



买入 (增持)

所属行业: 医药生物
当前价格(元): 16.56

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

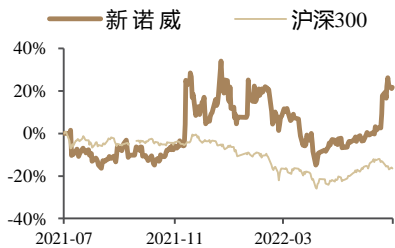
王绍玲

资格编号: S0120521090003

邮箱: wangsl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	26.01	28.39	25.54
相对涨幅(%)	26.93	21.64	22.29

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

新诺威 (300765.SZ): 咖啡因价格进入新稳态, 拟收购石药圣雪加码大健康

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 咖啡因供给受管制且格局稳定, 下游需求端持续增长, 21年底涨价后行业价格进入新稳态。我们判断价格有望持续, 叠加原材料氯乙酸价格有所下降, 价差拉大, 盈利空间增加, 22年业绩弹性较大。2) 定位石药集团旗下大健康平台, 拟收购石药圣雪, 加码布局大健康业务。圣雪扩产后有望成为国内第三方阿卡波糖原料药最大供应商, 随着下游制剂格局改变, 公司原料药份额有望扩大。3) 保健食品类产品有望随着下游渠道疫情后恢复实现恢复性增长。
- **2021年底后咖啡因价格进入新稳态, 22年业绩有望爆发。** 咖啡因供给端在国内属于国家二类精神药品管制, 国内仅三家在产, 需求端主要为含咖啡因食品饮料, 疫情后持续快速增长。2021年底因上游原材料涨价等因素, 咖啡因价格大涨, 目前国内三家企业均处于满产满销状态, 出口价格已进入17-18美元/千克新稳态。2022年公司产能接近14000吨, 叠加主要原材料氯乙酸价格有所回调, 价差有所拉大, 我们估计, 咖啡因提价将咖啡因类产品毛利率从30%水平提升至50%以上的水平。本轮咖啡因提价与以往不同, 本轮供给端新增产能短期压力小, 当前均处于满产满销状态, 我们判断公司22年业绩有望爆发。
- **石药集团旗下大健康平台, 持续加码大健康业务布局。** 公司于2019年A股上市, 为石药集团旗下大健康业务平台。目前公司拟收购石药圣雪, 进军无水葡萄糖和阿卡波糖原料药、以及各类生物酶领域。2022-2024年业绩承诺为8100万、9100万、10200万, 预计2022年内有望完成资产交割增厚公司收入和业绩体量。根据招股说明书和公司大力发展大健康业务战略, 公司正积极布局功能性食品饮料和特殊医学用途配方食品系列产品, 我们认为整合石药圣雪为第一步, 公司未来将通过进一步通过外延+内生发力大健康产品, 奠定公司长期成长空间。
- **盈利预测与投资建议:** 不考虑石药圣雪并表, 预计公司2022-2024年将实现营收19.17亿元、19.97亿元、20.77亿元, 同比增长33.9%/4.1%/4.0%。公司业务稳定, 预计三费比例不会发生较大变化, 考虑公司费用因素及其他影响归母净利润的因素后, 预计2022-2024年实现归母净利润6.23/6.37/6.76亿元, 同比增长96.5%/2.2%/6.2%。考虑到咖啡因高价格可维持时间较长, 原材料端成本已经开始下降, 价差拉大, 盈利能力增强, 公司2022年业绩弹性较大, 给予增持评级。

风险提示: 咖啡因价格下降风险; 收购石药圣雪失败风险; 行业竞争加剧风险; 咖啡因出口量下降。

股票数据

总股本(百万股):	546.00
流通 A 股(百万股):	546.00
52 周内股价区间(元):	11.55-18.53
总市值(百万元):	9,041.76
总资产(百万元):	3,350.34
每股净资产(元):	5.61

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,317	1,432	1,917	1,997	2,077
(+/-)YOY(%)	4.8%	8.7%	33.9%	4.1%	4.0%
净利润(百万元)	300	317	623	637	676
(+/-)YOY(%)	9.8%	5.7%	96.5%	2.2%	6.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.55	0.58	1.14	1.17	1.24
毛利率(%)	55.7%	47.9%	57.9%	57.9%	58.0%
净资产收益率(%)	11.2%	10.7%	17.8%	15.4%	14.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司简介.....	5
1.1. 主营咖啡因及维生素 C 保健品，拟并购石药圣雪.....	5
1.2. 咖啡因贡献重要收入及利润.....	5
1.3. 咖啡因类产品具有管制属性，产品价格弹性对企业盈利能力影响大.....	6
1.3.1. 咖啡因产品具有管制属性，生产工艺具有技术壁垒.....	6
1.3.2. 产品价格弹性对企业盈利能力影响较大.....	7
1.4. 保健食品类产品竞争激烈，进入稳定增长期.....	8
2. 新诺威：咖啡因提价利润弹性大，拟收购石药圣雪加码大健康.....	10
2.1. 咖啡因提价利润弹性大.....	10
2.2. 拟收购石药圣雪，布局大健康领域.....	12
3. 盈利预测及投资建议.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

