# 诺诚健华（688428.SH）

## 产品商业化持续推进，多个核心资产进入注册临床

优于大市

## 核心观点

2026年前三季度实现营收20.99亿元(+88.2%)，药品销售收入14.49亿元(+41.5%)，归母净利润6.56亿元（去年同期-0.64亿元），扣非归母净利润5.86亿元（去年同期-1.35亿元）；2026年第三季度营收9.62亿元（+150.6%），药品销售收入5.31亿元（+38.6%），归母净利润4.09亿元（去年同期-0.34亿元），扣非归母净利润3.99亿元（去年同期-0.53亿元），主要得益于公司核心产品奥布替尼持续放量，坦昔妥单抗和佐来曲替尼贡献销售收入，以及公司达成合作方Zenas授权许可协议收到里程碑付款。

**肿瘤领域产品商业化持续拓展，关键临床研究顺利推进。**商业化方面，核心资产奥布替尼销售额持续增长，为公司贡献收入；坦昔妥单抗和佐来曲替尼商业化推广加速，为公司销售额带来新的增量。管线进展方面，美托克拉（ICP-248）联合奥布替尼用于CLL/SLL 1L固定周期疗法的临床3期注册研究预计于2027年上半年完成，针对BTKi经治的MCL预计2027年上半年提交NDA，联合奥布替尼用于r/r MCL和r/r MZL的两项3期注册性临床已经启动，联合AZA对照维奈克拉+AZA用于老年/不适合强化治疗的初治AML处于3期注册性临床阶段；MDS适应症处于全球2期临床阶段，将在2026年ASH会议上发布数据。

**核心分子在自免领域开展多个注册性临床。**奥布替尼针对ITP适应症的NDA申请已经获得受理；SLE适应症的临床2b期研究取得积极的顶线数据，正在推进临床3期研究;PPMS和SPMS适应症的全球临床3期稳步推进。舒昔替尼(ICP-332)针对AD适应症的临床3期达到主要终点，预计2027年上半年提交NDA；白癜风适应症临床2期达到主要终点，正推进临床3期研究；儿童AD推进至临床2期；结节性痒疹推进至全球临床2期；慢性自发性荨麻疹和银屑病均完成临床2期患者入组，预计2026年底读出数据。ICP-488用于银屑病的临床3期达到主要终点，CLE、SS均处于临床2期阶段，同时积极拓展其他适应症。ICP-054（IL17小分子)和ICP-538(VAV1分子胶)预计于2026年底完成临床1期研究。ICP-B161（TL1A/IL-23p19双抗）为公司自免领域首个大分子，主要针对IBD及其他自免适应症，可以实现皮下给药并延长给药间隔，2026年10月IND获批。

**公司与礼来达成总额超过33亿美元的合作。**2026年9月，公司与礼来达成合作，共同开发至多5款创新分子，此次合作的首付款和近期里程碑付款为1亿美元，潜在的研发及商业化里程碑付款总额约为32.5亿美元，同时产品上市后还能获得个位数百分比的销售分成。此次合作达成验证公司小分子药物发现能力，为未来长期合作奠定基础，同时借助礼来的研发平台、专业能力和开发经验，进一步提升公司的研发实力。

**投资建议：维持盈利预测，给与“优于大市”评级。**诺诚健华已经展现出高效和差异化的研发能力，以及优秀的国内商业化能力。奥布替尼已经在海外开启3期临床，预计后续会有更多资产的对外合作；国内的商业化版图也将从血液瘤向自免、实体瘤拓展。我们预计公司2026-2028年的营收分别为24.86/26.52/38.94亿元，同比+4.7%/+6.7%/+46.8%；归母净利润分别为2.36/1.96/3.81亿元，同比-63.3%/-17.0%/+94.4%；维持盈利预测，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

