

医药生物

2025 年 08 月 29 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2025 年 08 月 29 日

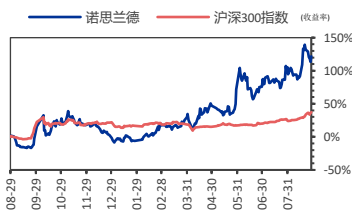
收盘价(元)	26.98
一年内最高/最低(元)	32.49/9.91
市净率	23.7
股息率%(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	4,859
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产(元)	1.14
资产负债率%	18.90
总股本/流通 A 股(百万)	274/180
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

诺思兰德 (430047)

——塞多明基注射液审评进展顺利，即将进入商业化阶段

事件：

- **公司发布 2025 年半年报：**公司 25H1 实现收入 0.37 亿元，同增 1.5%；归母净利-0.20 亿元；扣非归母-0.20 亿元。公司上半年收入利润均符合预期。

投资要点：

- **25H1 营收平稳，收入主要由眼科药、CMO 和 CDMO 业务贡献，眼科研发管线按计划推进，为持续发展提供动力。**
- **塞多明基注射液上市审评取得关键阶段性进展。**公司 24 年 7 月提交塞多明基注射液 NDA，25 年 4 月收到 CDE《补充资料通知》，于 8 月 18 日提交补充资料，产品预计 25 年底前获批。考虑产品属于创新性极强的药物，CDE 可能发起专家咨询会，获批时间或延后至 26H1。
- **塞多明基注射液临床优势突出，为 CLI 患者提供全新的治疗方案。**国内约 560-630 万严重下肢缺血性疾病（CLI）患者，患病人数与诊治率随着人口老龄化进程加剧而增加。目前一线疗法为血运重建手术，分微创介入和开放手术两类，存在疗效（术后一年内复发率高达 30-50%）及适用人群（约 30%患者不适合手术）局限。塞多明基注射液采用全新的靶点与作用机理，实现治疗性血管生成，并且采用“局部用药、局部表达和局部起效”设计，能够最大限度避免/降低基因治疗不良反应和潜在危害。塞多明基注射液弥补了当下 CLI 诊疗缺少治疗性药物的空白，特别为手术治疗效果不佳、不能接受手术治疗、手术治疗后预期效果差和血栓性脉管炎的患者带来全新治疗方案。
- **公司积极筹备商业化工作，助力产品上市推广。**24 年 9 月设立上海销售分公司，开展产品市场准入、供应链保障、患者支持体系、专业医学教育等方面准备工作。产品自费阶段计划采用省级代理+重点城市自营模式，一是高效覆盖重点城市重点医院，二是为后续医保谈判临床价值评估提供依据支持。
- **上调塞多明基注射液峰值预测，维持“增持”评级。**我们采用核心管线 PS 法对公司估值。结合塞多明基注射液最新审评进展，产品上市销售时间延后至 2026E。定价方面，考虑商保创新药目录建立将为未纳入医保目录的创新药提供增量支付，并参考最新的复合手术（结合开放手术和微创治疗）费用在 10-20 万元，我们上调产品自费阶段治疗费用至 10 万元/疗程（原值为 4.5 万元/疗程）。维持对产品适用人群，拟纳入医保时点及价格降幅等的预测。综上，预计塞多明基注射液 2034E 达到销售峰值，峰值收入约 55 亿元，对峰值做一定风险调整，给予 3 倍 PS（参考申万医药 2019 年发布的《科创板-创新药企业的估值方法》报告，选择峰值销售额 P/S 法估值时，P/S 倍数选择 2~4 倍为宜），对应合理市值约 149 亿元。因预计塞多明基注射液上市时间延后，下调公司 25-27 年归母净利润至 -0.50/-0.38/-0.24 亿元（原值为-0.48/-0.10/0.93 亿元）。截至 2025 年 8 月 29 日收盘，公司总市值 74 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**研发失败风险；商业化拓展不及预期的风险；审批注册风险等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	72	37	70	173	375
同比增长率(%)	20.8	1.5	-3.0	146.7	117.4
归母净利润(百万元)	-45	-20	-50	-38	-24
同比增长率(%)	-	-	-	-	-
每股收益(元/股)	-0.17	-0.07	-0.18	-0.14	-0.09
毛利率(%)	54.4	60.4	49.6	66.6	71.5
ROE(%)	-13.6	-6.3	-17.9	-15.5	-10.7
市盈率	-164		-147	-197	-313

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	60	72	70	173	375
其中：营业收入	60	72	70	173	375
减：营业成本	30	33	35	58	107
减：税金及附加	1	1	0	1	3
主营业务利润	29	38	35	114	265
减：销售费用	11	11	8	52	142
减：管理费用	22	33	21	35	75
减：研发费用	43	44	52	63	71
减：财务费用	-2	-1	-1	0	-1
经营性利润	-45	-49	-45	-36	-22
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	3	8	0	2	2
营业利润	-43	-40	-46	-34	-19
加：营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	-43	-40	-46	-34	-19
减：所得税	3	0	0	0	0
净利润	-45	-40	-46	-34	-19
少数股东损益	3	5	4	4	4
归属于母公司所有者的净利润	-48	-45	-50	-38	-24

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

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 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%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 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。