图 1: 新诺威主要业务及产品.....	5
图 2: 新诺威 2016-2021 主营业务收入构成 (亿元)	6
图 3: 新诺威 2019-2021 年主营业务毛利构成 (亿元)	6
图 4: 新诺威 2019-2021 年主要业务毛利率水平.....	6
图 5: 咖啡因生产流程.....	7
图 6: 咖啡因及其盐出口单价 (美元/kg)	7
图 7: 国内咖啡因单价 (元/kg)	7
图 8: 氟乙酸近期价格走势 (元)	8
图 9: 醋酐近期价格走势 (元/吨)	8
图 10: 2016-2021 年保健食品类产品营收	9
图 11: 2016-2021 年保健食品类产品毛利.....	9
图 12: 全球软饮料市场规模	10
图 13: 中国功能饮料市场规模.....	10
图 14: 咖啡因及其盐出口量 (吨)	10
图 15: 2018-2022 年 1-5 月我国咖啡因及其盐出口量	10
图 16: 咖啡因前 2 大客户销售额及同比.....	11
表 1: 2016-2018 年公司前 10 大原材料.....	7
表 2: 产品价格上涨对公司利润弹性大.....	8
表 3: 新诺威咖啡因主要用于食品添加剂	10
表 4: 公司 2016-2018 年前 5 大客户及占比.....	11
表 5: 公司 2016-2018 年咖啡因产品前 5 大客户及占比	11
表 6: 新诺威 2016-2021 年产能产量及产能利用率情况.....	12
表 7: 提价对咖啡因利润弹性大.....	12
表 8: 石药圣雪近期经营数据.....	13
表 9: 新诺威收入及成本拆分.....	14
表 10: 可比公司估值分析.....	14

1. 公司简介

1.1. 主营咖啡因及维生素 C 保健品，拟并购石药圣雪

新诺威成立于 2006 年，主营业务为功能食品的研发、生产和销售。主要产品为咖啡因类功能饮料添加剂及维生素类保健食品。公司生产的咖啡因类产品主要是咖啡因，包括少量茶碱、氨茶碱、可可碱等，生产的维生素类产品主要为维生素 C 含片，包括少量的维生素 C 饮料等。

公司的咖啡因产品作为食品添加剂广泛应用于功能饮料中，具有提神醒脑、抗疲劳、暂时驱走睡意并恢复精力的作用，产品主要销往美国、德国、爱尔兰、巴西、印度等地，是百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司的全球供应商。

2022 年 5 月，公司发布公告，拟发行股份购买石药圣雪 100% 股权。石药圣雪为石药集团子公司，主营业务为大健康领域功能食品的研发、生产和销售，产品主要应用于精力管理和营养素补充的健康管理用途中，产品主要为无水葡萄糖和阿卡波糖原料。石药圣雪具备一定的技术研发优势，是国内最早以双酶法生产无水葡萄糖的生产企业之一，高端无水葡萄糖已进入国际市场，阿卡波糖方面，石药圣雪实现了阿卡波糖产品的商业化和规模化生产，可用于对德国拜耳原研产品的进口替代，产能不断扩大。

图 1：新诺威主要业务及产品

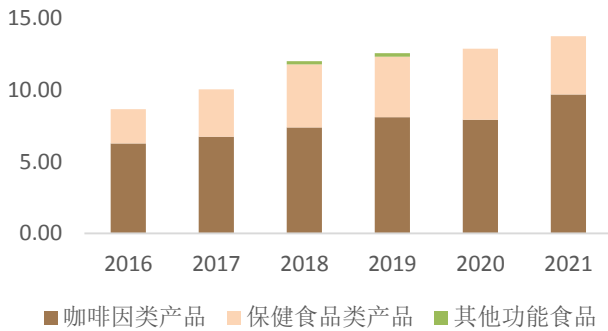


资料来源：公司官网，石药集团官网，德邦研究所

1.2. 咖啡因贡献重要收入及利润

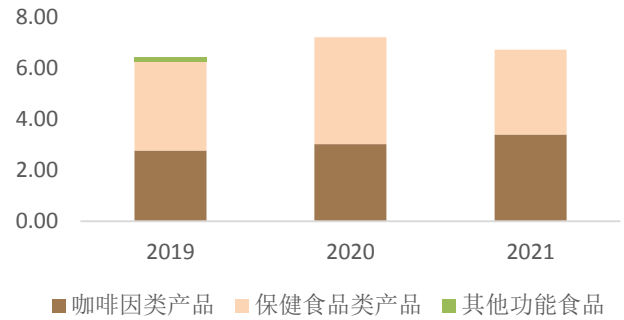
从收入构成看，咖啡因类产品及保健食品类产品占据主要部分，2021 年，咖啡因类产品占收入比重接近 70%，保健食品类产品接近 30%。毛利构成来看，保健食品类产品毛利率更高，毛利占比高于收入占比，2021 年，咖啡因类产品及保健食品类产品占主营业务毛利比例分别为 50.6%、49.3%。

