



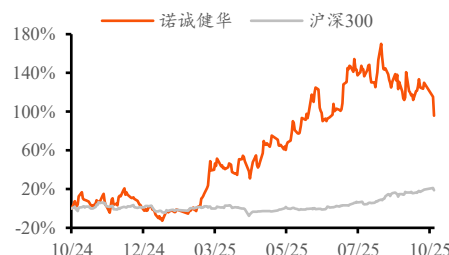
买入(维持)

行业：医药生物
日期：2025年10月14日
分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760524100001

基本数据

10月10日收盘价(元)	24.29
12mthA 股价格区间(元)	10.65-34.02
总股本(百万股)	1,764.64
无限售 A 股/总股本	15.21%
流通市值(亿元)	65.18

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《血液瘤产品梯队逐步成型，自免管线快速推进》

——2025 年 09 月 08 日

奥布替尼等产品 BD 落地，全球化布局加速

——诺诚健华-U (688428.SH) 事件点评

■ 事件

2025 年 10 月 8 日，公司公告其全资子公司 InnoCare Pharma 与 Zenas BioPharma 签署授权许可协议，将奥布替尼及 2 项临床前资产有偿许可给 Zenas，交易标的包括：1) 奥布替尼：在 MS 领域的全球独家权利，以及其他非 MS、非肿瘤适应症（不含大中华及东南亚）的独家权利；2) 临床前 IL-17 抑制剂在除大中华地区及东南亚地区以外区域的独家权利和临床前口服透脑 TYK2 抑制剂的全球独家权利。此次交易分阶段进行：1) 3500 万美元现金及 500 万股普通股作为首付款；2) 2500 万美元现金及 200 万股普通股（触发条件为奥布替尼非 PPMS 适应症 III 期启动或 2026 年 3 月 31 日前发生的特定事件，两者以较早发生者为准）；3) ZB021、ZB022 达到监管里程碑后各支付 2000 万美元。另有后续里程碑和商业化付款：奥布替尼最高 7.23 亿美元，ZB021 和 ZB022 各 6.56 亿美元，总额超 20 亿美元。此外，公司有权按许可产品年度净销售额收取最高达高百分之十几的分层特许权使用费。

■ 核心观点

与 Zenas 合作为公司国际化进程的重要里程碑

本次交易是诺诚健华国际化进程的重要里程碑。Zenas 核心管线 obexelimab 预计于 2025Q4 读出 RMS 领域 II 期临床实验 12 周主要终点顶线数据，并于 2026 年 Q1 发布 24 周数据。此次合作将加快奥布替尼及其他管线产品在全球范围内的开发和商业化进程。奥布替尼于 2025 年 Q3 启动 PPMS 的 III 期试验，并预计于 2026 年 Q1 启动 SPMS 的 III 期试验；除此之外，奥布替尼在中国的 ITP 的三期注册临床完成患者入组，预计 2026 年上半年递交上市申请。

除奥布替尼外，公司在血液瘤、自免及实体瘤均有布局：Mesutoclax 联合奥布替尼 II 期疗效优异，1L CLL/SLL III 期正招募患者；ICP-332 进入 AD III 期并拓展白癜风、PN，ICP-488 银屑病 III 期招募中；B7H3 ADC 获 IND，TRK 抑制剂 ICP-723II 期 ORR 达 85.5%，年内或递交儿科 NDA。公司管线三大赛道全面推进，进展积极，支撑中长期增长。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25/26/27 年营业收入分别约 14.9/18.5/23.6 亿元，同比增长 47.9%/24.0%/27.3%；归母净利润约-2.8/-2.0/-1.2 亿元，逐年减亏。我们认为，公司核心产品驱动业绩，血液瘤、自免及实体瘤管线全面推进，奥布替尼等产品 BD 已经落地，持续覆盖，维持“买入”评级。

■ 风险提示

上市产品销售不达预期；临床实验失败；核心产品降价超预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,009	1,493	1,852	2,358
年增长率 (%)	36.7%	47.9%	24.0%	27.3%
归属于母公司的净利润	-441	-276	-202	-124
年增长率 (%)	—	—	—	—
每股收益 (元)	-0.26	-0.16	-0.11	-0.07
市盈率 (X)	—	—	—	—
净资产收益率 (%)	-6.6%	-3.4%	-2.5%	-1.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 10 月 10 日收盘价)

