买入

产品销售与平台 BD 双驱动，创新管线进入收获期

诺诚健华（9969.HK）

2026-11-6 星期五

目标价： **16.81 港元**

现　价： **12.10 港元**

预计升幅： **38.93%**

重要数据

日期	2026-11-06
收盘价（港元）	12.10
总股本（亿股）	17.7
总市值（亿港元）	214
净资产（亿元）	82
总资产（亿元）	115
52 周高低（港元）	16.20/9.65
每股净资产（元）	4.38

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

HHLR Fund, L.P.(11.79%)

Sunny View Holdings Limited(7.69%)

Sunland BioMed Ltd(6.94%)

相关报告

深度报告：诺诚健华（9969.HK）-20220901

更新报告：诺诚健华（9969.HK）-20251217

研究部

姓名：林兴秋

SFC： BLM040

电话：0755-21519193

Email：linxq@gyzq.com.hk

证券研究报告

【投资要点】

➢ **自免进入收获期：ITP 申报获受理，SLE 与 MS 全球Ⅲ期推进**

CDE 已受理奥布替尼治疗原发免疫性血小板减少症（ITP）的上市申请，这是奥布替尼首个自免适应症 NDA，国内目前尚无 BTK 抑制剂获批 ITP，中国每年新增病例约 6 万例，竞争格局空白；其Ⅲ期数据将于 2026 年 12 月美国 ASH 年会公布，构成近期最重要的数据催化。系统性红斑狼疮（SLE）Ⅲ期已于 4 月完成首例患者入组，主要终点为第 52 周 SRI-4 应答率；原发进展型与继发进展型多发性硬化两项全球Ⅲ期同步推进。

➢ **前三季度收入增长 88%，奥布替尼医保放量确定性强**

2026 年前三季度公司实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 88.21%，其中药品销售收入 14.49 亿元，同比增长 41.47%；归属于上市公司股东的净利润 6.56 亿元，扣除非经常性损益后为 5.86 亿元，上年同期为亏损 0.64 亿元。收入结构的抬升带动销售费用率由上年同期的 34.6%降至 20.2%。2026 年奥布替尼四个已获批适应症全部纳入国家医保目录。奥布替尼于 5 月获澳大利亚 TGA 批准用于复发难治 MCL，并在新加坡获批复发难治 MZL。

➢ **产品管线加速推进，BD 进展顺利**

2026 年 7 月，ICP-332 治疗中重度特应性皮炎注册Ⅲ期达到主要终点及多个关键次要终点，公司计划于 2027 年上半年递交 NDA；ICP-488 治疗银屑病注册Ⅲ期达到主要终点及全部关键次要终点。血液瘤端，新一代 BCL2 抑制剂美托克拉（ICP-248）已启动五项注册临床，其中联合奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 的固定疗程Ⅲ期完成入组、头对头对比维奈克拉联合阿扎胞苷治疗初治 AML 的Ⅲ期获批开展，相关数据将于 2026 年 12 月 ASH 年会公布。9 月 24 日公司与礼来达成研发及授权合作，依托自有药物发现平台开发最多 5 个创新靶点，首付款及近期里程碑最高 1 亿美元，开发与商业化里程碑合计最高 32.5 亿美元，另按净销售额收取个位数分级特许权使用费。

➢ **给予“买入”评级，目标价 16.81 港元/股**

预计 2026-28 年收入分别为人民币 26.7 亿、29.7 亿、35.1 亿元，净利润分别为人民币 3.36 亿、3.58 亿、5.48 亿元，根据 DCF 模型，给予目标价 16.81 港元。给予买入评级，较现价有 38.93%的升幅。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	1009.5	2375.0	2672.7	2967.8	3510.4
同比增长（%）	36.68%	135.28%	12.53%	11.04%	18.28%
归母净利润	-440.6	642.0	336.0	358.1	547.9
同比增长（%）	30.20%	NA	-47.67%	6.58%	53.01%
每股盈利（元）	-0.25	0.36	0.19	0.20	0.31
PE@12.10HKD	-41.36	28.39	54.25	50.90	33.26

