

标题：石药集团“市值管理”4个月，市值飙升400亿！昔日咖啡因龙头转身 Biotech，更是钦点的创新药平台

导语：低估值的港股资产转移到更具估值潜力的A股。

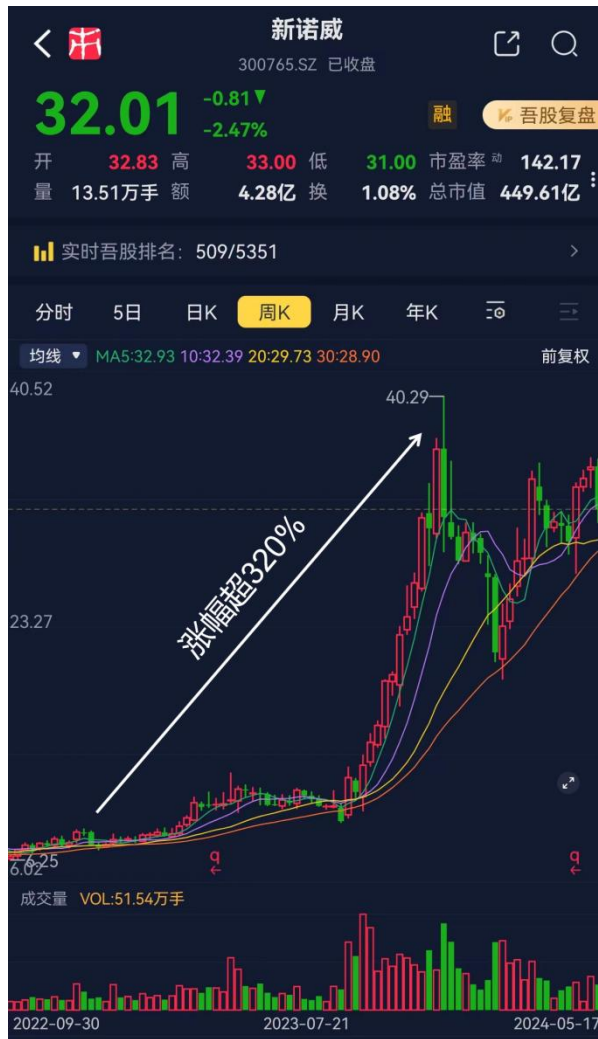
作者：市值风云 APP：贝壳XY

医药行业有个别称，叫做“永不衰落的朝阳行业”。在人口老龄化及医疗需求加大的影响下，兼具科技与消费属性的医药行业，无疑是一个标准的“长坡厚雪”投资赛道。

在A股中，医药也是上市公司数量最多的赛道之一，目前相关股票数量接近500只。在这么多家公司中，2023年股价涨幅NO.1花落百利天恒（688506.SH）这只新股黑马身上，全年涨幅高达466%。

而今天的主人公，是紧随其后的第二名，全年股价暴涨超3倍，市值一度突破500亿大关，吸引了浦银安盛、汇添富、高盛、北向资金等多个顶流内外资机构投资者入局加码。

分隔线



(来源: 市值风云 APP)

这家公司名叫新诺威 (300765.SZ)。风云君不禁好奇, 新诺威在过去短短一年究竟发生了什么颠覆性改变? 又是什么吸引了如此多的资金瞩目?




(动图)


一、功能食品起家，多年业绩稳健

在回答这个问题之前，我们不妨先来了解一下新诺威本来的模样。

新诺威成立于 2006 年，由资深传统药企石药集团（01093.HK）发起设立，但主营业务与医药医疗关系不大。





恒指“唯二”：石药集团，10年自由现金流98亿，回报股东49亿 | 独立研报

 **韦三甲**
市值风云研究员 2020-08-05 09:25

虽然恩必普专利即将到期，但是抗肿瘤产品的增速非常亮眼，已经顺利接棒，成为新的业绩增长点。

长按识别二维码 · 尊享独立研报

 **市值风云**
专业服务注册制 实股之前报一报



(来源：市值风云 APP)