| 盈利预测和财务指标 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1,009 | 2,375 | 2,486 | 2,652 | 3,894 |
| (+/-%) | 36.7% | 135.3% | 4.7% | 6.7% | 46.8% |
| 归母净利润(百万元) | -441 | 642 | 236 | 196 | 381 |
| (+/-%) | -30.2% | 245.8% | -63.3% | -17.0% | 94.4% |
| 每股收益（元） | -0.25 | 0.36 | 0.13 | 0.11 | 0.22 |
| EBIT Margin | -54.2% | 18.9% | 4.4% | 2.7% | 7.3% |
| 净资产收益率（ROE） | -6.6% | 8.3% | 3.0% | 2.4% | 4.5% |
| 市盈率（PE） | - | 79.0 | 215.2 | 259.2 | 133.3 |
| EV/EBITDA | - | 101.4 | 295.9 | 346.7 | 147.6 |
| 市净率（PB） | 7.54 | 6.57 | 6.38 | 6.22 | 5.95 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·化学制药

**证券分析师：陈曦炳**
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

**证券分析师：彭思宇**
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

**证券分析师：陈益凌**
021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

**证券分析师：肖婧舒**
0755-81982826
xiaojingshu@guosen.com.cn
S0980525070001

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 24.56元 |
| 总市值/流通市值 | 43464/43464百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 35.00/19.36元 |
| 近3个月日均成交额 | 363.19百万元 |

### 市场走势



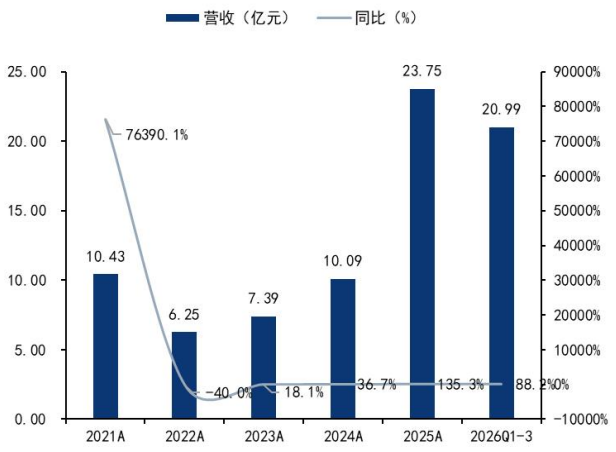

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《诺诚健华（688428.SH）-肿瘤和自免领域全面布局，商业化与出海共同推进》——2026-09-22

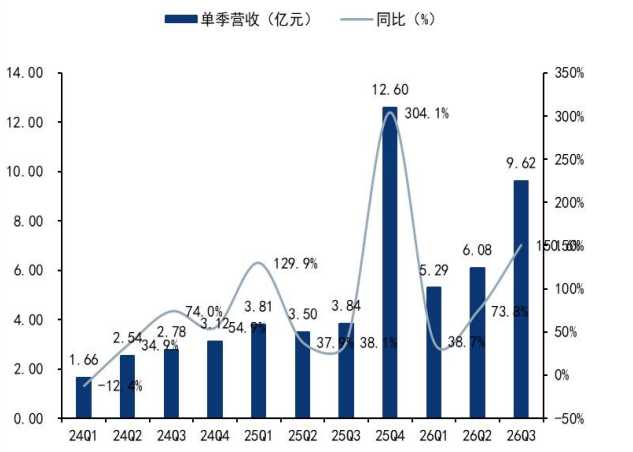
2026 年前三季度实现营收 20.99 亿元（+88.2%），药品销售收入 14.49 亿元（+41.5%），归母净利润 6.56 亿元（去年同期-0.64 亿元），扣非归母净利润 5.86 亿元（去年同期-1.35 亿元）；2026 年第三季度营收 9.62 亿元（+150.6%），药品销售收入 5.31 亿元（+38.6%），归母净利润 4.09 亿元（去年同期-0.34 亿元），扣非归母净利润 3.99 亿元（去年同期-0.53 亿元），主要得益于公司核心产品奥布替尼持续放量，坦昔妥单抗和佐来曲替尼贡献销售收入，以及公司达成合作方 Zenas 授权许可协议收到里程碑付款。

