

2022年12月07日

# 川宁生物（301301.SZ）

## 新股覆盖研究

### 投资要点

- ◆ 下周一（12月12日）有一家创业板上市公司“川宁生物”询价。
- ◆ **川宁生物（301301）**：公司属于医药中间体制造企业，主要从事生物发酵技术的研发和产业化。公司2019-2021年分别实现营业收入31.43亿元/36.49亿元/32.32亿元，YOY依次为-6.15%/16.10%/-11.44%，三年营业收入的年复合增速-1.18%；实现归母净利润0.91亿元/2.29亿元/1.11亿元，YOY依次为-76.56%/150.58%/-51.38%，三年归母净利润的年复合增速-34.15%。最新报告期，2022前三季度公司实现营业收入29.40亿元，同比增长15.83%；实现归母净利润3.32亿元，同比增长93.31%。根据初步预测，2022年公司实现归母净利润为38,191.50至41,100.19万元，同比增长243%至269%。

① **投资亮点**：1、公司是国内抗生素中间体领域的领军企业之一，多项产品国内市场占有率领先。公司由母公司科伦药业分拆上市，后者是国内产品体系较为完备的大型医药企业之一。公司抗生素中间体产品类型涵盖硫氰酸红霉素、头孢类中间体及青霉素中间体等，是国内抗生素中间体领域规模领先、产品类型较为齐全的企业之一；且公司首创国内最大的500立方米生物发酵罐，在抗生素发酵领域预计有较强的规模化效应。当前公司多项抗生素中间体产品产能处国内领先水平：1）公司硫氰酸红霉素年产能超过3000吨，据公司招股说明书，国内市场占有率达到43.86%，仅次于宜昌东阳光，公司与其同为该产品市场两大主要供应商；2）公司是头孢类中间体行业龙头，其中7-ACA产品2018年公司产能市占率达到37%，为国内第一；且7-ACA及其下一步产品D-7ACA国内2018年产能接近8200吨，而目前公司7-ACA、D-7ACA和7-ADCA合计拥有3,000余吨/年的产能；3）青霉素中间体6-APA国内产能占有率达到18%，居行业第二。2、公司积极推进熊去氧胆酸等新产品的研发与产业化。熊去氧胆酸目前主要用途为治疗胆结石、脂肪肝等肝胆疾病，以及眼部疾病等。公司自2019年起推出熊去氧胆酸（粗品），报告期内持续推进该产品的生产与销售工作，目前处于向下游客户送样阶段；据公司招股书，公司在建工程项目“熊去氧胆酸精制项目”账面余额已从2021年的6804.56万元降至2022上半年的0，项目的建设或已进入尾声，该产品的产业化的有序推进有望助推公司进一步发展。

② **同行业上市公司对比**：公司属于医药中间体制造企业；根据业务的相似性，选取国药现代、健康元、富祥药业作为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年平均收入规模为104.26亿元、PE-TTM（剔除负数，算数平均）为21.50X，销售毛利率为46.09%；相较而言，公司的营收规模较小，毛利率水平低于行业平均。

- ◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

### 交易数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 总市值（百万元）  |          |
| 流通市值（百万元） |          |
| 总股本（百万股）  | 2,000.00 |
| 流通股本（百万股） |          |
| 12个月价格区间  | /        |

### 分析师

李蕙

 SAC执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.com

### 相关报告

- 源杰科技-新股专题覆盖报告（源杰科技）  
-2022年第182期 2022.12.4
- 珠城科技-新股专题覆盖报告（珠城科技）  
-2022年第183期 2022.12.4
- 燕东微-新股专题覆盖报告（燕东微）-2022  
年第181期 2022.12.1
- 华新环保-新股专题覆盖报告（华新环保）  
-2022年第179期 2022.11.29
- 星源卓镁-新股专题覆盖报告（星源卓镁）  
-2022年第180期 2022.11.28



公司近 3 年收入和利润情况

| 会计年度      | 2019A   | 2020A   | 2021A   |
|-----------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 3,143.4 | 3,649.4 | 3,232.0 |
| 同比增长(%)   | -6.15   | 16.10   | -11.44  |
| 营业利润(百万元) | 117.3   | 278.6   | 223.6   |
| 同比增长(%)   | -70.16  | 137.55  | -19.75  |
| 净利润(百万元)  | 91.4    | 229.0   | 111.3   |
| 同比增长(%)   | -76.56  | 150.58  | -51.38  |
| 每股收益(元)   |         | 0.11    | 0.06    |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

|                      |   |
|----------------------|---|
| 一、川宁生物 .....         | 4 |
| （一）基本财务状况 .....      | 4 |
| （二）行业情况 .....        | 5 |
| （三）公司亮点 .....        | 7 |
| （四）募投项目投入 .....      | 7 |
| （五）同行业上市公司指标对比 ..... | 7 |
| （六）风险提示 .....        | 8 |