起家靠的是生产与销售合成咖啡因，而后将业务逐渐拓展至阿卡波糖、维生素 B、维生素 C 等大健康领域功能食品，其中阿卡波糖业务是 2022 年 11 月，通过发行股份收购石药圣雪 100% 股权（控股股东手中资产）而来。

经过业务整合，咖啡因、阿卡波糖被划分进功能性原料板块，维生素 B、维生素

C 则被划分进保健食品板块。这些年，前者一直是新诺威的营收主力，贡献了 85%左右的营收，后者占比则在 10%-15%范围。

单位：元

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	2,501,699,905.93	100%	2,626,488,832.63	100%	-4.75%
分行业					
功能食品	2,501,699,905.93	100.00%	2,626,488,832.63	100.00%	-4.75%
分产品					
功能性原料	2,130,216,748.51	85.15%	2,242,566,488.98	85.38%	-5.01%
保健食品类产品	320,132,836.37	12.80%	328,675,945.63	12.51%	-2.60%
其他	51,350,321.05	2.05%	55,246,398.02	2.10%	-7.05%

(来源：新诺威 2023 年报)

在两大业务的共同支撑下，新诺威在过去十年间交出了不错的成绩单，并在 2019 年登陆创业板。

营收方面，2014-2022 年呈现连续正增长，复合增速达 19.05%，2022 年达到最高点 26.26 亿。

但自 2023 年起，营收走下坡路，下滑 4.75%至 25.02 亿，其中功能性原料板块下滑超 5%。2024 年一季度，下跌幅度进一步加大至 27%，为 5.24 亿。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

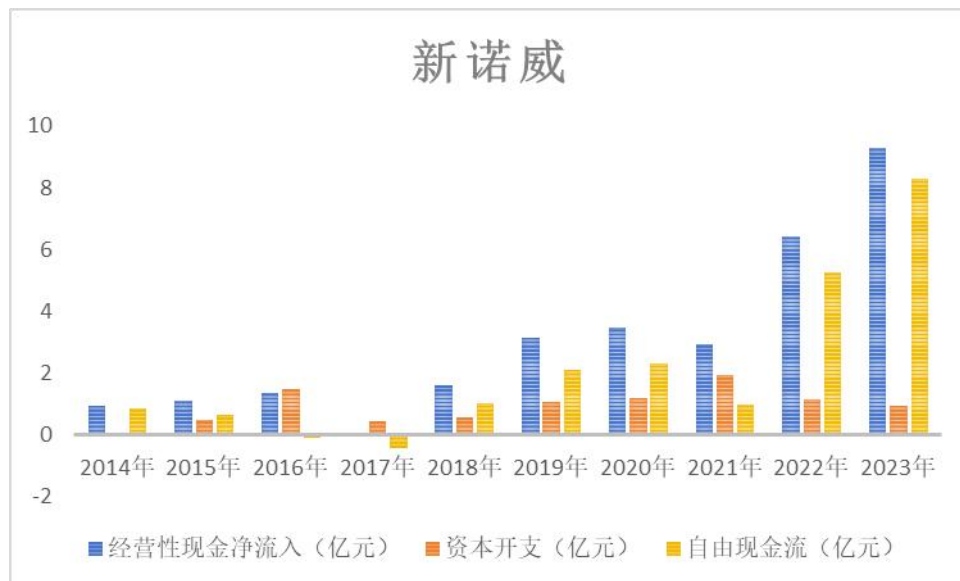
利润则是从今年一季度开始下滑。

归母净利润自 2014 年的 1.08 亿一路增至 2023 年的 7.56 亿, 复合增长 24.14%;
但 2024 年一季度仅有 7,906 万, 同比下跌 56.55%。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

