



买入(维持)

行业：医药生物
日期：2025年11月29日

分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760524100001

基本数据

11月27日收盘价(元)	25.89
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)	69.48

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：

《奥布替尼等产品 BD 落地，全球化布局加速》

——2025 年 10 月 14 日

《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

核心品种强势增长叠加 BD 贡献，2025 年全年可实现盈亏平衡

——诺诚健华-U (688428.SH) 2025 年三季度报点评

■ 事件

公司发布 2025 年三季度报，Q3 实现营业收入 3.84 亿元 (+38.09%，同比，下同)，药品销售收入 3.83 亿元 (+38.21%)，2025 年前三季度公司实现营业收入 11.15 亿元 (+59.85%)；药品销售收入 10.24 亿元 (+47.38%)，第三季度公司研发投入 2.26 亿元，占营业收入的 58.96%。

■ 核心观点

收入保持高增长，主要受奥布替尼放量与交易首付款确认双重驱动

2025 年 Q3 公司实现营业收入 3.84 亿元 (+38.09%)，延续了今年以来的高增速，主要系奥布替尼销售收入持续增长以及公司与 Prolium Bioscience Inc.达成授权许可的首付款所致。按产品分析，前三季度奥布替尼收入 10.10 亿元 (+45.77%)，延续了上半年以来的高增长，其中 Q3 收入 3.73 亿元。公司 2025 年前三季度净亏损为 0.72 亿元，比上年同期亏损收窄 74.78%，据公司官方公众号，凭借强劲的收入增长、严格的费用管理和今年 10 月初和 Zenas 达成的重磅对外授权交易，公司 2025 全年实现盈亏平衡，提前两年实现盈利目标，为可持续盈利和加速全球化奠定良好的基础。

与 Zenas 达成授权合作，加速奥布替尼全球化布局

据公司官网及公告，2025 年 10 月，公司与 Zenas BioPharma 达成重大授权合作协议，Zenas 将获得奥布替尼在多发硬化领域的全球开发和商业化权益，以及奥布替尼在非肿瘤的其他治疗领域的开发与商业化权益。Zenas 还获得两款临床前分子的相关权益。Zenas 将向公司支付 1 亿美元的首付款和近期里程碑付款，包括预计在 2026 年实现里程碑时支付的现金，以及授予公司 700 万普通股股票，包括预计在 2026 年初实现里程碑时发行的股票。本次交易首付款及近期里程碑付款，潜在的研发及注册里程碑付款，以及潜在的商业化里程碑付款总额合计超过 20 亿美元。此外，本公司有权按许可产品年度净销售额收取最高达百分之十几的分层特许权使用费。

■ 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 17.4/20.3/23.6 亿元，同比增长 72.5%/16.5%/16.2%；归母净利润约 0.1/0.4/0.6 亿元；2025/11/27 对应 25-27 年 PS 估值分别为 26/23/19 倍。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，25 年全年可实现盈亏平衡；持续覆盖，维持“买入”评级。

■ 风险提示

产品销售不达预期/降价超预期；临床失败；汇率风险；合作不达预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,009	1,742	2,029	2,358
年增长率 (%)	36.7%	72.5%	16.5%	16.2%
归属于母公司的净利润	-441	13	38	59
年增长率 (%)	—	—	183.9%	57.2%
每股收益 (元)	-0.26	0.01	0.02	0.03
市盈率 (X)	—	3,428.87	1,207.58	768.33
净资产收益率 (%)	-6.6%	0.2%	0.6%	0.9%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 11 月 27 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	7,988	8,259	8,555
货币资金	8,287	6,241	6,724	7,195	7,364
应收及预付	315	408	573	680	803
存货	119	96	169	220	279
其他流动资产	44	1,075	522	163	108
非流动资产	1,155	1,587	1,524	1,438	1,372
长期股权投资	6	0	3	5	8
固定资产	564	616	645	632	595
在建工程	167	139	69	35	17
无形资产	266	258	243	228	214
其他长期资产	152	574	563	538	538
资产总计	9,920	9,407	9,511	9,697	9,926
流动负债	2,082	1,049	1,176	1,304	1,454
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	852	925	1,009
非流动负债	657	1,612	1,670	1,695	1,720
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	622	617	612
负债合计	2,739	2,662	2,847	2,999	3,175
股本	0	0	0	0	0
资本公积	12,150	12,111	12,111	12,111	12,111
留存收益	-5,080	-5,520	-5,536	-5,498	-5,439
归属母公司股东权益	7,148	6,725	6,653	6,691	6,751
少数股东权益	33	21	11	7	1
负债和股东权益	9,920	9,407	9,511	9,697	9,926

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	1,742	2,029	2,358
营业成本	128	138	254	331	420
营业税金及附加	10	15	21	24	28
销售费用	367	420	540	589	660
管理费用	184	169	183	203	212
研发费用	757	815	906	1,035	1,179
财务费用	-69	-94	-78	-89	-98
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	52	51	47
营业利润	-651	-451	13	38	63
营业外收支	7	-2	1	1	1
利润总额	-644	-453	14	39	64
所得税	1	0	10	6	10
净利润	-646	-453	4	33	54
少数股东损益	-14	-12	-9	-5	-5
归属母公司净利润	-631	-441	13	38	59
EBITDA	-572	-414	79	100	98
EPS (元)	-0.37	-0.26	0.01	0.02	0.03

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	287	295	248
净利润	-646	-453	4	33	54
折旧摊销	99	107	144	150	133
营运资金变动	-177	-29	106	89	43
其它	58	9	33	24	18
投资活动现金流	661	1,111	325	216	-39
资本支出	-255	-78	-97	-87	-77
投资变动	797	1,056	498	257	-3
其他	119	134	-75	47	41
筹资活动现金流	1	-286	-99	-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	-69	-51	-51
现金净增加额	23	477	483	471	168
期初现金余额	4,180	4,203	4,679	5,163	5,634
期末现金余额	4,203	4,679	5,163	5,634	5,802

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%	72.5%	16.5%	16.2%
营业利润增长	—	—	—	189.8%	65.7%
归母净利润增长	—	—	—	183.9%	57.2%
获利能力					
毛利率	82.6%	86.3%	85.4%	83.7%	82.2%
净利率	-87.4%	-44.9%	0.2%	1.6%	2.3%
ROE	-8.8%	-6.6%	0.2%	0.6%	0.9%
ROIC	-9.2%	-6.5%	-0.2%	-0.5%	-0.4%
偿债能力					
资产负债率	27.6%	28.3%	29.9%	30.9%	32.0%
净负债比率	-114.0%	-73.7%	-82.3%	-88.9%	-90.6%
流动比率	4.21	7.45	6.79	6.33	5.88
速动比率	4.13	7.01	6.35	5.95	5.51
营运能力					
总资产周转率	0.07	0.10	0.18	0.21	0.24
应收账款周转率	3.65	3.22	4.17	3.87	3.86
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	0.01	0.02	0.03
每股经营现金流	-0.38	-0.21	0.16	0.17	0.14
每股净资产	4.05	3.82	3.77	3.79	3.83
估值比率					
P/E	—	—	3,428.87	1,207.58	768.33
P/B	2.84	3.22	6.87	6.83	6.77
EV/EBITDA	-21.12	-40.24	506.33	398.49	401.97

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。