



# 诺诚健华 (688428.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 25 年首次实现扭亏为盈，26 年催化密集

### 业绩简评

2026 年 3 月 25 日，公司公布 25 年业绩，全年实现收入达 23.7 亿元（同比+135.3%）；同时全年首次扭亏为盈，净利润达 6.4 亿元，毛利率达 92.0%（比去年上涨 5.7pct）。截至 25 年底现金及等价物为 78.1 亿元，公司经营活动现金流量净额也首次转正。

### 经营分析

**血液瘤领先地位稳固、营收高增，重磅交易加速全球化。** 1) 受益于奥布替尼及坦昔妥单抗的商业放量，公司全年药品收入达 14.4 亿元（+43.4%），26 年公司指引在三款商业化产品放量的背景下，收入同比有望增长 35%。2) 25 年公司确认的 BD 收入约为 9.3 亿元，源自于：公司与 Zenas 就奥布替尼等自身免疫性疾病管线达成 BD 合作；以及和 Prolium 就 ICP-B02 达成授权许可合作，目前该分子已于 26 年 3 月初启动该药单次剂量递增研究中健康受试者给药，并预计于 26 年第二季度启动国际多中心 I/II 期临床研究。

**研发投入奠定早研基础，新资产矩阵日渐丰厚。** 1) Mesutoclax (ICP-248) 多项临床顺利推进：联合奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 10 个月内完成注册性 III 期临床患者入组；单药治疗急性髓系白血病 (AML)、骨髓增生异常综合征 (MDS) 的临床试验正在中/美/澳开展，相关数据有望在 26ASCO 公布；治疗 BTK 抑制剂经治的套细胞淋巴瘤 (MCL) 的注册临床试验正快速推进。2) 早研资产 VAV1 分子胶降解剂完成首患入组，IL-17AA/AF 抑制剂完成 IND 递交。

**26 年多项资产有望迎来关键里程碑。** 1) 奥布替尼 ITP 适应症有望 26 年上半年递交 NDA；SLE 适应症在 26Q1 开启 III 期临床；SPMS 有望 26 年启动全球临床；2) ICP-332 的 AD 适应症有望在 26 年中读出数据；另外围绕白癜风、结节性痒疹、荨麻疹、银屑病该药有望读出一系列临床数据。3) ICP-488 银屑病的 III 期注册临床试验已完成患者入组，治疗皮肤型红斑狼疮 (CLE) II 期临床试验加速推进中，治疗干燥综合征的 IND 申请已提交。4) ICP-B208 (CDH17 ADC) 于 26 年 3 月中递交 IND 申请。另外 26 年还会有至少两款 ADC 创新药的 IND 申请。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司 25 年部分 BD 交易款项将在 26 年确认，预计 2026/27/28 年公司实现营业收入 26.72/26.94/38.83 亿元，归母净利润 3.15/2.02/7.83 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)：24.29 元

相关报告：

- 《诺诚健华公司点评：创新成果逐步兑现，全球化布局潜力可期》，2025.8.20
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,009	2,375	2,672	2,694	3,883
营业收入增长率	36.68%	135.27%	12.49%	0.82%	44.16%
归母净利润(百万元)	-441	642	315	202	783
归母净利润增长率	-30.20%	-245.81%	-51.04%	-35.66%	286.62%
摊薄每股收益(元)	-0.250	0.364	0.178	0.115	0.443
每股经营性现金流净额	-0.20	0.41	0.00	0.18	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.55%	8.31%	3.91%	2.46%	8.67%
P/E	-49.12	56.36	136.38	211.95	54.82
P/B	3.22	4.69	5.33	5.20	4.75