图 2: 新诺威 2016-2021 主营业务收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

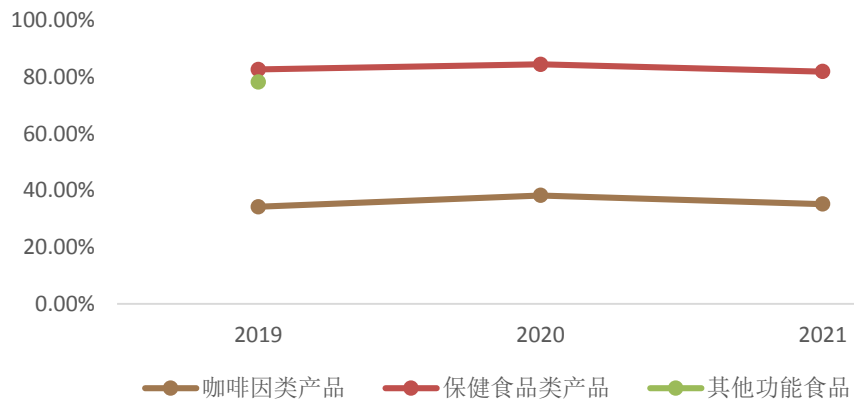
图 3: 新诺威 2019-2021 年主营业务毛利构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

从毛利率水平看, 咖啡因类产品的毛利率水平在 34-38% 左右, 保健食品类产品的毛利率达到 80% 以上, 保健食品类产品的盈利能力更强。

图 4: 新诺威 2019-2021 年主要业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

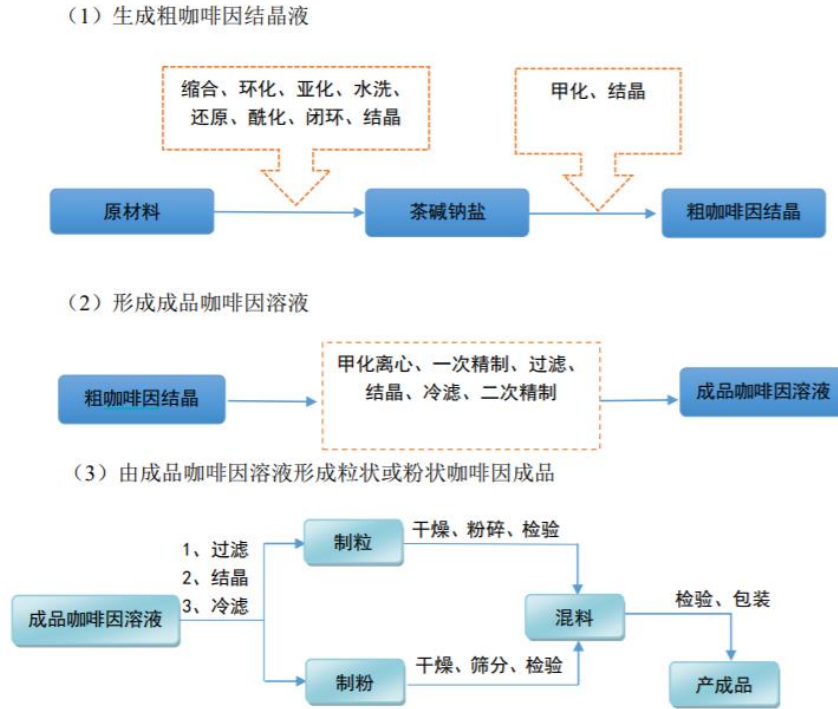
1.3. 咖啡因类产品具有管制属性, 产品价格弹性对企业盈利能力影响大

1.3.1. 咖啡因产品具有管制属性, 生产工艺具有技术壁垒

咖啡因产品属于国家第二类精神药品, 国务院药品监督管理部门根据精神药品的需求总量制定年度生产计划, 确定生产企业数量和布局。定点生产企业按照精神药品年度生产计划安排生产。在全球范围内, 我国、印度和德国是咖啡因主要供应地, 其中, 我国咖啡因产量占全球市场的 60-70%, 主要生产企业为新诺威、山东新华、舒兰合成药业等。公司是全球最大的合成咖啡因生产基地之一, 2017 年直接出口数量约为 8000 吨, 约占全国 60% 出口份额。

合成咖啡因的主要生产流程包括: 1) 生成粗咖啡因结晶液。这个过程主要将氰乙酸等原料经过缩合、环化、还原等方式, 最后得到粗咖啡因结晶。2) 将粗咖啡因结晶经过甲化离心、精制、过滤等得到成品咖啡因溶液。3) 成品咖啡因经过过滤、结晶、冷却等步骤最后形成产成品。

图 5：咖啡因生产流程

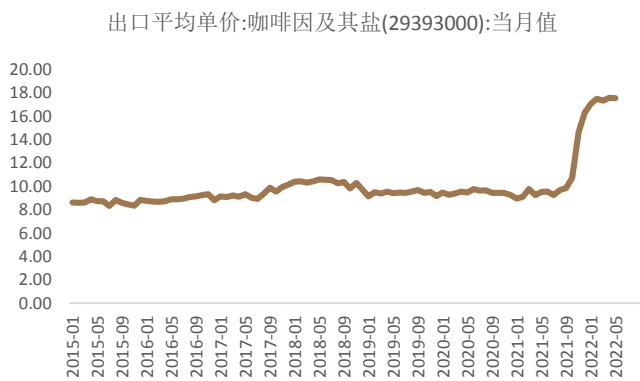


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

1.3.2. 产品价格弹性对企业盈利能力影响较大

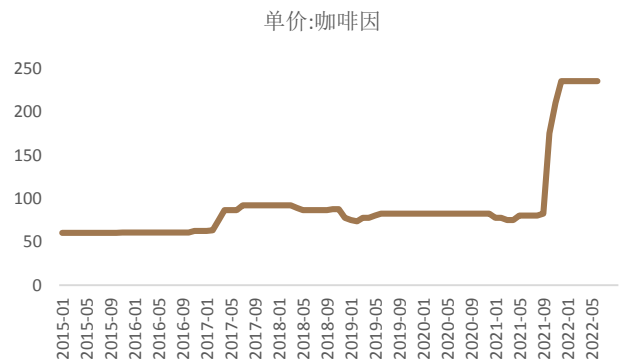
2022 年以来，咖啡因产品价格大幅上涨，咖啡因及其盐出口单价达到 17 美元以上，较前些年 8-10 美元的均价有较大幅度的上涨，国内咖啡因单价也从 70-80 元价格带上涨至 235 元，产品价格大幅上涨。