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➢ 自免进入收获期：ITP 申报获受理，SLE 与 MS 全球Ⅲ期推进

CDE 已受理奥布替尼治疗原发免疫性血小板减少症（ITP）的上市申请，这是奥布替尼首个自免适应症 NDA，国内目前尚无 BTK 抑制剂获批 ITP，中国每年新增病例约 6 万例，竞争格局空白；其Ⅲ期数据将于 2026 年 12 月美国 ASH 年会公布，构成近期最重要的数据催化。系统性红斑狼疮（SLE）Ⅲ期已于 4 月完成首例患者入组，主要终点为第 52 周 SRI-4 应答率；原发进展型与继发进展型多发性硬化两项全球Ⅲ期同步推进。奥布替尼 SLE Ⅱb 期数据显示，75mg 组 SRI-4 应答率 57.1%，显著高于安慰剂组的 34.4%；在基线 BILAG≥1A 或≥2B 的亚组中提高 35 个百分点，在同时满足 SLEDAI-2K≥4 的亚组中提高 43 个百分点。Ⅲ期注册临床已于 4 月完成首例患者入组，主要终点为第 52 周 SRI-4 应答率。

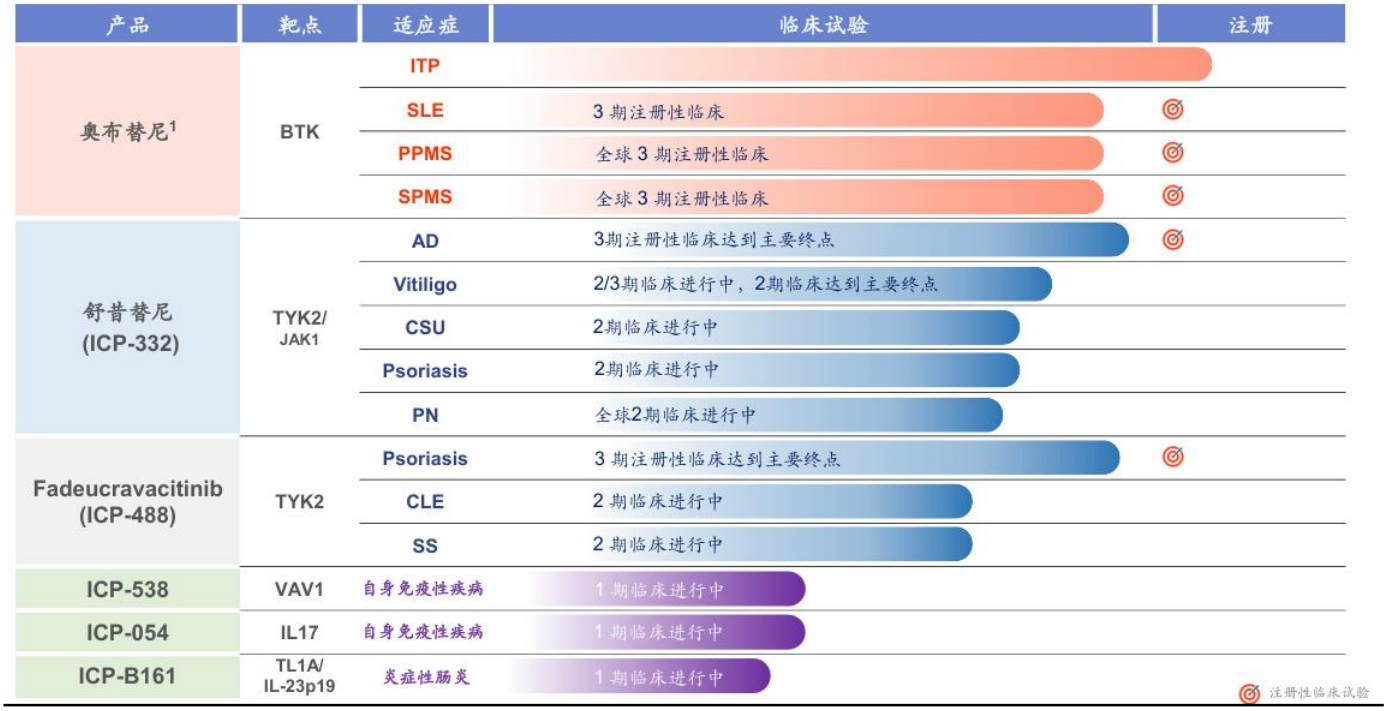
➢ 前三季度收入增长 88%，奥布替尼医保放量确定性强

2026 年前三季度公司实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 88.21%，其中药品销售收入 14.49 亿元，同比增长 41.47%；归属于上市公司股东的净利润 6.56 亿元，扣除非经常性损益后为 5.86 亿元，上年同期为亏损 0.64 亿元。收入结构的抬升带动销售费用率由上年同期的 34.6%降至 20.2%。2026 年奥布替尼四个已获批适应症全部纳入国家医保目录，其中一线 CLL/SLL 于 2025 年获批并进入医保后成为本轮主要增量，复发难治 MZL 仍是国内唯一获批的 BTK 抑制剂。海外方面，奥布替尼于 5 月获澳大利亚 TGA 批准用于复发难治 MCL，并在新加坡获批复发难治 MZL，叠加与 Zenas 合作的全球多发性硬化症开发，公司正把国内血液瘤的现金流转化为全球注册资产。