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>739</b>	<b>1,009</b>	<b>2,375</b>	<b>2,672</b>	<b>2,694</b>	<b>3,883</b>
增长率	36.7%	135.3%	12.5%	0.8%	44.2%	
主营业务成本	-128	-138	-191	-275	-364	-524
%销售收入	17.4%	13.7%	8.0%	10.3%	13.5%	13.5%
毛利	610	871	2,184	2,396	2,330	3,359
%销售收入	82.6%	86.3%	92.0%	89.7%	86.5%	86.5%
营业税金及附加	-10	-15	-23	-27	-27	-39
%销售收入	1.3%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-367	-420	-580	-663	-646	-699
%销售收入	49.7%	41.6%	24.4%	24.8%	24.0%	18.0%
管理费用	-184	-169	-179	-187	-189	-272
%销售收入	24.9%	16.7%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用	-757	-815	-952	-1,149	-1,077	-1,359
%销售收入	102.5%	80.7%	40.1%	43.0%	40.0%	35.0%
息税前利润 (EBIT)	-708	-547	450	371	391	990
%销售收入	n.a	n.a	18.9%	13.9%	14.5%	25.5%
财务费用	69	94	96	-71	-209	-290
%销售收入	-9.3%	-9.3%	-4.1%	2.7%	7.8%	7.5%
资产减值损失	0	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-54	-30	3	0	0	0
投资收益	6	7	74	10	10	10
%税前利润	-0.9%	-1.6%	11.3%	3.2%	5.2%	1.4%
营业利润	-651	-451	655	310	192	710
%营业利润率	n.a	n.a	27.6%	11.6%	7.1%	18.3%
营业外收支	7	-2	0	1	1	1
税前利润	-644	-453	656	311	193	711
利润率	n.a	n.a	27.6%	11.7%	7.2%	18.3%
所得税	-1	0	-12	3	10	71
所得税率	n.a	n.a	1.8%	-1.0%	-5.0%	-10.0%
净利润	-646	-453	644	315	202	783
少数股东损益	-14	-12	2	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-631</b>	<b>-441</b>	<b>642</b>	<b>315</b>	<b>202</b>	<b>783</b>
净利率	n.a	n.a	27.1%	11.8%	7.5%	20.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-646	-453	644	315	202	783
少数股东损益	-14	-12	2	0	0	0
非现金支出	100	109	119	88	111	132
非经营收益	58	8	-120	-118	-11	-11
营运资金变动	-243	-18	73	-281	7	-85
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-731</b>	<b>-355</b>	<b>716</b>	<b>4</b>	<b>309</b>	<b>818</b>
资本开支	-255	-78	-70	-153	-260	-91
投资	796	1,056	-297	0	0	0
其他	119	134	121	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>660</b>	<b>1,111</b>	<b>-247</b>	<b>-143</b>	<b>-250</b>	<b>-81</b>
股权募资	10	18	19	0	0	0
债权募资	31	225	31	-750	-30	-50
其他	-40	-529	3	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>-286</b>	<b>53</b>	<b>-750</b>	<b>-30</b>	<b>-50</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-44</b>	<b>488</b>	<b>459</b>	<b>-890</b>	<b>29</b>	<b>687</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,287	6,241	7,072	6,176	6,200	6,883
应收款项	310	353	504	515	519	642
存货	119	96	163	173	199	215
其他流动资产	49	1,131	323	369	323	329
流动资产	8,765	7,820	8,062	7,233	7,241	8,068
%总资产	88.4%	83.1%	74.5%	71.8%	70.8%	73.2%
长期投资	6	0	1,201	1,201	1,201	1,201
固定资产	731	755	703	804	1,002	1,010
%总资产	7.4%	8.0%	6.5%	8.0%	9.8%	9.2%
无形资产	302	293	281	282	285	288
非流动资产	1,155	1,587	2,761	2,838	2,990	2,952
%总资产	11.6%	16.9%	25.5%	28.2%	29.2%	26.8%
<b>资产总计</b>	<b>9,920</b>	<b>9,407</b>	<b>10,824</b>	<b>10,071</b>	<b>10,231</b>	<b>11,021</b>
短期借款	28	225	316	130	100	50
应付款项	258	254	328	302	313	358
其他流动负债	1,796	570	739	559	539	553
流动负债	2,082	1,049	1,384	991	952	961
长期贷款	26	1,019	1,002	1,002	1,002	1,002
其他长期负债	631	594	689	15	12	9
负债	2,739	2,662	3,074	2,007	1,965	1,972
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,148</b>	<b>6,725</b>	<b>7,727</b>	<b>8,041</b>	<b>8,244</b>	<b>9,026</b>
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-5,080	-5,520	-4,878	-4,563	-4,361	-3,578
少数股东权益	33	21	22	22	22	22
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,920</b>	<b>9,407</b>	<b>10,824</b>	<b>10,071</b>	<b>10,231</b>	<b>11,021</b>

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.358	-0.250	0.364	0.178	0.115	0.443
每股净资产	4.054	3.816	4.379	4.557	4.672	5.115
每股经营现金净流	-0.414	-0.201	0.406	0.002	0.175	0.463
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-8.83%	-6.55%	8.31%	3.91%	2.46%	8.67%
总资产收益率	-6.36%	-4.68%	5.94%	3.12%	1.98%	7.10%
投入资本收益率	-9.81%	-6.85%	4.82%	4.08%	4.38%	10.78%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	18.09%	36.68%	135.27%	12.49%	0.82%	44.16%
EBIT 增长率	-10.08%	-22.68%	#####	-17.44%	5.20%	153.53%
净利润增长率	-28.80%	-30.20%	#####	-51.04%	-35.66%	286.62%
总资产增长率	-3.96%	-5.17%	15.05%	-6.95%	1.59%	7.72%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	99.9	113.4	65.6	70.0	70.0	60.0
存货周转天数	262.0	283.0	246.8	230.0	200.0	150.0
应付账款周转天数	360.2	347.1	298.0	250.0	200.0	150.0
固定资产周转天数	278.7	222.7	90.4	96.9	109.4	78.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	#####	-85.32%	-74.26%	-62.56%	-61.68%	-64.44%
EBIT 利息保障倍数	10.3	5.8	-4.7	5.2	1.9	3.4
资产负债率	27.61%	28.29%	28.40%	19.93%	19.21%	17.90%

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	1	4
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.00</b>

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