

医药生物

2025年08月26日

新诺威 (300765)

——25Q2 收入端恢复增长，新获批生物药加速放量

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：

市场数据： 2025年08月25日

收盘价(元)	54.25
一年内最高/最低(元)	63.31/21.07
市净率	20.6
股息率(分红/股价)	0.04
流通A股市值(百万元)	67,654
上证指数/深证成指	3,883.56/12,441.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	2.64
资产负债率%	30.38
总股本/流通A股(百万)	1,405/1,247
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《新诺威 (300765) 深度：咖啡因出口市场领军者，阿卡波糖与保健品两翼共振》
2023/09/06

证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com
李敏杰 A0230523070006
limj2@swsresearch.com

联系人

李敏杰
(8621)23297818x
limj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **25Q2 收入恢复增长，利润端环比扭亏。** 近期公司发布 2025 年中报，25H1 实现营业收入 10.5 亿元 (yoy+8.0%)，实现归母净利润-0.03 亿元，其中 25Q2 实现营业收入 5.8 亿元 (yoy+29.0%，qoq+22.4%)，实现归母净利润 0.2 亿元 (yoy-58.3%，qoq 扭亏)，业绩基本符合预期。
- **生物制药板块实现强劲增长：** 25H1 公司功能食品及原料板块实现收入 9.3 亿元 (yoy-0.7%)，生物制药板块实现收入 0.9 亿元，同比实现高速增长。恩朗苏拜单抗注射液 (PD-1 单抗) 和奥马珠单抗 2024 年获批上市后成为上半年收入新增长点。2025 年 2 月，公司旗下巨石生物与 Radiance Biopharma 达成合作协议，授予后者靶向 ROR1 的 ADC SYS6005 在北美、欧盟及日本等主要市场的独家开发及商业化权益，交易总金额最高可达 12.4 亿美元。
- **研发进展：** 旗下巨石生物专注于单抗、ADC 及 mRNA 疫苗等创新生物药领域，2025 年 2 月，公司奥马珠单抗用于治疗中至重度持续性过敏性鼻炎的适应症获得批准，这是该药在中国获批的第二个适应症。2025 年 1 月，抗 EGFR ADC 药物 SYS6010 获得美国 FDA 突破性治疗认定，单药用于经 EGFR-TKI 和含铂化疗失败的 EGFR 突变阳性晚期非小细胞肺癌。25H1 巨石生物共获得 5 款临床试验批件，于北美地区有 3 款在研创新药物获得临床试验批准，1 项快速通道资格认定。
- **咖啡因及原料药板块：** 公司持续巩固咖啡因类产品的行业优势地位，25H1 咖啡因类产品销量为 8,310 吨，相较 24H1 的 7,288 吨同比提升 14%。
- **维持“买入”评级。** 鉴于近期咖啡因价格下降，且公司自 2024 年完成收购巨石生物股权后研发投入大幅增加导致利润端出现亏损，原预测公司 2025 年营收和归母净利润分别为 37.9 亿元和 13.3 亿元，此次我们下调了公司 2025 年业绩预测，同时新增 2026~2027 年盈利预测，预计 2025~2027 年公司有望实现收入 21.9/24.9/28.0 亿元，对应同比增速为 10.5%/13.8%/12.3%，2025~2027 年实现归母净利润分别为-0.05/0.6/1.1 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 销售不及预期风险，研发失败风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,981	1,050	2,190	2,491	2,797
同比增长率 (%)	-22.0	8.0	10.5	13.8	12.3
归母净利润 (百万元)	54	-3	-5	63	111
同比增长率 (%)	-87.6	-102.0	-109.0	-	75.3
每股收益 (元/股)	0.04	0.00	0.00	0.04	0.08
毛利率 (%)	42.0	38.2	42.0	46.1	51.1
ROE (%)	1.4	-0.1	-0.1	1.5	2.6
市盈率	1,418		-15,820	1,207	688

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

盈利预测与估值

盈利预测

我们将公司收入按功能食品及原料和生物制药两大板块进行预测：

- 1) 功能食品及原料：主要产品为咖啡因、阿卡波糖原料药及保健食品，我们预计后续咖啡因及阿卡波糖原料药价格趋于稳定，该板块收入保持自然增长，预计 2025~2027 年贡献收入 19.3/20.3/21.3 亿元，对应同比增速为 5%/5%/5%；
- 2) 生物制药：该板块收入贡献主要为 2024 年并入体内的巨石生物带来，巨石目前贡献收入的产品为：2024 年 6 月获批上市、用于治疗宫颈癌的恩舒幸（PD-1 单抗）以及 2024 年 10 月获批上市的、用于治疗慢性自发性荨麻疹的奥马珠单抗（后者治疗中至重度持续性过敏性鼻炎的适应症也已于 2025 年 1 月获批）。在研管线中包括中美双报的抗 EGFR ADC SYS6010、已报产的乌司奴单抗等。我们预计伴随主要产品后续院内销售放量，生物制药板块收入后续几年将迎来快速增长，预计该板块 2025~2027 年贡献收入 2.0/4.0/6.1 亿元，对应同比增速为 130%/100%/50%。