资产负债表						单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	8,765	7,820	9,457	9,408	9,464					
货币资金	8,287	6,241	8,517	8,448	8,328					
应收及预付	315	408	503	630	802					
存货	119	96	169	221	280					
其他流动资产	44	1,075	267	108	54					
非流动资产	1,155	1,587	1,549	1,546	1,543					
长期股权投资	6	0	0	0	0					
固定资产	564	616	616	616	616					
在建工程	167	139	139	139	139					
无形资产	266	258	258	258	258					
其他长期资产	152	574	535	532	529					
资产总计	9,920	9,407	11,006	10,954	11,007					
流动负债	2,082	1,049	1,170	1,300	1,456					
短期借款	0	137	77	57	37					
应付及预收	135	128	247	322	408					
其他流动负债	1,947	783	846	921	1,010					
非流动负债	657	1,612	1,636	1,661	1,686					
长期借款	26	1,019	1,049	1,079	1,109					
应付债券	0	0	0	0	0					
其他非流动负债	631	594	587	582	577					
负债合计	2,739	2,662	2,806	2,961	3,142					
股本	0	0	1,765	1,765	1,765					
资本公积	12,150	12,111	12,111	12,111	12,111					
留存收益	-5,080	-5,520	-5,804	-6,006	-6,130					
归属母公司股东权益	7,148	6,725	8,186	7,984	7,860					
少数股东权益	33	21	14	8	5					
负债和股东权益	9,920	9,407	11,006	10,954	11,007					

利润表						单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	739	1,009	1,493	1,852	2,358					
营业成本	128	138	254	331	420					
营业税金及附加	10	15	22	28	35					
销售费用	367	420	522	611	731					
管理费用	184	169	179	204	236					
研发费用	757	815	970	1,111	1,297					
财务费用	-69	-94	-78	-125	-123					
资产减值损失	0	0	0	0	0					
公允价值变动收益	-54	-30	0	0	0					
投资净收益	6	7	45	46	47					
营业利润	-651	-451	-272	-197	-120					
营业外收支	7	-2	0	0	0					
利润总额	-644	-453	-272	-197	-120					
所得税	1	0	11	10	7					
净利润	-646	-453	-283	-207	-127					
少数股东损益	-14	-12	-7	-5	-3					
归属母公司净利润	-631	-441	-276	-202	-124					
EBITDA	-572	-414	-346	-315	-234					
EPS (元)	-0.37	-0.26	-0.16	-0.11	-0.07					

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表						单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	-665	-366	-109	-130	-120					
净利润	-646	-453	-283	-207	-127					
折旧摊销	99	107	5	7	9					
营运资金变动	-177	-29	168	71	-1					
其它	58	9	2	0	-1					
投资活动现金流	661	1,111	725	101	41					
资本支出	-255	-78	0	0	0					
投资变动	797	1,056	700	59	0					
其他	119	134	25	42	41					
筹资活动现金流	1	-286	1,668	-41	-41					
银行借款	26	1,130	-30	10	10					
股权融资	10	18	0	0	0					
其他	-35	-1,434	1,698	-51	-51					
现金净增加额	23	477	2,277	-69	-120					
期初现金余额	4,180	4,203	4,679	6,956	6,887					
期末现金余额	4,203	4,679	6,956	6,887	6,767					

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	18.1%	36.7%	47.9%	24.0%	27.3%
营业利润增长	27.1%	30.7%	39.6%	27.6%	39.2%
归母净利润增长	28.8%	30.2%	37.3%	26.8%	38.6%
获利能力					
毛利率	82.6%	86.3%	83.0%	82.1%	82.2%
净利率	-87.4%	-44.9%	-19.0%	-11.2%	-5.4%
ROE	-8.8%	-6.6%	-3.4%	-2.5%	-1.6%
ROIC	-9.2%	-6.5%	-3.9%	-3.7%	-2.8%
偿债能力					
资产负债率	27.6%	28.3%	25.5%	27.0%	28.5%
净负债比率	-114.0%	-73.7%	-88.8%	-90.2%	-90.0%
流动比率	4.21	7.45	8.08	7.24	6.50
速动比率	4.13	7.01	7.68	6.89	6.17
营运能力					
总资产周转率	0.07	0.10	0.15	0.17	0.21
应收账款周转率	3.65	3.22	3.90	3.99	4.03
存货周转率	1.39	1.29	1.92	1.70	1.68
每股指标 (元)					
每股收益	-0.37	-0.26	-0.16	-0.11	-0.07
每股经营现金流	-0.38	-0.21	-0.06	-0.07	-0.07
每股净资产	4.05	3.82	4.64	4.52	4.45
估值比率					
P/E	—	—	—	—	—
P/B	2.84	3.22	5.24	5.37	5.45
EV/EBITDA	-21.12	-40.24	-102.87	-113.14	-152.76

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。