图 6：咖啡因及其盐出口单价（美元/kg）



资料来源：wind，德邦研究所

图 7：国内咖啡因单价（元/kg）



资料来源：wind，德邦研究所

2016-2018 年，公司采购的前 10 大原材料中，采购占比居前的分别是氰乙酸、醋酐等，氰乙酸在采购成本中占比超过 20%，作为咖啡因的主要原材料，价格波动对公司成本影响较大。

表 1：2016-2018 年公司前 10 大原材料

序号	原材料名称	占当期原材料采购总额比例 (%)		
		2016	2017	2018
1	氰乙酸	28.88	27.51	21.79
2	醋酐	11.86	10.49	14.86

3	一甲胺	8.95	9.33	11.54
4	离子液碱	8.44	10.22	9.16
5	硫酸二甲酯	5.86	7.53	6.06
6	亚硝酸钠	4.2	4.28	4.35
7	甲酸	3.41	6.17	5.84
8	尿素	2.21	2.08	2.47
9	山梨糖醇	2.05	2.89	2.9
10	雷尼镍	1.86	1.67	1.62
合计		77.73	82.18	80.59

资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

2022年7月12日，生意社250kg/桶的氯乙酸报价2.5万元，较4月13日报价2.87万有所下降。醋酐价格较4月15日降幅也超过15%，主要原材料价格均有下降，咖啡因产品价格仍处高位，价差拉大，盈利能力增强。

图8：氯乙酸近期价格走势（元）



资料来源：生意社，德邦研究所

图9：醋酐近期价格走势（元/吨）



资料来源：生意社，德邦研究所

产品价格上涨对生产企业利润弹性大，以新诺威为例，由于公司长短单的定价周期不一样，2022年Q1咖啡因涨价对公司业绩影响还不明显，根据公司6月29披露的最新资产重组报告书（修订稿），公司22M1-5实现收入8.21亿，利润2.38亿元，考虑到22Q1收入4.47亿，利润1.11亿元，即22M4-5实现收入3.74亿，净利润1.27亿。随着公司咖啡因提价的落地，公司4-5月盈利能力较Q1有较大幅度的提升。

表2：产品价格上涨对公司利润弹性大

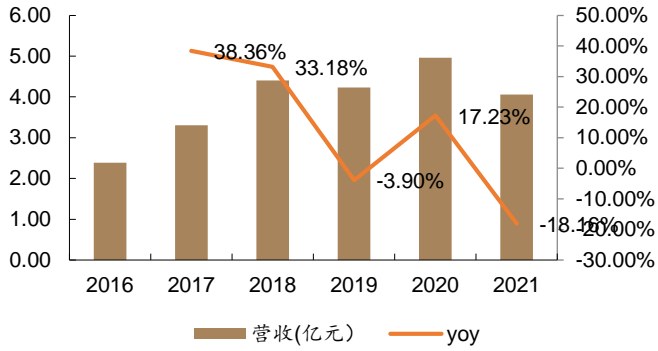
新诺威财务摘要(亿元)	22M4-5	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
营业总收入	3.74	4.47	3.83	3.41	3.50	3.57	2.85	3.46	3.32	3.56
归属母净利润	1.27	1.11	0.73	0.81	0.80	0.84	0.43	0.78	1.06	0.73
净利率	34%	25%	19%	24%	23%	24%	15%	23%	32%	21%

资料来源：公司公告，德邦研究所
备注：财务数据为收购石药圣雪前数据

1.4. 保健食品类产品竞争激烈，进入稳定增长期

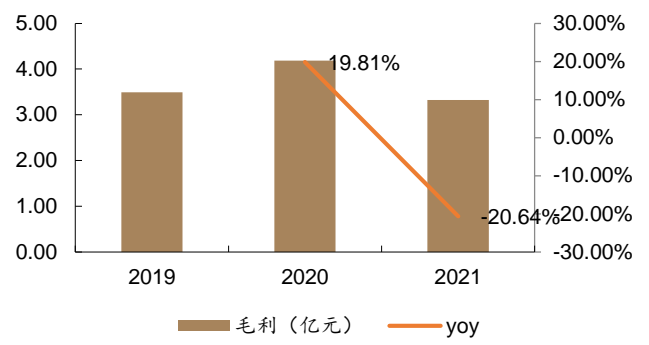
保健食品类产品在2019年之后，收入进入相对平稳增长阶段，2021年，收入端下滑18.16%，毛利下滑20.64%。下游渠道零售药店端受到疫情影响较大，当前，拖累公司产品销售。零售药店在疫情影响下的管控逐步放松，预计后续经营将有恢复，保健食品类产品收入及利润水平或将有回升。