➢ 产品管线加速推进，BD 进展顺利

7 月，soficitinib（ICP-332）治疗中重度特应性皮炎注册Ⅲ期达到主要终点及多个关键次要终点，公司计划于 2027 年上半年递交 NDA；fadeucravacitinib（ICP-488）治疗银屑病注册Ⅲ期达到主要终点及全部关键次要终点。适应症延展上，soficitinib 的白癜风Ⅱ期已达主要终点并推进Ⅲ期，慢性自发性荨麻疹（Ⅱ期入组完成，预计 2026 年底读出）、结节性痒疹（全球Ⅱ期）、银屑病（Ⅱ期）同步推进；fadeucravacitinib 则在皮肤型红斑狼疮、干燥综合征Ⅱ期开展。国内特应性皮炎患者近 7000 万，若两款产品在 2028 年前后相继上市，自免板块有望形成继血液瘤之后的第二个收入支柱。

图 1： 公司在自免领域的布局



资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

血液瘤端，新一代 BCL2 抑制剂美托克拉（ICP-248）已启动五项注册临床，其中联合奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 的固定疗程Ⅲ期完成入组、头对头对比维奈克拉联合阿扎胞苷治疗初治 AML 的Ⅲ期获批开展，相关数据将于 2026 年 12 月 ASH 年会公布。实体瘤端，佐来曲替尼（ICP-723）2025 年底获批用于携带 NTRK 融合基因的成人及 12 岁以上青少年实体瘤患者后，2026 年上半年已进入全国主要医院临床应用；其儿童实体瘤适应症上市申请已获受理并被纳入优先审评，独立评审委员会评估的客观缓解率达 100%，若获批将进一步扩大患者覆盖。新技术平台方面，B7-H3 ADC（ICP-B794）、CDH17 ADC（ICP-B208）已进入Ⅰ期，首个双抗 ADC（PSMA/STEAP1，ICP-B381）的 IND 已获受理；VAV1 分子胶降解剂 ICP-538 已入组患者，口服 IL-17AA/AF 抑制剂 ICP-054 获批临床。公司有 14 项进行中注册性临床：包括 3 项全球 3 期临床，2026 年新启动 4 项 3 期临床。