图1：诺诚健华营业收入及增速（单位：亿元、%）



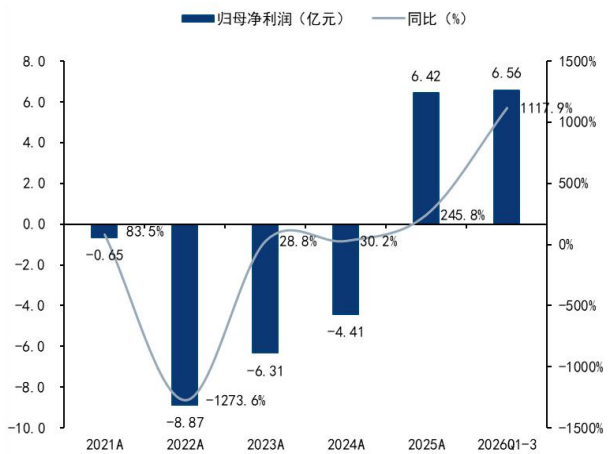

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：诺诚健华单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



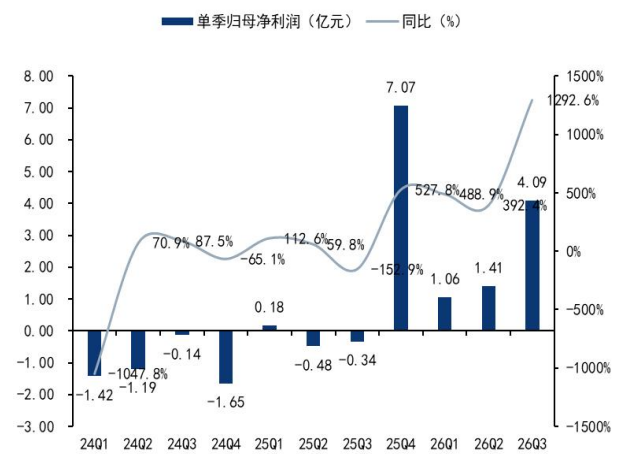

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：诺诚健华归母净利润及增速（单位：亿元、%）




资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

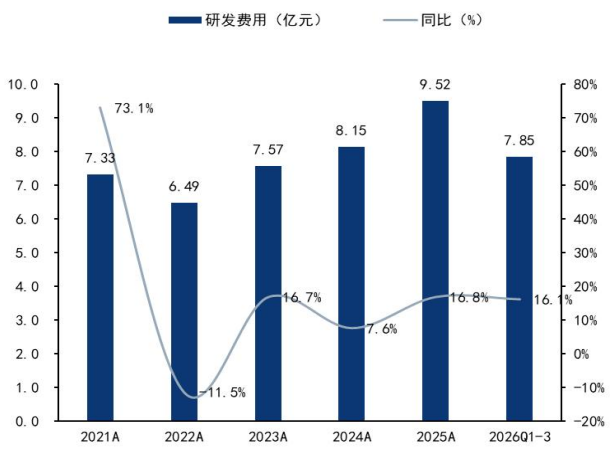
图4：诺诚健华单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）




资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

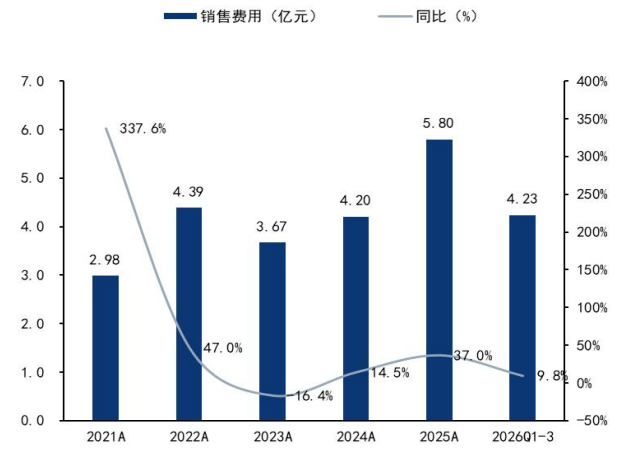
**公司持续投入，助力产品研发和推广。**2026 年前三季度研发费用为 7.85 亿元（+16.1%），销售费用 4.23 亿元（+9.8%），持续的投入主要用于管线临床试验的推进和产品商业化推广。

