



诺诚健华

688428.SH

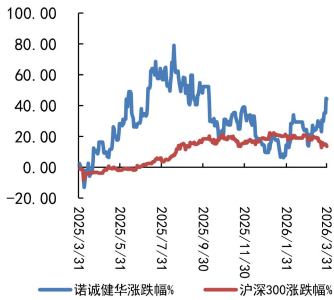
## 盈利拐点初现，商业化放量与技术授权双轮驱动

### 基础数据：

截至 2026 年 3 月 31 日

当前股价	27.02 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	476.81 亿元
流动市值	72.51 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

**事件：**公司发布2025年报：2025全年，公司实现营收23.75亿元，同比大幅增长135.27%，其中，药品销售收入14.42亿元，同比增长43.43%，技术授权收入9.04亿元；净利润6.44亿元，较上年同期增加10.97亿元，首次实现年度盈利；经营活动产生的现金流量净额同步转正至0.84亿元；研发投入9.52亿元，同比增长16.82%；期末现金及现金等价物余额45.06亿元。

### 事件点评：

◆**商业化放量+技术授权共同驱动业绩高速增长，首次实现扭亏为盈。**2025 全年公司营业总收入达 23.75 亿元，同比大幅增长 135.27%；净利润 6.44 亿元，归母净利润 6.42 亿元，扣非归母净利润 5.53 亿元，均较上年同期实现转正。收入结构方面，公司正由以单一产品销售为主，逐步迈向“商业化销售夯实基本盘、技术授权贡献业绩弹性”的双轮驱动模式。具体来看，2025 年药品销售收入 14.42 亿元（同比增长 43.43%），占营收约 60.73%；技术授权收入 9.04 亿元（上年同期未产生收入），占营收约 38.07%。整体来看，奥布替尼持续放量、坦昔妥单抗开始贡献收入，叠加 BD 收入确认，共同推动公司 2025 年收入高增并实现利润端扭亏。

◆**核心品种奥布替尼持续快速放量，国际化进程同步推进。**公司的首款商业化产品 BTKi 奥布替尼延续快速放量态势，全年实现商业化收入 14.10 亿元，同比增长 40.99%。其售增长主要受益于以下两大核心驱动因素：一是奥布替尼获批得四个适应症均已纳入医保，显著提升了患者可及性；二是作为国内唯一用于治疗复发/难治性边缘区淋巴瘤的 BTK 抑制剂，奥布替尼凭借其在权威诊疗指南中的一线推荐地位，确立了在该细分领域的差异化优势。此外，奥布替尼的国际化进程同步推进，于新加坡获批用于治疗 r/r MZL，并于澳大利亚递交 r/r MCL 适应症的 NDA，进一步验证其产品竞争力与海外开发潜力。整体来看，



奥布替尼在国内商业化持续放量的同时，海外注册进程亦稳步推进，叠加公司商业化能力不断强化，有望继续支撑公司血液瘤板块收入增长，并强化其中长期全球化价值。

◆**坦昔妥单抗商业化启动，佐来曲替尼获 NMPA 批准上市，新增产品矩阵打开收入增量空间。**2025 年，公司新增两款商业化产品持续落地，由奥布替尼单产品贡献收入进一步迈向多产品协同。血液瘤领域，2025 年 5 月，坦昔妥单抗（Tafasitamab）联合来那度胺用于治疗不适合 ASCT 条件的 r/r DLBCL 成人患者的 BLA 获 NMPA 批准，并于 2025 年 9 月开出首批处方，正式开启该产品在国内的商业化进程，后续有望依托公司既有血液瘤商业化基础加快放量。实体瘤领域，二代 NTRKi 佐来曲替尼（ICP-723）于 2025 年 12 月获 NMPA 批准上市，成为公司首款获批的实体瘤疗法，标志着公司商业化布局由血液瘤进一步拓展至实体瘤领域，为公司打开新的成长空间。

◆**Mesutoclax 注册性临床持续推进，有望成为血液瘤领域下一战略支柱。**公司核心管线 BCL-2i Mesutoclax（ICP-248）在血液瘤领域取得多项关键进展：(1)与奥布替尼联合用于 1L CLL/SLL 的 III 期固定疗程联合方案临床试验于 2026 年 2 月完成患者入组，公司正加速推动 Mesutoclax 向前线治疗场景拓展；(2)针对既往接受过 BTKi 治疗的 MCL 患者开展的 II 期注册性临床试验于 2025 年 6 月获批开展，预计 2026 年中完成患者入组；(3)用于 r/r MCL 的 III 期注册性临床研究已获批开展；(4)公司同步推进 AML 及 MDS 等髓系恶性肿瘤的全球研究。整体来看，Mesutoclax 已由早期潜力品种逐步迈向临床价值兑现阶段，后续有望与奥布替尼形成更强协同，成为公司血液瘤板块的下一战略支柱，并贡献新的中长期增长动能。