9 月 24 日公司与礼来达成研发及授权合作，依托自有药物发现平台开发最多 5 个创新靶点，首付款及近期里程碑最高 1 亿美元，开发与商业化里程碑合计最高 32.5 亿美元，总额最高 33.5 亿美元，另按净销售额收取个位数分级特许权使用费。本次标的是尚未公开的早期靶点，体现了公司持续产出候选化合物的能力。对公司而言，BD 收入的可重复性上升，从一次性事件变为可年度滚动的平

台现金流；前期研发投入的回收周期缩短，平台型合作的首付款可以覆盖早期发现阶段的成本。存量合作仍在持续兑现。2025 年 10 月与 Zenas 的 BD，截至 2026 年 6 月末公司已累计收到 5809.54 万美元，前三季度确认相关收入约 6.50 亿元，其中三季度约 4.31 亿元。

- **给予“买入”评级，目标价 16.81 港元/股**

公司通过科学创新驱动发展，产品力强大。预计 2026-28 年收入分别为人民币 26.7 亿、29.7 亿、35.1 亿元，净利润分别为人民币 3.36 亿、3.58 亿、5.48 亿元，根据 DCF 模型，给予目标价 16.81 港元。给予买入评级，较现价有 38.93%的升幅。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)	市盈率 PE			市净率 PB
			TTM	25E	26E	
1801.HK	信达生物	1,509.29	106.37	40.57	34.05	6.32
6990.HK	科伦博泰生物	1,087.08	624.42	-23,915.23	188.63	17.69
9926.HK	康方生物	802.32	-72.10	-333.04	97.97	8.21
9995.HK	荣昌生物	541.72	5.21	8.56	57.03	3.83
1530.HK	三生制药	385.42	4.05	13.64	12.98	1.22
2315.HK	百奥赛图-B	353.74	44.06	39.10	25.34	6.39
2696.HK	复宏汉霖	267.30	26.77	23.41	23.50	5.12

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

（1）新产品研发进度可能低于预期

（2）产品商业化进展不达预期

（3）国际形势复杂度超预期，创新药国际化进度低于预期

【财务报表摘要】

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	**738.5**	**1009.5**	**2375.0**	**2672.7**	**2967.8**	**3510.4**
销售成本	128.4	138.4	191.0	360.8	430.3	509.0
毛利	**610.1**	**871.0**	**2184.0**	**2311.9**	**2537.5**	**3001.4**
其他收入	244.2	211.0	110.0	60.0	60.0	50.0
分销开支	-366.9	-420.0	-580.0	-855.3	-890.3	-1053.1
行政费用	-193.5	-183.9	-179.0	-180.8	-186.2	-191.8
经营溢利	**-457.3**	**-335.8**	**583.0**	**326.7**	**350.3**	**448.6**
财务开支	-35.1	-33.8	-96.0	-105.6	-116.2	4.0
其他开支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	**-644.2**	**-452.6**	**656.0**	**402.3**	**437.5**	**644.6**
所得税	1.4	0.0	12.0	60.3	65.6	96.7
少数股东应占利润	-14.4	-12.2	2.0	6.0	13.8	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
净利润	**-631.3**	**-440.6**	**642.0**	**336.0**	**358.1**	**547.9**
折旧及摊销	92.6	106.3	119.0	285.0	286.0	287.0
EBITDA	**-364.7**	**-229.6**	**702.0**	**611.7**	**636.3**	**735.6**
增长						
总收入（%）	18.09%	36.68%	135.28%	12.53%	11.04%	18.28%
EBITDA(%)	174.18%	58.86%	-132.70%	14.76%	-3.87%	-13.49%
净利润（%）	28.79%	30.20%	NA	-47.67%	6.58%	53.01%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4202.7	4679.6	4506.6	4097.8	3599.2	3260.7
其他短期投资	4019.5	1456.7	2545.0	2595.9	2647.8	2700.8
应收账款	421.6	439.1	584.0	59.4	66.0	78.0
存货	119.1	95.6	163.0	74.2	82.4	97.5
其他流动资产	2.5	86.4	0.0	93.0	95.0	96.0
流动资产	**8765.4**	**7820.3**	**8062.6**	**7950.3**	**7627.4**	**7371.0**
固定资产	759.8	784.3	732.0	805.2	885.7	974.3
权益性投资	5.7	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
商誉及无形资产	108.9	98.6	83.0	91.3	100.4	110.5
非流动资产	**1153.8**	**1587.3**	**2761.0**	**2426.6**	**2669.3**	**2936.2**
总资产	**9919.2**	**9407.6**	**10823.6**	**10376.9**	**10296.6**	**10307.2**
流动负债	**2094.0**	**1061.0**	**1398.0**	**1358.2**	**1331.1**	**1314.9**
应付账款及票据	134.9	128.4	184.0	202.4	222.6	244.9
短期银行贷款	1256.1	193.8	241.0	192.8	154.2	123.4
其他短期负债	687.7	707.7	894.0	876.1	858.6	841.4
非流动负债	**2094.0**	**1061.0**	**1398.0**	**1358.2**	**1331.1**	**1314.9**
长期银行贷款	26.3	1018.7	1002.0	8.7	9.7	10.7
其他负债	618.1	581.9	675.0	695.3	716.1	737.6
总负债	**2738.4**	**2661.6**	**3075.0**	**3202.9**	**3360.2**	**3547.0**
少数股东权益	32.9	20.6	23.0	25.0	26.0	29.0
股东权益	**7147.9**	**6725.4**	**7725.6**	**7149.0**	**6910.4**	**6731.2**