图 10: 2016-2021 年保健食品类产品营收



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 11: 2016-2021 年保健食品类产品毛利



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 新诺威：咖啡因提价利润弹性大，拟收购石药圣雪加码大健康

2.1. 咖啡因提价利润弹性大

公司咖啡因主要用于食品添加剂，2016-2018年，公司生产的咖啡因产品用于食品添加剂用途的比重分别达到93.39%、91.79%、92.39%。食品添加剂领域是公司咖啡因产品的最主要下游，需求变动影响公司产品销售情况。

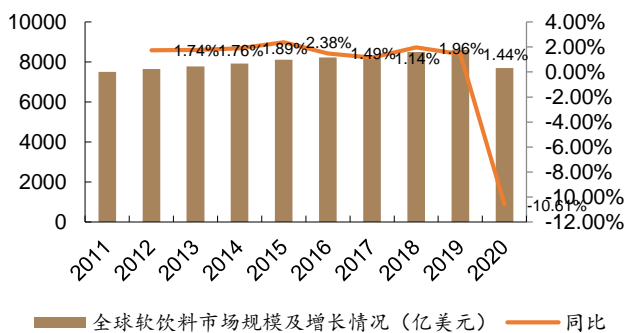
表 3：新诺威咖啡因主要用于食品添加剂

项目	2018年	2017年	2016年
食品添加剂用途	92.39%	91.79%	93.39%
药品添加用途	7.61%	8.21%	6.61%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，德邦研究所

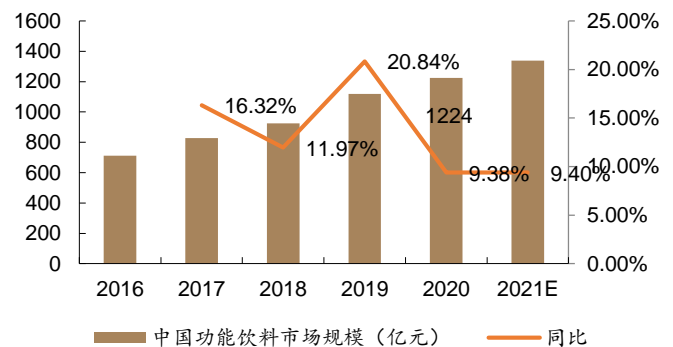
全球来看，软饮料市场规模长年来维持正增长，2020年疫情环境下下滑，预计疫情后仍将维持增长态势。中国功能饮料市场规模在2020年达到1224亿元，增速接近10%。功能饮料在一定程度上调节人体功能，渗透率逐步提升，预计未来将在较长时间维度维持增长态势。随着功能饮料市场的扩容，预计咖啡因需求量也将维持稳定增长态势。

图 12：全球软饮料市场规模



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，德邦研究所

图 13：中国功能饮料市场规模

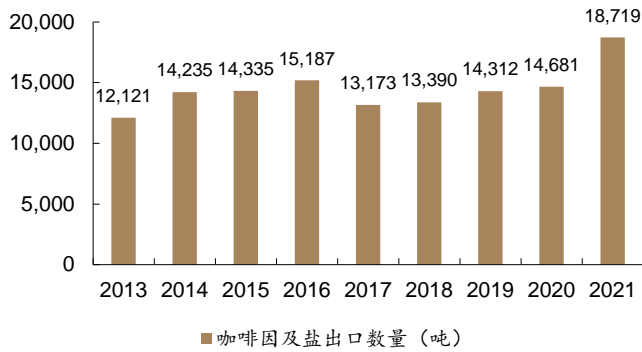


资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

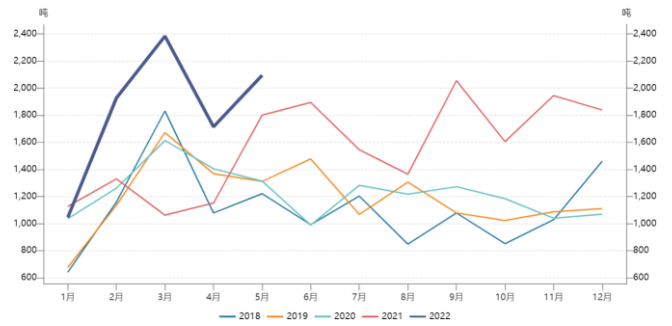
2013-2020年，我国咖啡因及其盐出口量变动不大，2021年，出口量攀升至18719吨，同比增长27.51%，从趋势上看，2021年5月之后出口量高于往年同期。在全球疫情、巴西咖啡豆减产等因素影响下，全球对我国咖啡因需求量增加，2022年1-5月，海关总署数据显示，我国咖啡因及其盐出口量高于往年同期，预计2022年出口量仍将维持较高的增长。

图 14：咖啡因及其盐出口量 (吨)

图 15：2018-2022年1-5月我国咖啡因及其盐出口量



资料来源：海关总署，wind，德邦研究所



资料来源：海关总署，wind，德邦研究所

公司前5名客户中，百事可乐、可口可乐居前。百事可乐为公司咖啡因产品第一大客户，2016-2018年间的占咖啡因销售额的比例分别为17.63%、18.35%、18.47%。