◆**自免领域布局持续深化，奥布替尼与 TYK2 管线协同推进。**公司在自身免疫性疾病领域重点围绕奥布替尼与 TYK2 产品线持续深化布局，多项关键适应症研发稳步推进。奥布替尼方面：(1)奥布替尼用于治疗 ITP 的 III 期关键性临床研究已完成患者招募，预计将于 2026Q2 递交 NDA；(2)奥布替尼用于治疗 SLE 为同类首创，其 IIb 期临床试验的积极数据已于 2025 年底披露，采用 75mgQD 剂量的



III 期临床已于 2026Q1 启动，目前患者招募正在进行中；(3) 奥布替尼用于治疗 MS 方面，公司于 2025 年 10 月与 Zenas 达成独家授权许可合作，加速推进 PPMS 和 SPMS 的全球 III 期研究，进一步释放奥布替尼在自免领域的全球价值。此外，公司的两款具有差异化优势的 TYK2i 产品 Soficitinib (ICP-332) 和 ICP-488 亦在持续推进临床开发：(1) Soficitinib 正在五种自身免疫性疾病适应症中推进临床开发，包括特应性皮炎、白癜风、结节性痒疹、慢性自发性荨麻疹和银屑病，预计 2026 年将有多项数据读出；(2) ICP-488 正在多个自身免疫性疾病适应症中推进临床开发，包括银屑病、皮肤型红斑狼疮和干燥综合征，进一步丰富公司在自免领域的差异化布局。

◆ **实体瘤与 ADC 平台，构筑未来增长的核心引擎。** 公司实体瘤管线正加速推进，佐来曲替尼 (ICP-723) 已获批上市，成为首个实体瘤药物，儿科适应症 NDA 将于 2026 年提交。ADC 平台进展显著，B7-H3 靶向 ADC (ICP-B794) 已进入临床并展现积极数据，CDH17 靶向 ADC (ICP-B208) 的 IND 已于 2026 年 3 月提交，后续多款 ADC 在研，为增长提供持续动力。

### 投资建议：

我们预计公司 2026-2028 年的收入分别为 21.06/26.33/32.58 亿元，归母净利润分别为 -0.85/116.56/377.17 百万元。一方面，公司在 2025 年已实现首次全年扭亏为盈，收入结构正由奥布替尼单产品驱动逐步迈向多产品协同：核心产品奥布替尼在国内持续快速放量的同时稳步推进海外注册；坦昔妥单抗与佐来曲替尼相继进入商业化阶段，有望贡献新的收入增量。另一方面，血液瘤核心管线 Mesutoclax 正逐步进入注册兑现阶段，奥布替尼自免适应症拓展及 TYK2 产品线研发持续推进，同时公司亦前瞻性布局多款早期创新项目，涵盖小分子、ADC、分子胶等新型疗法，中长期成长逻辑进一步夯实。因此，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：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,374.91	2,106.08	2,633.00	3,257.88
增长率（%）	135.27	-11.32	25.02	23.73
归母净利润（百万元）	642.47	-0.85	116.56	377.17
增长率（%）	245.81	-100.13	13824.83	233.58
EPS（元/股）	0.36	--	0.07	0.21
市盈率（P/E）	74.21	--	408.68	126.30
市净率（P/B）	6.17	6.51	6.41	6.10