图5：诺诚健华研发费用情况




资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：诺诚健华销售费用情况




资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**肿瘤领域产品商业化持续拓展，关键临床研究顺利推进。**商业化方面，核心资产奥布替尼销售额持续增长，为公司贡献收入；坦昔妥单抗和佐来曲替尼商业化推广加速，为公司销售额带来新的增量。管线进展方面，美托克拉（ICP-248）联合奥布替尼用于 CLL/SLL 1L 固定周期疗法的临床 3 期注册研究预计于 2027 年上半年完成，针对 BTKi 经治的 MCL 预计 2027 年上半年提交 NDA，联合奥布替尼用于 r/r MCL 和 r/r MZL 的两项 3 期注册性临床已经启动，联合 AZA 对照维奈克拉+AZA 用于老年/不适合强化治疗的初治 AML 处于 3 期注册性临床阶段；MDS 适应症处于全球 2 期临床阶段，将在 2026 年 ASH 会议上发布数据。ICP-B794（B7-H3 ADC）已经完成临床 1 期剂量递增研究，ICP-B208（CDH17 ADC）开展临床 1 期剂量递增研究，ICP-B381（PSMA/STEAP1 ADC）的临床 1 期研究获批。

**核心分子在自免领域开展多个注册性临床。**奥布替尼针对 ITP 适应症的 NDA 申请已经获得受理；SLE 适应症的临床 2b 期研究取得积极的顶线数据，正在推进临床 3 期研究；PPMS 和 SPMS 适应症的全球临床 3 期稳步推进。舒昔替尼（ICP-332）针对 AD 适应症的临床 3 期达到主要终点，预计 2027 年上半年提交 NDA；白癜风适应症临床 2 期达到主要终点，正推进临床 3 期研究；儿童 AD 推进至临床 2 期；结节性痒疹推进至全球临床 2 期；慢性自发性荨麻疹和银屑病均完成临床 2 期患者入组，预计 2026 年底读出数据。ICP-488 用于银屑病的临床 3 期达到主要终点，CLE、SS 均处于临床 2 期阶段，同时积极拓展其他适应症。ICP-054（IL17 小分子）和 ICP-538（VAV1 分子胶）预计于 2026 年底完成临床 1 期研究。ICP-B161（TL1A/IL-23p19 双抗）为公司自免领域首个大分子，主要针对 IBD 及其他自免适应症，可以实现皮下给药并延长给药间隔，2026 年 10 月 IND 获批。

**公司与礼来达成总额超过 33 亿美元的合作。**2026 年 9 月，公司与礼来达成合作，共同开发至多 5 款创新分子，此次合作的首付款和近期里程碑付款为 1 亿美元，潜在的研发及商业化里程碑付款总额约为 32.5 亿美元，同时产品上市后还能获得个位数百分比的销售分成。此次合作达成验证公司小分子药物发现能力，为未来长期合作奠定基础，同时借助礼来的研发平台、专业能力和开发经验，进一步提升公司的研发实力。