表 4：公司 2016-2018 年前 5 大客户及占比

2016 年			2017 年		2018 年	
序号	客户名称	占主营业务收入比例	客户名称	占主营业务收入比例	客户名称	占主营业务收入比例
1	百事可乐集团	12.77%	百事可乐集团	12.31%	百事可乐集团	11.37%
2	可口可乐集团	10.25%	可口可乐集团	11.6%	可口可乐集团	7.02%
3	ATLANTIC CHEMICALS TRADING 集团	3.57%	PRINOVA 集团	3.06%	PROSWEETZ INGREDIENTS INC	3.29%
4	NATUREX 集团	3.08%	山东漱玉平民药业有限公司及同一控制下公司	2.28%	山东漱玉平民药业有限公司及同一控制下公司	2.97%
5	PRINOVA 集团	2.72%	CHR. OLESEN 集团	2.22%	PRINOVA 集团	2.84%

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

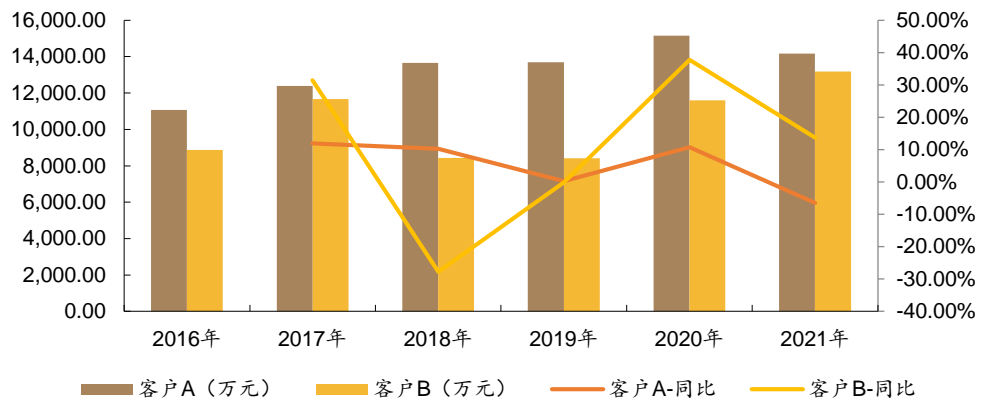
表 5：公司 2016-2018 年咖啡因产品前 5 大客户及占比

2016 年			2017 年		2018 年	
序号	客户名称	占咖啡因类产品收入比例 (%)	客户名称	占咖啡因类产品收入比例 (%)	客户名称	占咖啡因类产品收入比例 (%)
1	百事可乐集团	17.63	百事可乐集团	18.35	百事可乐集团	18.47
2	可口可乐集团	14.15	可口可乐集团	17.28	可口可乐集团	11.4
3	ATLANTIC CHEMICALS TRADING 集团	4.92	PRINOVA 集团	4.57	PROSWEETZ INGREDIENTS INC	5.35
4	NATUREX 集团	4.25	CHR. OLESEN 集团	3.3	PRINOVA 集团	4.61
5	PRINOVA 集团	3.75	DR. PEPPER/SEVEN UP MANUFACTURING COMPANY	3.12	CHR. OLESEN 集团	3.54
合计		44.7		46.62		43.37

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

从单个客户销售额看，年度间相对比较平稳，拉长时间维度，第一大客户的销售额仍能维持 CAGR5% 左右的增长。从需求角度看，下游消费属性明显，周期性弱。

图 16：咖啡因前 2 大客户销售额及同比



资料来源：公司公告，德邦研究所

从供给结构上看，咖啡因具有管制属性，新诺威、新华制药、石药集团等少数几家企业具有生产资质，每年的生产计划需提前报批，因此不会出现激增的供给。整体看，咖啡因行业属于供给及需求均相对稳定行业，供需关系不会出现较大幅度的变动。

新诺威 2016 年开始在缓慢扩产，产能从 1.1 万吨提升至 2021 年的 1.3 万吨，2020-2021 年产能利用率较低。销售量来看，2021 年仍有增量，销售量相对变化比较平稳。

表 6：新诺威 2016-2021 年产能产量及产能利用率情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
产能 (吨)	11000	12000	12450	13000	13000	13000
产量 (吨)	10965.15	11133.1	11083.01	12499.5	11407.54	12806.98
销量 (吨)	10715.1	10612.59	10845.96	12037.64	11438.37	12262.27
销量同比		-0.96%	2.20%	10.99%	-4.98%	7.20%
产能利用率	99.68%	92.78%	89.02%	91.08%	75.71%	63.06%
产销率	97.72%	95.32%	97.86%	98.40%	115.34%	89.17%

资料来源：公司公告，德邦研究所

2021 年，新诺威的咖啡因销售单价为 7.9 万元/吨，参照今年 1-5 月咖啡因的平均出口价格，假设 2022 年咖啡因均价为 17 美元/kg，按照 6.5 的汇率计算，则咖啡因按人民币计算价格为 11 万元/吨。生产成本主要影响因素为原材料成本，主要原材料价格已经处于下降趋势，成本上涨幅度不大，假设 2022 年单吨成本达到 5.5 万元/吨，单吨毛利可以达到 5.5 万元/吨，相较于 2021 年大幅提升。咖啡因提价对公司的利润弹性较大。

表 7：提价对咖啡因利润弹性大

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E
销售单价 (万元/吨)	5.86	6.36	6.81	6.73	6.93	7.90	11
咖啡因成本 (万元/吨)				4.43	4.29	5.12	5.50
毛利 (元/吨)				2.47	2.64	3.00	5.50