现金流表现一直不错，过去十年间共带来经营性现金净流入 30.27 亿元，与同期利润总额大差不差。即使扣除掉资本开支，余下的自由现金流合计也有 20.92 亿元。

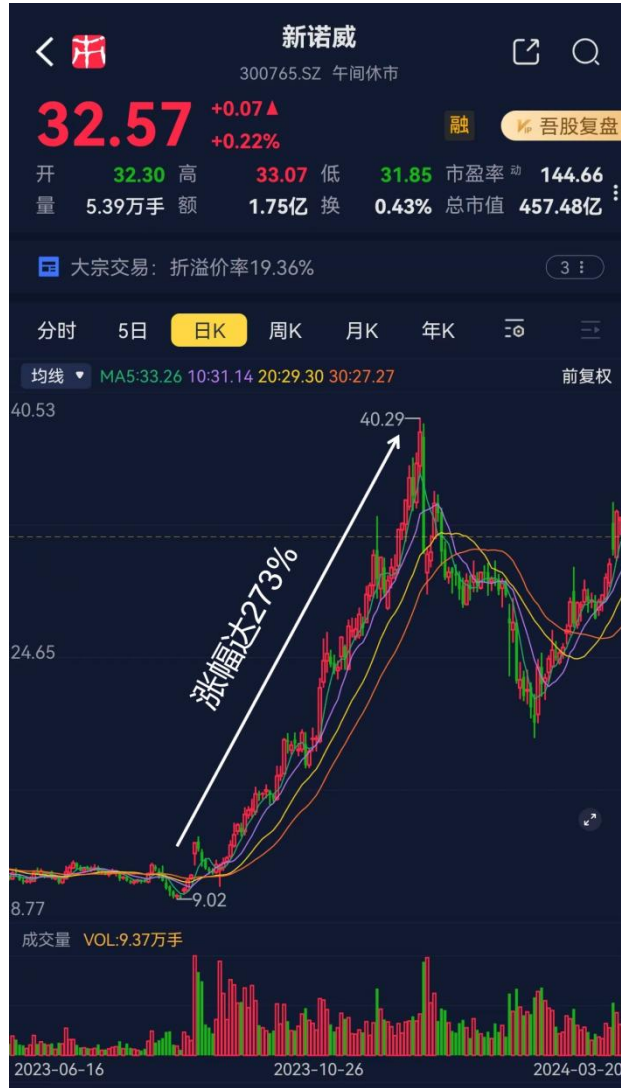


(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

所以说，新诺威在过去的一年多里发生了什么？业绩下滑又为何股价暴涨？

二、“四两拨千斤”，摇身一变 Biotech，市值暴涨超 400 亿

时间回到 2023 年 8 月 31 日，新诺威股价喜提 20 厘米涨停，命运的齿轮开始转动。随后股价一路飙涨、屡创新高，在当年 12 月 6 月实现历史最高 40.29 元/股（前复权）。



(来源: 市值风云 APP)

以8月30日收盘价10.56元/股计算,不到4个月时间,新诺威股价暴涨超273%。
以市值来说,从不到150亿元到年底前的最高点556亿元,市值大涨超400亿元。



而撬动这一切的动作，源自一笔对巨石生物 18.71 亿元的增资。

还是 2023 年 8 月 30 日盘后，新诺威发布公告，计划以 18.71 亿元对控股股东石药集团孵化的一家创新药子公司巨石生物进行现金增资，以获得其 51% 股权。同时根据评估结果，巨石生物的评估价值为 17.98 亿元，增值率为 161.11%。

1、石药集团新诺威制药股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”）正在筹划对石药集团巨石生物制药有限公司（以下简称“巨石生物”或“标的公司”）实施现金增资（以下简称“本次增资”），取得标的公司 51% 以上的股权，实现对标的公司的控股。相关各方已于 2023 年 8 月 30 日签署了《关于石药集团巨石生物制药有限公司增资之意向协议》（以下简称“《增资意向协议》”）。