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力						
毛利率（%）	77%	85%	92%	87%	86%	86%
EBITDA率（%）	-49%	-23%	30%	23%	21%	21%
净利率（%）	-87%	-44%	27%	13%	12%	16%
ROE	-9.0%	-6.6%	8.3%	4.7%	5.2%	8.1%
ROA	-6.5%	-4.7%	5.9%	3.2%	3.5%	5.3%
营运表现						
SG%A/收入	26%	18%	8%	7%	6%	5%
实际税率	15%	15%	2%	15%	15%	15%
股息支付率（%，含优先股）	0	0	1	2	3	4
库存周转天数	258.5	279.1	243.7	118.4	65.5	63.6
应付账款周转天数	355.3	342.3	294.4	192.8	177.8	165.3
财务状况						
资产负债率	28%	28%	28%	31%	33%	34%
收入/总资产	7%	11%	22%	26%	29%	34%
总资产/股本	5.60	5.32	6.12	5.86	5.82	5.82

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**-631**	**-441**	**642**	**336**	**358**	**548**
折旧与摊销	93	106	119	285	286	287
营运资本变动	-244	-18	61	67	74	81
其他非现金调整	111	-13	-738	0	0	0
营运现金流	**-671**	**-366**	**84**	**688**	**718**	**916**
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	0
资本开支	255	78	70	77	85	93
投资减少	4,925	6,860	13,177	14,495	15,944	16,901
其他投资活动	-1	-513	-34	-120	-120	-119
投资活动现金流	**1**	**-286**	**53**	**-57**	**-10**	**32**
负债变化	5	222	85	62	109	149
股本变化	5	2	1	2	0	0
股息	0	0	1	2	3	4
其他融资活动	-1	-513	-34	-120	-120	-119
融资活动现金流	**1**	**-286**	**53**	**-57**	**-10**	**32**
汇率变动影响	26	0	0	-93	-30	-29
现金变化	**23**	**477**	**-173**	**-409**	**-499**	**-338**
期初持有现金	4,180	4,203	4,680	4,507	4,098	3,599
期末持有现金	4,203	4,680	4,507	4,098	3,599	3,261

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称"国元证券经纪（香港）"）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk