



诺诚健华

688428.SH

奥布替尼持续快速放量，核心管线成果逐步兑现

事件：公司发布2025年中报：2025上半年公司实现营收7.31亿元，同比增长74.26%，其中，药品销售收入6.41亿元，同比增长53.47%；归属于上市公司股东的净利润-0.30亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.82亿元；研发费用4.50亿元，同比增长6.71%。

事件点评：

◆**奥布替尼持续快速放量，1L CLL/SLL 适应症国内获批上市。**今年上半年，公司核心产品奥布替尼实现强劲增长，销售额为6.37亿元，同比增长52.84%。此外，奥布替尼单药用于一线治疗CLL/SLL已于4月获NMPA批准上市，并被纳入2025年CSCO淋巴瘤诊疗指南一线治疗CLL/SLL的I级推荐，有望进一步拓展用药患者人群、提升市场渗透率，成为奥布替尼未来销量持续增长的新驱动力。

◆**Tafasitamab 获 NMPA 批准上市，商业化增量可期。**2025年5月，坦昔妥单抗（Tafasitamab，商品名：明诺凯®）联合来那度胺治疗不适合自体干细胞移植条件的 r/r DLBCL 成人患者的 NDA 获 NMPA 批准，成为公司的第二款商业化产品，进一步丰富了公司的血液瘤产品管线。坦昔妥单抗联合来那度胺的疗法已正式纳入 CSCO 指南，列为治疗不符合 ASCT 条件的 r/r DLBCL 成年患者的 II 级推荐方案，进一步提升了其临床认可度和市场渗透潜力。目前，公司正通过专项团队及强大的血液瘤商业化网络积极推进上市筹备工作，预计将于 2025 年 Q3 末至 Q4 初启动 Tafasitamab 销售，不仅将为公司贡献新的业绩增量，也将进一步巩固公司在血液瘤市场的领导地位。

◆**ICP-248 已启动两项注册性临床研究，各适应症全球加速布局。**2025年上半年，公司的核心管线 BCL-2i ICP-248（Mesutoclax）已有多项临床试验启动：(1)联合奥布替尼针对 1L CLL/SLL 固定疗程的 III 期临床试验正在患者招募中；(2)用于 BTKi 治疗失败的 r/r MCL 的 II 期临床试验已启动患者招募，且 ICP-248 具有国内首个授予 BCL-2i 的突破性

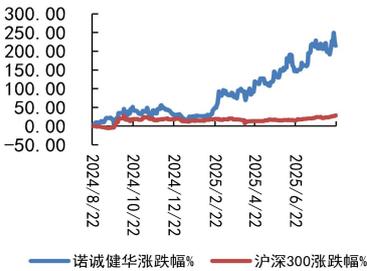
请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

基础数据：

截至 2025 年 8 月 22 日

当前股价	30.37 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	17.65 亿股
流通股本	2.68 亿股
总市值	535.92 亿元
流动市值	81.50 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

分析师 魏钰琪

weiyuqi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200525060001

联系电话：010-68099389

公司地址：

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层



疗法资格；(3)经美国 FDA 批准后，1L AML 剂量爬坡已完成，并将于 2025 年 ASH 会议公布数据，MDS 适应症预计将在 2025 年下半年开展剂量确认研究。ICP-248 全球研发进度领先、早期临床数据优异、具有同类最佳潜力，目前已成为公司血液瘤产品管线的战略支柱。

◆**公司持续耕耘自免领域多项适应症，多款口服疗法创新研发逐步推进。**公司持续深度探索奥布替尼在自免领域的临床价值，推进相关研究：(1)奥布替尼用于治疗 PPMS 和 SPMS 的两项 III 期全球多中心临床试验均预计于 2025 年下半年启动患者招募；(2)奥布替尼用于治疗 ITP 的国内 III 期注册性临床试验已完成患者入组，预计 2026 年上半年递交 NDA；(3)奥布替尼用于治疗 SLE 为同类首创，其 IIb 期临床试验已于 2024 年完成患者招募，预计 2025Q4 读出数据。此外，公司的两款具有差异化优势的 TYK2 抑制剂 ICP-332 (Soficitinib) 和 ICP-488 对多个自免适应症颇具治疗潜力：ICP-332 用于 AD 的 III 期注册性临床试验正在进行患者招募、用于治疗白癜风的 II/III 期临床试验已于 2025 年 5 月开始患者招募、用于 PN 的全球 II 期临床试验方案正在与 FDA 沟通且预计于 2025 年下半年启动；ICP-488 用于治疗斑块性银屑病的 III 期注册性试验正在招募患者。再者，公司管线亦涵盖多款在研创新型口服自免疾病治疗方案，包括小分子、环肽和分子胶等，目前尚处于较早期研发阶段。

◆**ICP-732 在国内已递交 NDA 并获优先审批，自主研发的首款 ADC 候选药 ICP-B794 在国内获批 IND。**ICP-723 (Zurletrectinib) 为第二代小分子 nTRKi，2025 年 4 月，CDE 受理 ICP-723 用于治疗携带 NTRK 融合基因的晚期实体瘤成人和青少年（12 周岁 ≤ 年龄 < 18 周岁）患者的 NDA，并在 5 月授予其优先审评资格。此外，ICP-723 针对儿科患者（2 岁或以上及 12 岁以下）的独立注册性试验正在进行中，计划于 2025 年递交 NDA。公司自建 ADC 平台取得重大突破：首个自主研发的 B7H3 靶向 ADC 候选药 ICP-B794 于 2025 年 7 月在国内获批 IND，预计 2025 年启动临床试验，待验证概念后，预计 2026 年将有多款基于该平台的 ADC 候选药物进入临床开发阶段，