（来源：新诺威公告）

显然，炒作资金相当看好巨石生物的价值。

1、巨石生物：近看单抗，远观 ADC

巨石生物过往最耀眼的成绩，莫过于弯道超车沃森生物（300142.SZ）、艾博生

物、蓝鹊生物等一众药企，历时 11 个月成功斩获国内首款新冠 mRNA 疫苗。

虽然随着疫情离去，当下很难再言其市场价值，但技术实力得以获得验证。

目前，巨石生物手握 20 多条研发管线，其中有 2 款处于申报上市阶段、3 款处于临床 II/III 期阶段、3 款处于临床 I 期阶段，主要治疗领域包括乳腺癌、宫颈癌、胃癌、银屑病等。

一览其管线布局，离不开单抗和 ADC 两个关键词，这也是当前主流的两条生物创新药赛道。从研发进度来说，单抗显然要更快一些，产品多处在临床 II/III 期或申报上市阶段；而 ADC 管线均处在临床 I 期，距离商业化还有很长的路要走。

产品代码	产品名称	适应症	产品阶段	产品类型
SYSA1802	重组抗 PD-1 全人源单克隆抗体注射液	宫颈癌	申报上市	单克隆抗体
SYSA1903	奥马珠单抗	慢性自发性荨麻疹	申报上市	单克隆抗体
SYSA1501	重组人源化抗 HER2 单抗-MMAE 偶联药物注射液	乳腺癌	II/III 期临床	抗体偶联药物
SYSA1901	帕妥珠单抗	乳腺癌	III 期临床	单克隆抗体
SYSA1902	乌司奴单抗	银屑病	III 期临床	单克隆抗体
SYSA1801	CLDN18.2-ADC	CLDN18.2 阳性晚期恶性实体瘤	I 期临床	抗体偶联药物
SYS6002	Nectin4-ADC	晚期实体瘤	I 期临床	抗体偶联药物
SYS6010	EGFR-ADC	晚期实体瘤	I 期临床	抗体偶联药物

(来源：新诺威公告)

2、管线研发进度国内靠前，商业化上市可期

展开聊聊正处于申报上市阶段的两款管线：SYSA1802（PD-1 恩朗苏拜单抗）和 SYSA1903（奥马珠单抗）。

SYSA1802 主要用于治疗宫颈癌，这也是最常见的妇科恶性肿瘤之一，在全球女性癌症中的发病率和死亡率均位列第四名。

据统计，我国每年有 10.97 万名妇女被诊断出患有宫颈癌，并且有 5.9 万人死于该病，这意味着背后是个空间很广的市场。

传统的临床治疗方案多以放化疗为主，随着 PD-1/PD-L1 抗体在多种癌症治疗中展示的优异疗效，近几年也被逐渐应用至宫颈癌的治疗中。

目前国内获批宫颈癌的 PD-1 单抗仅有誉衡生物的赛帕利单抗注射液，于 23 年下半年上市。紧随其后的便是 SYSA1802，预计 24 年获批上市。

而复宏汉霖的 HLX10、默沙东的帕博利珠单抗、恒瑞医药的卡瑞利珠单抗、上药博康的 BCD-100 仍处于临床 III 期阶段，进度要更慢一些。

图表 18: 中国治疗宫颈癌的已上市和在研靶向 PD-1 创新生物药

序号	靶点	药品代码	药品名称	公司名称	适应症	进展	公开日期
1	PD-1	GLS-010	赛帕利单抗注射液	誉衡生物	复发或转移、PD-L1 表达阳性 (CPS ≥ 1) 的宫颈癌	获批上市	2023.09
2	PD-1	SYSA1802	恩朗苏拜单抗	巨石生物	一线治疗 PD-L1 阳性 (CPS ≥ 1) 的复发或转移性宫颈癌	申报上市	2023.03
3	PD-1	HLX10	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液	复宏汉霖	宫颈癌	III 期	2021.03
4	PD-1	-	帕博利珠单抗	默沙东	高危、局部晚期宫颈癌	III 期	2020.07
5	PD-1	SHR-1210	卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	宫颈癌	III 期	2021.06
6	PD-1	BCD-100	Progolimab 注射液	上药博康	宫颈癌	III 期	2021.05
7	PD-1	F520	重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体注射液	山东新时代药业	晚期 (IVb 期)、持续、复发或转移性宫颈癌患者	II 期	2020.12