图7：诺诚健华近期里程碑进展

| | 产品 | 里程碑 |
|---|---|---|
| 血液肿瘤 | 奥布替尼 & 美托克拉 (ICP-248) | - 奥布替尼 +美托克拉治疗1L CLL/SLL固定疗程方案的三期注册性临床试验：数据读出及NDA申报 |
| | | - 完成BTKi治疗后的MCL注册性临床试验及NDA申报 |
| | | - r/r MCL及r/r MZL 三期临床加速患者入组，奥布替尼 +美托克拉 |
| | | - 1L AML 三期临床加速患者入组，美托克拉+ AZA vs. Venetoclax + AZA |
| | | - MDS:全球二期临床完成，推进至三期 |
| 自身免疫性疾病 | 奥布替尼 | - ITP NDA获批 |
| | | - 加速SLE 三期注册性临床患者入组 |
| | | - 与Zenas合作的PPMS/SPMS全球三期项目：快速推进并加速执行 |
| | 舒普替尼 (ICP-332) | - 三期特应性皮炎临床试验，安全性随访结束并提交NDA |
| | | - 二/三期白癜风临床试验，三期临床启动 |
| | | - 二/三期慢性自发性荨麻疹及二期银屑病临床试验，二期部分数据读出，三期临床启动 |
| | | - 完成结节性痒疹全球二期 |
| | Fadeucravacitinib (ICP-488) | - 三期银屑病临床试验，完成安全性随访 |
| | | - 二期皮肤性狼疮及干燥综合征临床试验，加速患者入组 |
| | ICP-538 (VAV1) | - 完成一期临床，数据读出 |
| | ICP-054 (IL-17i) | - 完成一期临床，数据读出 |
| | ICP-B161 (TL1A/IL23p19) | - 完成一期临床，数据读出 |
| 实体瘤 | ICP-B794 (B7H3 ADC) | - 完成剂量扩展并确定推荐开发剂量 |
| | ICP-B208 (CDH17 ADC) | - 剂量递增数据读出及剂量拓展 |
| | ICP-B381 (STEAP1/PSMA ADC) | - 完成一期临床，数据读出 |
| 持续盈利 | 2026年全年持续保持盈利 | |

资料来源：诺诚健华 2026 年三季报，国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持盈利预测，给与“优于大市”评级。**诺诚健华已经展现出高效和差异化的研发能力，以及优秀的国内商业化能力。奥布替尼已经在海外开启 3 期临床，预计后续会有更多资产的对外合作；国内的商业化版图也将从血液瘤向自免、实体瘤拓展。我们预计公司 2026-2028 年的营收分别为 24.86/26.52/38.94 亿元，同比+4.7%/+6.7%/+46.8%；归母净利润分别为 2.36/1.96/3.81 亿元，同比-63.3%/-17.0%/+94.4%；维持盈利预测，给予“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 6241 | 7072 | 7782 | 7570 | 8521 |
| 应收款项 | 353 | 504 | 778 | 773 | 1060 |
| 存货净额 | 96 | 163 | 240 | 233 | 363 |
| 其他流动资产 | 372 | 215 | 471 | 573 | 643 |
| **流动资产合计** | **7820** | **8062** | **9379** | **9257** | **10696** |
| 固定资产 | 755 | 703 | 787 | 819 | 835 |
| 无形资产及其他 | 258 | 248 | 238 | 228 | 218 |
| 投资性房地产 | 574 | 1807 | 1807 | 1807 | 1807 |
| 长期股权投资 | 0 | 3 | 5 | 7 | 10 |
| **资产总计** | **9407** | **10824** | **12216** | **12119** | **13566** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 225 | 316 | 190 | 244 | 250 |
| 应付款项 | 128 | 184 | 286 | 283 | 428 |
| 其他流动负债 | 696 | 884 | 2039 | 1666 | 2530 |
| **流动负债合计** | **1049** | **1384** | **2515** | **2193** | **3208** |
| 长期借款及应付债券 | 1019 | 1002 | 1002 | 1003 | 1005 |
| 其他长期负债 | 594 | 689 | 713 | 740 | 789 |
| **长期负债合计** | **1612** | **1691** | **1715** | **1743** | **1794** |
| **负债合计** | **2662** | **3074** | **4230** | **3936** | **5002** |
| 少数股东权益 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 |
| 股东权益 | 6725 | 7727 | 7963 | 8159 | 8540 |
| **负债和股东权益总计** | **9407** | **10824** | **12216** | **12119** | **13566** |