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

2.2. 拟收购石药圣雪，布局大健康领域

2022 年 5 月，公司发布公告，拟通过发行股份的方式并购石药圣雪。石药圣雪是河北省科技厅评定的“河北省科技型中小企业”，获得“科技小巨人”和“河北省专精特新中小企业”。公司在生物技术功能性原料领域具有技术优势，实现了阿卡波糖原

料的规模化生产，并不断改进无水葡萄糖、阿卡波糖等主要产品的生产工艺和技术，是国内最早以双酶法生产无水葡萄糖的生产企业之一，产品可用于对德国拜耳原研产品的进口替代。

阿卡波糖原研厂家是拜耳，专利于 2005 年过期，国内中美华东、绿叶制药、福元医药等十多家国内企业获得了阿卡波糖制剂的生产批文。其中，拜耳、中美华东是国内主要阿卡波糖制剂厂商，也是最大的原料制剂一体化厂商。国内阿卡波糖下游制剂市场格局的变化，对第三方供应商的原料的长期需求有望增加。

在阿卡波糖原料供应层面，拜耳使用自产原料，产地在国外，国内仅 4 家，中美华东原料药制剂一体化，不对外销售原料，第三方原料产商有丽珠新北江、海正药业、石药圣雪，产能分别为 90 吨、40 吨、80 吨。

因为一致性评价的关联审评制度，制剂与原料药供应商的绑定关系较强，石药圣雪现有客户绿叶制药，已经与国内大部分新增获得制剂批文的厂商建立了关联审评合作关系，并实现了批量销售。

规模方面，石药圣雪现有产能 80 吨，在绿色工厂升级技术改造项目以后，将新增产能 200 吨，随着制剂层面实现进口替代，原料药也将有望逐步实现进口替代。

在无水葡萄糖领域，石药圣雪是国内最早以双酶法生产无水葡萄糖的生产企业之一，高端无水葡萄糖已进入国际市场。

2021 年，石药圣雪实现营收 4.18 亿元，同比增长 33.33%，其中阿卡波糖实现 2.08 亿元，同比增长 76.90%。随着阿卡波糖制剂进口替代进程的推进，与石药圣雪绑定原料药的企业市场份额逐步扩大，公司原料药也有望相应地实现快速放量。

表 8：石药圣雪近期经营数据

	2020 年	2021 年	同比	2022 年 1-5 月
营业收入 (万元)	31330.16	41771.17	33.33%	16655.79
其中：阿卡波糖	11731.44	20753.31	76.90%	8766.62
营业毛利	8635.38	12257.69	41.95%	4139.58
其中：阿卡波糖	5324.4	11442.34	114.90%	3894.82

资料来源：公司公告，德邦研究所

本次定增募集的配套资金共 5 亿元，其中 2.6 亿元用于阿卡波糖工厂的技术升级改造，改造后产能将由现 80 吨增加至 200 吨。现国内第三方阿卡波糖原料药供应厂家产能合计 210 吨，本次技改后石药圣雪产能占第三方供应比重将大幅增加，随着产能释放及产销量的增加，业绩释放的空间充足。根据业绩承诺，2022、2023、2024 年的业绩承诺将达到 8100 万元、9100 万元、10200 万元，对新诺威公司的业绩贡献显著。

在集采的推动下，我国的阿卡波糖制剂供给格局正在发生变化，相对应的原料药供应格局也将发生变化，公司有望抓住阿卡波糖原料药变革中的机遇，获得原料药供应资格，随着进口替代进程的推进，公司绑定的制剂厂家份额扩大，公司原料药份额也有望增加。

3. 盈利预测及投资建议

考虑公司各项业务，做出如下假设：

咖啡因：考虑到下游咖啡因提价将逐步反应到公司长短端协议中，参照当前咖啡因出口价格，假设 2022 全年均价在 17 美元左右，按照 6.5 汇率计算，约人民币 110 元左右。咖啡因产品供需格局看，供给集中且稳定，需求端主要在功能饮料等消费品领域，需求稳定，供需格局相对稳定，2022 年形成新的价格梯度后，预计 2023-2024 年价格基本维持稳定。

保健食品类：随着渠道零售药店端逐步恢复，2022 年实现恢复性增长后维持相对稳定。

石药圣雪：无水葡萄糖业务维持相对稳定，阿卡波糖原料药随着下游制剂格局的变化及产能释放，将实现持续性增长，2022-2024 年的增长幅度参考业绩承诺。考虑到定增具有不确定性，盈利预测中暂不含石药圣雪。

表 9：新诺威收入及成本拆分

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收	1317.41	1431.99	1917.18	1996.53	2077.11
yoy		8.70%	33.88%	4.14%	4.04%
总成本	584.20	746.12	807.56	839.69	872.05
毛利率	55.66%	47.90%	57.88%	57.94%	58.02%
1、咖啡因类					
收入	793.13	969.21	1430	1485	1540
yoy		22.20%	47.54%	3.85%	3.70%
成本	490.15	628.44	715	742.5	770
毛利率	38.20%	35.16%	50.00%	50.00%	50.00%
单价(万元/吨)	6.93	7.9	11	11	11
销量(吨)	11438.37	12262.27	13000	13500	14000
单吨成本	4.29	5.12	5.5	5.5	5.5
产能	13000	13000	14000	14000	14000
2、保健食品类					
收入	496.08	405.98	487.18	511.53	537.11
yoy		-18.16%	20.00%	5.00%	5.00%
成本	77.49	73.77	92.56	97.19	102.05
毛利率	84.38%	81.83%	81%	81%	81%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