(来源: 各公司公告、华福证券)

SYSA1903 则是一款治疗哮喘的生物类似药, 原研药是由诺华和罗氏合作开发的茁乐, 自上市以来累计销售额超过 300 亿美元, 可谓是一款“超级重磅炸弹”。

为此, 不少国内药企也加入到奥马珠单抗的研制中。其中迈博药业 (02181.HK) 的奥迈舒于 23 年 5 月获批上市, 这也是国内首款奥马珠单抗生物类似药。

SYSA1903 的进度次之, 预计于 2024 年获批上市。

除此之外, 远大蜀阳处于 III 期临床进行中, 海正药业、张江生物则均处于 I 期临床阶段。

图表 19: 国内已上市和在研的奥马珠单抗

序号	生产厂家	商品名	产品阶段	当前阶段进展时间
1	诺华/罗氏	茁乐	上市	2017 年国内获批上市
2	迈博药业	奥迈舒	上市	2023 年 5 月国内获批上市
3	巨石生物	-	申报上市	2023.06
4	远大蜀阳	-	III 期临床	2023.04
5	海正药业	-	I 期临床	2021.06
6	张江生物	-	I 期临床	2021.12

(来源: 各公司公告、华福证券)

另外，根据石药集团公告，巨石生物的两款处于 I 期临床阶段的 ADC 药物 (SYSA1801 和 SYS6002) 已经实现“出海”。

前者为其带来 2,700 万美元首付款，最多 11.68 亿美元的潜在销售、开发及监管里程碑付款；

后者则为其带来 750 万美元首付款，最多 6.85 亿美元的潜在销售、开发及监管里程碑付款。

SYSA1801

根據該協議的條款，石藥巨石生物同意授予 Elevation Oncology 在該地區開發及商業化該產品的獨家授權。石藥巨石生物將收取 27,000,000 美元的首付款，並有權收取最多 148,000,000 美元的潛在開發及監管里程碑付款以及最多 1,020,000,000 美元的潛在銷售里程碑付款。石藥巨石生物亦有權按該產品在該地區的年度銷售淨額計算收取最高至雙位數百分比的銷售提成。石藥巨石生物將保留該產品在大中華地區的所有權利。

SYS6002

根據該協議的條款，石藥巨石生物同意授予 Corbus Pharmaceuticals 在該地區開發及商業化該產品的獨家授權。石藥巨石生物將收取 7,500,000 美元的首付款，並有權收取最多 130,000,000 美元的潛在開發及監管里程碑付款以及最多 555,000,000 美元的潛在銷售里程碑付款。石藥巨石生物亦有權按該產品在該地區的年度銷售淨額計算收取分層銷售提成。石藥巨石生物將保留該產品在全球其他市場的所有權利。

(来源：石药集团公告)

总得来说，巨石生物的管线布局兼具长短期，特别是申报上市的两款研发进度均处于国内靠前位置，商业化变现值得期待，成为新诺威市值高涨的关键。

3、石药集团新平台

事实上，增资巨石生物并不是结束，而是开始。

2023 年 11 月，即增资巨石生物的 3 个月后，新诺威将公司全称更名为石药创新制药股份有限公司。

变更事项	变更前	变更后
公司中文全称	石药集团新诺威制药股份有限公司	石药创新制药股份有限公司

(来源：新诺威公告)

2024 年 1 月，新诺威披露，拟以发行股份及支付现金方式收购石药集团旗下的百克生物 100% 股权。

相比巨石生物来说，百克生物是一个体量更大的生物创新药资产，也是石药集团最大的生物医药产业基地之一。

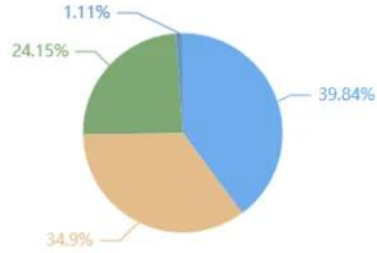
旗下拥有石药集团三大核心产品之一的“津优力”，于 2011 年获批上市，**是我国首个拥有自主知识产权的长效重组人粒细胞刺激因子注射液，打破了国际技术垄断，在非髓性恶性肿瘤治疗方面具有显著疗效，被列入国家重大新药创制专项。**