| 关键财务与估值指标 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | (0.25) | 0.36 | 0.13 | 0.11 | 0.22 |
| 每股红利 | 0.21 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 | 3.81 | 4.38 | 4.51 | 4.62 | 4.84 |
| ROIC | -6.15% | 6.77% | 3% | 2% | 5% |
| ROE | -6.55% | 8.31% | 3% | 2% | 4% |
| 毛利率 | 86% | 92% | 90% | 90% | 91% |
| EBIT Margin | -54% | 19% | 4% | 3% | 7% |
| EBITDA Margin | -47% | 22% | 7% | 6% | 10% |
| 收入增长 | 37% | 135% | 5% | 7% | 47% |
| 净利润增长率 | -30% | 246% | -63% | -17% | 94% |
| 资产负债率 | 29% | 29% | 35% | 33% | 37% |
| 股息率 | 0.7% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| P/E | (115.1) | 79.0 | 215.2 | 259.2 | 133.3 |
| P/B | 7.5 | 6.6 | 6.4 | 6.2 | 5.9 |
| EV/EBITDA | (111.7) | 101.4 | 295.9 | 346.7 | 147.6 |

| 利润表（百万元） | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1009** | **2375** | **2486** | **2652** | **3894** |
| 营业成本 | 138 | 191 | 238 | 253 | 356 |
| 营业税金及附加 | 15 | 23 | 32 | 33 | 46 |
| 销售费用 | 420 | 580 | 822 | 951 | 1377 |
| 管理费用 | 169 | 179 | 190 | 194 | 250 |
| 研发费用 | 815 | 952 | 1094 | 1149 | 1580 |
| 财务费用 | (94) | (96) | (121) | (129) | (137) |
| 投资收益 | 7 | 55 | 3 | 3 | 3 |
| 资产减值及公允价值变动 | (31) | 3 | 15 | 15 | 0 |
| 其他收入 | (789) | (900) | (1094) | (1149) | (1580) |
| 营业利润 | (451) | 655 | 249 | 218 | 424 |
| 营业外净收支 | (2) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **(453)** | **656** | **249** | **218** | **424** |
| 所得税费用 | 0 | 12 | 12 | 22 | 42 |
| 少数股东损益 | (12) | 2 | 1 | 1 | 1 |
| **归属于母公司净利润** | **(441)** | **642** | **236** | **196** | **381** |

| 现金流量表（百万元） | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **净利润** | (441) | 642 | 236 | 196 | 381 |
| 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 69 | 81 | 76 | 87 | 93 |
| 公允价值变动损失 | 31 | (3) | (15) | (15) | 0 |
| 财务费用 | (94) | (96) | (121) | (129) | (137) |
| 营运资本变动 | (2031) | (956) | 675 | (439) | 570 |
| 其它 | (22) | 2 | 1 | 1 | 1 |
| **经营活动现金流** | **(2394)** | **(233)** | **973** | **(170)** | **1045** |
| 资本开支 | 0 | (21) | (134) | (94) | (100) |
| 其它投资现金流 | (759) | 651 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(754)** | **627** | **(137)** | **(97)** | **(102)** |
| 权益性融资 | 17 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 992 | (17) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (363) | (33) | 0 | 0 | 0 |
| 其它融资现金流 | (174) | 518 | (126) | 54 | 6 |
| **融资活动现金流** | **1102** | **437** | **(126)** | **55** | **8** |
| **现金净变动** | **(2046)** | **831** | **710** | **(212)** | **951** |
| 货币资金的期初余额 | 8287 | 6241 | 7072 | 7782 | 7570 |
| 货币资金的期末余额 | 6241 | 7072 | 7782 | 7570 | 8521 |
| 企业自由现金流 | 0 | (454) | 721 | (382) | 819 |
| 权益自由现金流 | 0 | 47 | 710 | (212) | 949 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| --- | --- | --- | --- |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032