201	-0.191	-0.156	-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%	-5.42%	-3.57%	-0.58%
总资产收益率	-8.58%	-6.36%	-4.68%	-3.90%	-2.53%	-0.41%
投入资本收益率	-10.27%	-9.81%	-6.85%	-5.03%	-3.60%	-0.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-40.04%	18.09%	36.68%	42.04%	33.81%	35.01%
EBIT增长率	305.13%	-10.08%	-22.68%	-32.15%	-30.51%	-77.92%
净利润增长率	1273.58%	-28.80%	-30.20%	-21.43%	-36.47%	-83.87%
总资产增长率	40.01%	-3.96%	-5.17%	-5.71%	-2.06%	0.42%
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	165.3	128.0	96.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-114.11%	-114.65%	-85.32%	-83.25%	-79.42%	-75.66%
EBIT利息保障倍数	-4.6	10.3	5.8	-16.5	-45.6	-2.8
资产负债率	25.99%	27.61%	28.29%	27.93%	29.02%	29.77%

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	0	0	2	12
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.20	1.68

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。

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