根据药渡数据显示，2021-2023 年前三季度，**津优力均占据国内聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子市场份额的 NO.1**，销售额分别为 23.31 亿、25.99 亿和 22.13 亿，市占率均保持在 40% 左右。

企业销售额占比图

2023年Q1-3

- 石药集团百克(山东)生物制药股份有限公司
- 齐鲁制药有限公司
- 江苏恒瑞医药股份有限公司
- 山东新时代药业有限公司



排名	生产企业	销售额(百万)	占比
1	石药集团百克(山东)生物制药股份有限公司	2212.89	39.84%
2	齐鲁制药有限公司	1938.36	34.90%
3	江苏恒瑞医药股份有限公司	1341.43	24.15%
4	山东新时代药业有限公司	61.33	1.10%

(来源: 网络)

津优力也带动百克生物实现盈利, 2023 年净利润为 8.59 亿, 同比增长 21.5%。

除此之外, 还有多款 GLP-1 管线处于临床或临床前阶段。

标的公司围绕长效蛋白领域进行产品布局，除已上市的长效升白制剂外，在研产品还包括 GLP-1 类药物，未来发展前景广阔。主要在研产品中，TG103 注射液（创新型长效重组人源胰高血糖素样肽-1（GLP-1）Fc 融合蛋白）肥胖/超重适应症正在进行 III 期临床，司美格鲁肽注射液（长效胰高血糖素样肽-1（GLP-1）类似物）2 型糖尿病适应症正在进行 III 期临床，上述临床在研产品/适应症预计从 2026 年起陆续获批上市。此外标的公司还有包括司美格鲁肽长效注射液（流体晶剂型）、司美格鲁肽口服片剂以及 GLP-1 双靶、三靶产品等临床前阶段的产品布局。

（来源：新诺威公告）

显然，如今的新诺威已从早前的咖啡因厂商，摇身变为了高贵的 Biotech。

三、功能性原料行业翘楚，现金奶牛与行业竞争格局相得益彰

问题来了，新诺威如此大刀阔斧地拓展业务，背后底气何在呢？这就要说到公司的基本盘。

1、稳居咖啡因国内龙头，市占率达 50%

首先要说的是核心产品——咖啡因。

咖啡因是一种中枢神经兴奋剂，常作为食品添加剂广泛应用于功能饮料中，具有提神醒脑、抗疲劳的作用，另外也有少部分用在临床和医美领域。

新诺威生产的咖啡因绝大部分用作功能食品添加剂，2016-2018 年的比重都在

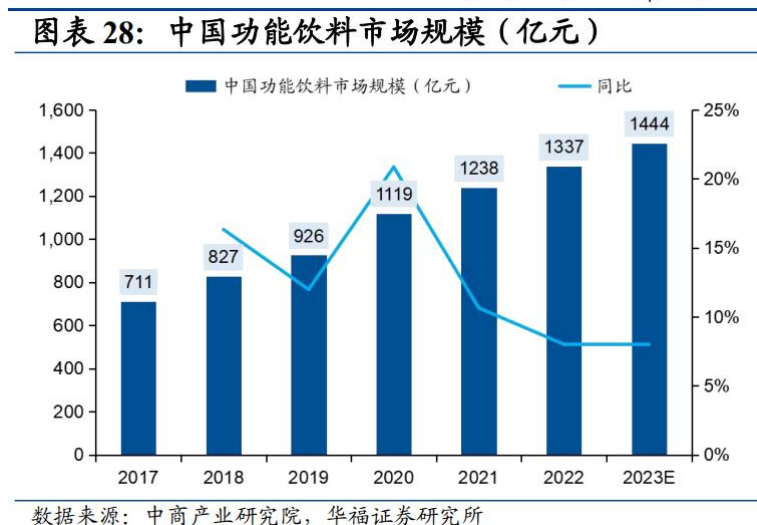
90%以上。

单位：%

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	100.00	100.00	100.00

(来源：新诺威招股书)