预计公司 2022-2024 年将实现营收 19.17 亿元、19.97 亿元、20.77 亿元，同比增长 33.9%/4.1%/4.0%。公司业务稳定，预计三费比例不会发生较大变化，考虑公司费用因素及其他影响归母净利润的因素后，预计 2022-2024 年实现归母净利润 6.23/6.37/6.76 亿元，同比增长 96.5%/2.2%/6.2%。考虑到咖啡因高价格可维持时间较长，原材料端成本已经开始下降，价差拉大，盈利能力增强，公司 2022 年业绩弹性较大，给予增持评级。

表 10：可比公司估值分析

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
石药集团	835.4	61.4	69.4	77.1	14	12.4	11.1
石四药	110.4	10.6	13.3	16.7	10.5	8.42	6.67

PE 均值					12.3	10.4	8.9
新诺威	90.4	6.2	6.4	6.8	14.5	14.2	13.4

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 除新诺威外, 其余公司数据均来自 wind 一致预期, 数据截至日期: 2022 年 7 月 20 日

4. 风险提示

咖啡因价格下降风险: 咖啡因价格受到供需关系、进出口贸易等因素影响, 价格波动具备大宗属性, 公司产品定价需要参考大宗价格走势, 如果大宗价格下降, 公司产品定价也可能出现下滑, 影响公司业绩。

收购石药圣雪失败风险: 公司拟发行股份收购石药圣雪, 事件仍在进行中, 存在定增不通过或者收购失败的风险。

行业竞争加剧风险: 咖啡因产品生产虽然受到监管, 但也可能出现新增进入者, 导致竞争加剧。

咖啡因出口量下降风险: 目前国内咖啡因全球供应能力较强, 国际大客户可口可乐、百事可乐等为大客户, 如果需求量下降, 可能出现出口量不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.58	1.14	1.17	1.24
每股净资产	5.41	6.40	7.56	8.80
每股经营现金流	0.31	1.08	1.03	1.19
每股股利	0.15	0.15	0.15	0.15
价值评估(倍)				
P/E	28.50	14.51	14.20	13.37
P/B	3.06	2.59	2.19	1.88
P/S	6.65	4.97	4.77	4.59
EV/EBITDA	19.12	10.55	9.80	8.57
股息率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	47.9%	57.9%	57.9%	58.0%
净利润率	22.1%	32.4%	31.8%	32.5%
净资产收益率	10.7%	17.8%	15.4%	14.1%
资产回报率	9.8%	16.4%	14.4%	13.2%
投资回报率	9.9%	16.3%	13.8%	12.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	33.9%	4.1%	4.0%
EBIT 增长率	3.8%	95.0%	-0.1%	4.1%
净利润增长率	5.7%	96.5%	2.2%	6.2%
偿债能力指标				
资产负债率	8.2%	8.1%	6.7%	6.4%
流动比率	10.0	10.5	13.4	14.3
速动比率	8.9	9.8	12.2	13.5
现金比率	5.3	6.1	8.4	9.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.3	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	79.1	80.0	80.0	80.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.4
固定资产周转率	3.1	4.1	4.3	4.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	317	623	637	676
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
非现金支出	61	0	0	0
非经营收益	-8	-19	-20	-21
营运资金变动	-199	-15	-50	-5
经营活动现金流	171	588	565	649
资产	-65	-6	-6	-6
投资	30	-60	-60	-60
其他	7	25	26	27
投资活动现金流	-27	-41	-40	-39
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-43	-82	0	0
融资活动现金流	-43	-82	0	0
现金净流量	94	465	525	610

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月20日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,432	1,917	1,997	2,077
营业成本	746	808	840	872
毛利率%	47.9%	57.9%	57.9%	58.0%
营业税金及附加	12	17	18	19
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	261	326	369	384
营业费用率%	18.2%	17.0%	18.5%	18.5%
管理费用	47	63	66	69
管理费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	20	27	28	29
研发费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
EBIT	357	696	696	724
财务费用	-20	-43	-59	-78
财务费用率%	-1.4%	-2.2%	-3.0%	-3.7%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	18	25	26	27
营业利润	395	764	781	829
营业外收支	-8	-6	-6	-6
利润总额	387	758	775	823
EBITDA	408	696	696	724
所得税	71	137	140	148
有效所得税率%	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司所有者净利润	317	623	637	676

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,232	1,697	2,222	2,832
应收账款及应收票据	357	453	390	487
存货	217	142	231	156
其它流动资产	513	611	683	759
流动资产合计	2,318	2,903	3,526	4,235
长期股权投资	243	243	243	243
固定资产	466	466	466	466
在建工程	129	129	129	129
无形资产	42	42	42	42
非流动资产合计	908	908	908	908
资产总计	3,226	3,811	4,434	5,142
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	69	95	75	101
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	162	181	188	196
流动负债合计	231	276	264	297
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债总计	265	311	298	332
实收资本	546	546	546	546
普通股股东权益	2,952	3,493	4,130	4,807
少数股东权益	8	7	6	4
负债和所有者权益合计	3,226	3,811	4,434	5,142

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。