显著丰富公司的实体瘤产品管线。

投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年的收入分别为 14.11/17.02/20.58 亿元，归母净利润分别为-0.43/-0.36/-0.24 亿元。考虑公司核心产品奥布替尼持续销售放量，奥布替尼针对 ITP 等自免适应症的研发进展顺利推进；公司第二款商业化产品 Tafasitamab 已获 NMPA 批准上市，商业化增量可期；实体瘤管线的 ICP-732 产品已向 NMPA 递交 NDA 且获优先审批资格，预计明年获批上市，我们维持其“买入”评级。

风险提示：

商业化进度不及预期，药物研发不及预期，人才流失风险，毛利率下滑风险，医保政策风险，地缘政治风险。

主要财务数据及预测：

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,009.45	1,410.99	1,701.71	2,057.76
增长率(%)	36.68	39.78	20.60	20.92
归母净利润(百万元)	-440.63	-427.38	-355.48	-235.12
增长率(%)	--	--	--	--
EPS(元/股)	-0.25	-0.24	-0.20	-0.13
市盈率(P/E)	--	--	--	--
市净率(P/B)	7.50	8.06	8.52	8.85

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,287.1	7,420.9	6,612.4	6,306.1	营业收入	1,009.45	1,410.99	1,701.71	2,057.76
应收账款	276.38	272.34	389.44	410.80	营业成本	138.44	184.97	222.76	269.05
预付账款	39.04	63.72	60.04	89.43	营业税金及附加	15.24	18.34	22.12	26.75
存货	119.09	127.53	169.49	189.24	营业费用	419.96	536.18	629.63	781.95
其他	43.67	43.67	35.35	35.35	管理费用	168.53	183.43	187.19	205.78
流动资产合计	8,765.3	7,928.1	7,266.7	7,030.9	财务费用	814.61	931.26	1,021.03	1,028.88
长期股权投资	5.66	272.41	272.41	272.41	研发费用	-93.76	28.22	17.02	20.58
固定资产	563.92	540.65	611.69	570.81	资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00
在建工程	166.91	150.22	75.11	52.58	公允价值变动收益	-30.46	0.00	0.00	0.00
无形资产	266.03	485.07	709.10	972.77	投资净收益	7.12	5.00	5.00	5.00
其他	152.15	-32.24	-40.50	-104.08	其他	27.46	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	1,154.6	1,416.1	1,627.8	1,764.4	营业利润	-451.05	-436.60	-363.24	-240.42
资产总计	9,920.0	9,344.2	8,894.5	8,795.4	营业外收入	0.27	0.50	0.50	0.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.82	0.00	0.00	0.00
应付账款	258.04	492.11	411.31	679.83	利润总额	-452.59	-436.10	-362.74	-239.92
其他	1,823.9	1,289.0	1,282.8	1,291.0	所得税	0.26	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,081.9	1,781.1	1,694.1	1,970.8	净利润	-452.86	-436.10	-362.74	-239.92
长期借款	26.30	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-12.22	-8.72	-7.25	-4.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	-440.63	-427.38	-355.48	-235.12
其他	631.00	895.73	895.73	759.81	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	657.30	895.73	895.73	759.81	成长能力				
负债合计	2,739.2	2,676.9	2,589.8	2,730.7	营业收入	36.68%	39.78%	20.60%	20.92%
少数股东权益	32.86	24.13	16.88	12.08	营业利润	-30.73	-3.20%	-16.80	-33.81
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	归属于母公司净利润	30.20%	-3.01%	-16.82	-33.86
资本公积	12,150.	12,150.	12,150.	12,150.	获利能力				
留存收益	7,070.5	6,643.2	6,287.7	6,052.6	毛利率	86.29%	86.89%	86.91%	86.93%
其他	-12,072.	-12,150.	-12,150.	-12,150.	净利率	-43.65	-30.29	-20.89	-11.43
股东权益合计	7,180.7	6,667.3	6,304.6	6,064.7	ROE	-6.16%	-6.43%	-5.65%	-3.88%
负债和股东权益总计	9,920.0	9,344.2	8,894.5	8,795.4	ROIC	36.07%	34.01%	36.26%	43.89%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	-365.55	-490.15	-471.39	31.80	资产负债率	27.61%	28.65%	29.12%	31.05%
资本支出	151.33	-11.65	325.11	458.45	流动比率	4.21	4.45	4.29	3.57
长期投资	-6.05	266.75	0.00	0.00	速动比率	4.15	4.38	4.19	3.47
其他	965.85	-501.17	-645.22	-775.98	营运能力				
投资活动现金流	1,111.13	-246.07	-320.11	-317.53	应收账款周转率	4.99	5.14	5.14	5.14
债权融资	54.53	30.00	30.00	30.00	存货周转率	10.95	11.44	11.46	11.47
股权融资	275.77	-105.45	-17.02	-20.58	总资产周转率	0.10	0.15	0.19	0.23
其他	-615.90	-54.53	-30.00	-30.00	每股指标（元）	2024	2025E	2026E	2027E
筹资活动现金流	-285.59	-129.99	-17.02	-20.58	每股收益	-0.25	-0.24	-0.20	-0.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.21	-0.28	-0.27	0.02
现金净增加额	459.98	-866.21	-808.52	-306.32	每股净资产	4.05	3.77	3.57	3.43

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。