可以说，咖啡因与功能饮料市场高度绑定。根据中商产业研究院数据，2017-2022 年，国内功能饮料市场规模以 13% 的复合增速稳定增长，咖啡因作为不可或缺的原料，需求量自然随之增长。



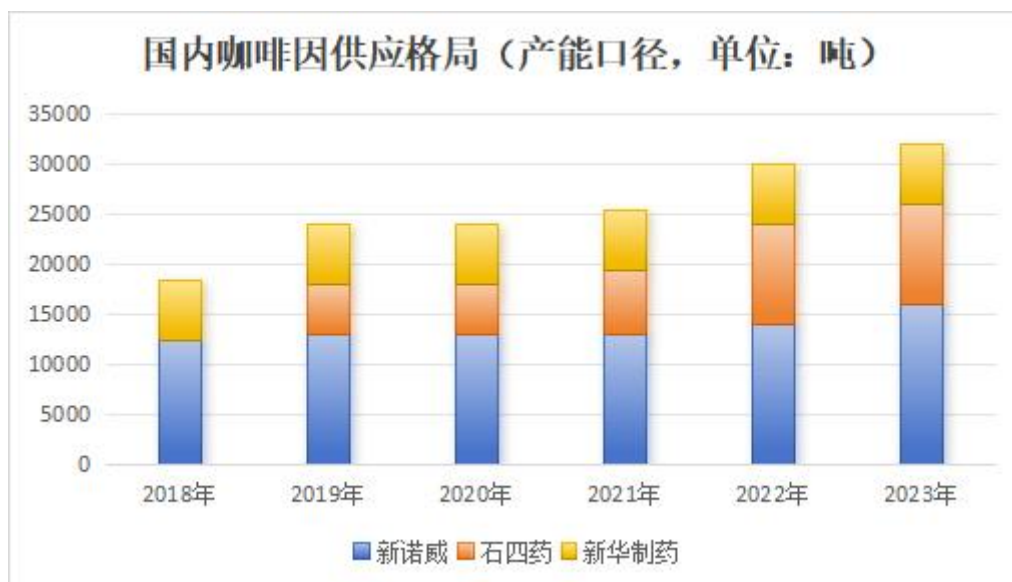
(来源：华福证券)

供给端，我国是咖啡因的最主要生产国。正是由于咖啡因的功能特性，其于 2013 年被国家药监局列入《第二类精神药品品种目录》，生产受到严格管控，准入门槛极高。

目前，国内仅有 7 家公司拥有咖啡因生产资格，分别是新诺威、新华制药（000756.SZ）、石四药（02005.HK）、尔康、大得利、佑华、舒兰合成。且在 2019 年后并无新增备案企业，供给格局相当稳定。

更重要的是，就算仅有 7 家企业，但实际上新诺威、石四药、新华制药三家企业几乎垄断了整个市场。

其中，新诺威连续多年稳坐国内龙头宝座。以产能口径测算，其 2023 年以 1.6 万吨产能占据了全国 50% 的市场份额，更是全球生产规模最大的化学合成咖啡因生产商，为百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司长期稳定供货。



(来源：各公司年报，制图：市值风云 APP)

稳中有增的市场需求，以及严格受控的产品供应，共同推动新诺威咖啡因销量的

平稳增长，产能利用率和产销率连续多年接近 100%，几乎是满产满销。

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
产能 (吨)	12,450.00	13,000.00	13,000.00	13,000.00	14,000.00	16,000.00
产量 (吨)	11,083.01	12,499.50	11,407.54	12,806.98	14,366.27	15,654.81
销量 (吨)	10,845.96	12,037.64	11,438.37	12,262.27	14,010.35	14,882.71
产能利用率 (%)	89.02%	96.15%	87.75%	98.52%	102.62%	97.84%
产销率 (%)	97.86%	96.30%	100.27%	95.75%	97.52%	95.07%