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	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,072.29	8,258.10	8,161.24	8,668.64	<b>营业收入</b>	<b>2,374.91</b>	<b>2,106.08</b>	<b>2,633.00</b>	<b>3,257.88</b>
应收账款	502.88	254.35	692.33	479.02	营业成本	<b>191.11</b>	<b>208.62</b>	<b>297.90</b>	<b>334.34</b>
预付账款	55.36	67.61	107.99	89.09	营业税金及附加	23.42	25.27	31.60	39.09
存货	162.87	119.24	283.60	168.53	营业费用	579.96	716.07	921.55	1,140.26
其他	268.73	160.46	170.23	170.23	管理费用	179.15	170.59	192.21	221.54
<b>流动资产合计</b>	<b>8,062.12</b>	<b>8,859.76</b>	<b>9,415.39</b>	<b>9,575.51</b>	研发费用	951.62	1,116.22	1,211.18	1,303.15
长期股权投资	2.70	2.70	2.70	2.70	财务费用	-96.46	-94.77	-105.32	-130.32
固定资产	588.28	534.35	471.55	401.50	资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00
在建工程	115.01	81.01	50.41	22.87	公允价值变动收益	3.14	0.00	0.00	0.00
无形资产	248.05	229.29	210.17	191.05	投资净收益	55.24	5.00	5.00	5.00
其他	1,807.43	833.35	825.47	991.06	其他	51.57	30.00	30.00	30.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,761.48</b>	<b>1,680.70</b>	<b>1,560.31</b>	<b>1,609.18</b>	<b>营业利润</b>	655.47	-1.12	118.69	384.62
资产总计	<b>10,823.60</b>	<b>10,540.47</b>	<b>10,975.70</b>	<b>11,184.69</b>	营业外收入	0.51	0.50	0.50	0.50
短期借款	176.93	176.00	176.00	176.00	营业外支出	0.24	0.25	0.25	0.25
应付账款	328.12	307.07	599.97	418.03	<b>利润总额</b>	<b>655.74</b>	<b>-0.87</b>	<b>118.94</b>	<b>384.87</b>
其他	878.70	1,076.61	1,100.00	1,104.35	所得税	11.56	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1,383.75</b>	<b>1,559.68</b>	<b>1,875.97</b>	<b>1,698.38</b>	<b>净利润</b>	644.18	-0.87	118.94	384.87
长期借款	1,001.70	1,000.00	1,000.00	1,000.00	少数股东损益	1.72	-0.02	2.38	7.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	642.47	-0.85	116.56	377.17
其他	688.97	637.85	637.85	639.56	<b>主要财务比率</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,690.67</b>	<b>1,637.85</b>	<b>1,637.85</b>	<b>1,639.56</b>	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3,074.43</b>	<b>3,197.53</b>	<b>3,513.82</b>	<b>3,337.95</b>	营业收入	135.27%	-11.32%	25.02%	23.73%
少数股东权益	22.35	22.33	24.71	32.41	营业利润	-245.32%	-100.17%	-10729.54%	224.05%
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	归属于母公司净利润	245.81%	-100.13%	-13824.83%	223.58%
资本公积	12,199.12	12,199.12	12,199.12	12,199.12	<b>获利能力</b>				
留存收益	7,321.43	7,320.58	7,437.14	7,814.31	毛利率	91.95%	90.09%	88.69%	89.74%
其他	405.37	0.00	0.00	0.00	净利率	27.05%	-0.04%	4.43%	11.58%
<b>股东权益合计</b>	<b>7,749.17</b>	<b>7,342.94</b>	<b>7,461.88</b>	<b>7,846.74</b>	ROE	8.31%	-0.01%	1.57%	4.83%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,823.60</b>	<b>10,540.47</b>	<b>10,975.70</b>	<b>11,184.69</b>	ROIC	131.02%	-116.32%	-2.48%	-80.55%
<b>现金流量表</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>83.90</b>	<b>1,469.77</b>	<b>-234.09</b>	<b>342.13</b>	<b>资产负债率</b>	<b>28.40%</b>	<b>30.34%</b>	<b>32.01%</b>	<b>29.84%</b>
资本支出	-75.54	27.62	-26.90	-31.67	流动比率	5.83	5.68	5.02	5.64
长期投资	2.30	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.71	5.60	4.87	5.54
其他	-173.78	111.14	58.80	66.63	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-247.01</b>	<b>138.77</b>	<b>31.90</b>	<b>34.96</b>	应收账款周转率	5.56	5.56	5.56	5.56
债权融资	1,318.12	1,206.00	1,206.00	1,206.00	存货周转率	18.38	14.93	13.07	14.41
股权融资	455.51	-310.60	105.32	130.32	总资产周转率	0.23	0.20	0.24	0.29
其他	-1,720.93	-1,318.12	-1,206.00	-1,206.00	<b>每股指标（元）</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>52.71</b>	<b>-422.72</b>	<b>105.32</b>	<b>130.32</b>	每股收益	0.36	0.00	0.07	0.21
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.05	0.83	-0.13	0.19
<b>现金净增加额</b>	<b>-110.40</b>	<b>1,185.82</b>	<b>-96.87</b>	<b>507.41</b>	每股净资产	4.38	4.15	4.22	4.43

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。本报告的风险等级定级为 R3, 仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。