结合以上假设，我们预计公司 2025~2027 年实现营业收入 21.9/24.9/28.0 亿元，对应同比增速为 10.5%/13.8%/12.3%。假设公司研发投入规模保持稳定增长，随着后续产品上市放量，我们预计公司有望于 2026 年实现归母净利润扭亏，预计 2025~2027 年实现归母净利润分别为-0.05/0.6/1.1 亿元。

估值

鉴于公司 2024 年收购巨石生物股权后由于研发投入大幅增加致使当年归母净利润为负，考虑到创新药后续远期对公司的收入利润贡献，我们选择自由现金流模型（FCFF）的绝对估值法对公司价值进行测算。

WACC：根据测算公司的 WACC 值为 8.24%，测算依据如下表：

表 1: WACC 测算结果

加权资本成本		来源
无风险利率	1.71%	参考 2025/8/21 十年期国债到期收益率
股票市场溢价	5.1%	申万宏源研究
Beta	1.56	Wind
股权成本 (Ke)	9.67%	CAPM 公式
名义债务成本	3%	根据历史水平测算
资产负债率	20%	以成熟阶段医药企业为参考
有效税率	15%	高新技术企业享受优惠所得税率
WACC	8.24%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

半显性阶段关键指标假设：PD-1 单抗和奥马珠单抗在未来 3-5 年实现快速销售放量，同时假设 EGFR ADC、乌司奴单抗等研发进展顺利后续获批上市，我们假设该阶段生物制药已经成为推动公司收入增长的主要板块，参考 PD-1 K 药、HER2 ADC Enhertu 和 EGFR 单抗的销售增速，综合公司目前仍有收入增速较低的原料药业务占一定收入体量，我们假设半显性阶段公司年复合收入增速在 35%，主要由创新药获批后销售驱动（目前重磅创新药仍处于在研阶段，因此预计获批后半显性阶段收入增速高于显性阶段）。同时我们参考国内创新药企业恒瑞医药、艾力斯及国外礼来、罗氏等公司，给予半显性阶段 ROIC 和 EBIT Margin 分别为 15%和 40%，高于公司原料药为主要收入构成的历史水平。由于药物临床研发及销售爬坡时间较长，因此我们预计半显性阶段时间为 10 年，而后再经过 4 年进入永续增长阶段。

永续增长阶段假设：我们假设此阶段公司收入增速为 2%，与成熟经济体经济增速保持一致，考虑到公司后续作为创新药企业的技术溢价，我们预计永续 ROIC 为 10%，EBIT Margin 为 20%。

具体关键指标假设如下：

表 2：FCFF 模型关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC	少数股权 PB
显性阶段	3				8.24%	1
半显性阶段	10	35%	15%	40%		
递减过渡阶段	4	递减	趋于稳态	趋于稳态		
永续	After 17 年	2%	10%	20%		

资料来源：申万宏源研究

基于以上假设，采用 FCFF 绝对估值法测算新诺威当前目标股价为 79.61 元/股，较基准日（8 月 25 日）收盘市值仍有 47%的上涨空间，维持“买入”评级。

风险提示

销售不及预期风险：已获批生物药产品销售受到进院速度、医保控费等因素影响；

研发失败风险：新药研发的临床试验中存在疗效不及预期或新的安全性问题，从而导致临床试验失败的风险。

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,539	1,981	2,190	2,491	2,797
其中：营业收入	2,539	1,981	2,190	2,491	2,797
减：营业成本	1,369	1,149	1,270	1,341	1,369
减：税金及附加	37	33	28	37	41
主营业务利润	1,133	799	892	1,113	1,387
减：销售费用	211	154	166	187	207
减：管理费用	94	82	92	107	120
减：研发费用	671	842	898	996	1,049
减：财务费用	-81	-43	-16	-4	3
经营性利润	238	-236	-248	-173	8
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	6	2	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-12	-2	0	0	0
加：投资收益及其他	31	18	25	21	23
营业利润	262	-218	-225	-152	31
加：营业外净收入	1	-3	0	0	0
利润总额	262	-221	-225	-152	31
减：所得税	136	82	80	35	20
净利润	126	-303	-305	-187	11
少数股东损益	-309	-357	-300	-250	-100
归属于母公司所有者的净利润	434	54	-5	63	111

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

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 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%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 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。