(来源：新诺威年报和招股书，制表：市值风云 APP)

根据 2023 年年报，新诺威正在进行咖啡因产线的升级改造，目前进度接近 60%，预计产能还会有进一步提升。

2、咖啡因市场空间颇有限

那新诺威 2023 年开始的业绩下滑，更多要归因于价格。

2021 年下半年以来，受化工原料涨价影响，咖啡因市场价格大幅上涨。但好景不长，自 2022 年末开始，化工景气度下行，咖啡因价格随之回落，虽然相较往年仍处高位，但相较最高点已下降 30%以上。



(上图: 山东咖啡因市场价, 下图: 主要原料氰基乙酸价格, 来源: 同花顺 iFinD、生意社)

同时我们也能看到, 即使咖啡因价格处于历史高位的 2022 年, 新诺威功能性原料的营收不过 22.43 亿元。简略扣除掉阿卡波糖营收 5.26 亿后, 咖啡因的营收约为 17.17 亿。

以其 50%的国内市占率粗略测算, 整体市场规模也不到 35 亿元, 想象空间有限。

3、阿卡波糖原料药龙头, 具备国产替代潜在空间

除了咖啡因以外, 新诺威的第二大核心产品是阿卡波糖原料。

阿卡波糖是一种治疗糖尿病的药物，去年曾红极一时，原研厂商是德国拜耳。随着 2005 年其全球专利的到期，国内越来越多药企参与到阿卡波糖制剂的研发和生产中。

截至目前，国内已有十余家药企获得了阿卡波糖制剂的生产批文，包括石药欧意、华东医药（000963.SZ）、海正药业（600267.SH）等。

而在阿卡波糖的原料药环节，当前国内仅有 4 家厂商持有生产批文，分别为新诺威、华东医药、海正药业、丽珠新北江。由于与下游厂商之间存在供需缺口，有很大部分制剂厂商需要从海外购买原料药，比重接近 50%。

未来，随着国内糖尿病患者数量的持续增长以及国产替代力度的不断加大，国内阿卡波糖从原料药到制剂的整条产业链都存在着很大的潜在空间。

在此当中，新诺威称得上是原料环节的优先受益者，2023 年以 39% 的市占率位列国内第一。



(来源：华泰证券，制图：市值风云 APP)

截至 2023 年末,新诺威拥有阿卡波糖原料产能 280 吨/年,产能利用率接近 80%,产销量更是连续维持在 97%以上。

阿卡波糖产品：公司实现了阿卡波糖产品的产业化生产，可用于对原研产品的进口替代，是国内目前少数拥有阿卡波糖原料药文号的生产企业之一，现拥有阿卡波糖原料产能约 280 吨/年，目前已成为国内最大的阿卡波糖原料生产商。

产品类型	项目	2023 年	2022 年
阿卡波糖	产能 (吨)	260.00	180.00
	产量 (吨)	197.84	141.57
	销量 (吨)	193.68	139.98
	产能利用率	76.09%	78.65%
	产销率	97.90%	98.87%

(来源：新诺威 2023 年报)

此外，新诺威已与国内大部分阿卡波糖制剂企业通过一致性评价的关联审评，并形成稳定的合作关系。

2023 年，以阿卡波糖为核心产品的控股公司石药圣雪实现收入 5.83 亿元，同比增长超 10%；在总营收中的占比达 23.32%，相较 2022 年也提升超 3 个百分点。

总结

站在母公司石药集团的角度，这一番资产挪移，将低估值的港股资产转移到更具估值潜力的 A 股，不仅一次性获得不菲的融资，还顺势打造出自己的创新药新平台。

未来，在竞争激烈的创新药市场，新诺威能否带着石药集团的夙愿成功商业化，并占据 A 股大药企的一席之地呢？风云君拭目以待。