## 图表目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1：公司收入规模及增速变化 .....              | 4 |
| 图 2：公司归母净利润及增速变化 .....             | 4 |
| 图 3：公司销售毛利率及净利润率变化 .....           | 5 |
| 图 4：公司 ROE 变化 .....                | 5 |
| 图 5：2013-2024 年全球抗生素制剂预计市场规模 ..... | 5 |
| 图 6：我国抗感染药物临床用量情况 .....            | 6 |
| 图 7：中国抗生素市场规模和增速 .....             | 6 |
| 表 1：公司 IPO 募投项目概况 .....            | 7 |
| 表 2：同行业上市公司指标对比 .....              | 8 |

## 一、川宁生物

公司属于医药中间体制造企业，主要从事生物发酵技术的研发和产业化。公司目前产品主要包括硫氰酸红霉素、头孢类中间体（7-ACA、D-7ACA 和 7-ADCA）、青霉素中间体（6-APA 和青霉素 G 钾盐）和熊去氧胆酸粗品、辅酶 Q10 菌丝体等。公司是国内生物发酵技术产业化应用规模较大的企业之一，是抗生素中间体领域规模领先、产品类型齐全、生产工艺较为先进的企业之一。

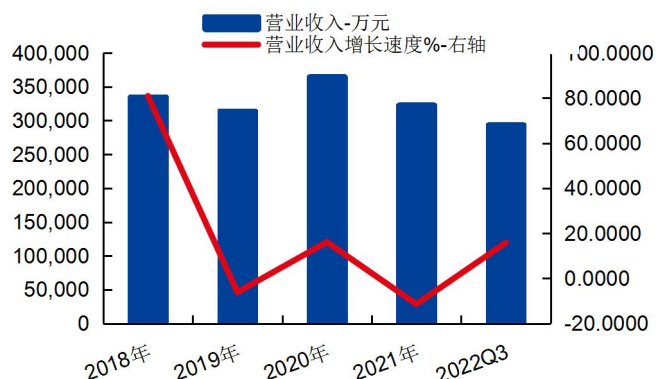
公司自创立以来，始终聚焦生物发酵领域的工艺技术革新，特别是抗生素中间体发酵法生产工艺的创新和改进，持续耕耘、不断开拓，努力引领行业技术发展。公司以研发创新为公司发展的核心驱动力，通过自主创新公司掌握了生物发酵领域的菌种优选、基因改良、生物发酵、提取、酶解、控制和节能环保等领域的先进技术，在重点技术、重点环节、重点领域实现了关键性突破，行业竞争力得到显著提高。公司的创新取得了诸多荣誉，入选工信部 2017 年第一批绿色制造体系示范名单，成为新疆首家入选医药企业；入选工信部智能制造综合标准化与新模式应用项目名单；荣获 2016 年“十二五全国轻工科技创新先进集体”称号；同时成为新疆维吾尔自治区第四批循环经济试点企业；以及被新疆维吾尔自治区科技厅认定为企业技术中心等。

### （一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 31.43 亿元/36.49 亿元/32.32 亿元，YOY 依次为 -6.15%/16.10%/-11.44%，三年营业收入的年复合增速-1.18%；实现归母净利润 0.91 亿元/2.29 亿元/1.11 亿元，YOY 依次为-76.56%/150.58%/-51.38%，三年归母净利润的年复合增速-34.15%。最新报告期，2022 前三季度公司实现营业收入 29.40 亿元，同比增长 15.83%；实现归母净利润 3.32 亿元，同比增长 93.31%。

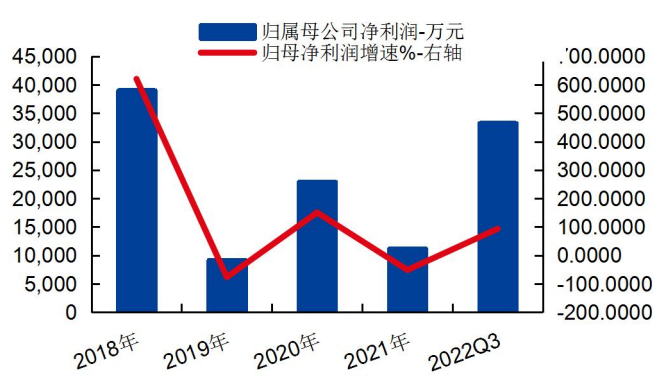
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为硫氰酸红霉素（10.66 亿元，34.89%）、青霉素类中间体（11.95 亿元，39.10%）、头孢类中间体（7.85 亿元，25.71%）及熊去氧胆酸（0.09 亿元，0.30%）。报告期间，公司主营业务收入结构较为稳定。

图 1：公司收入规模及增速变化



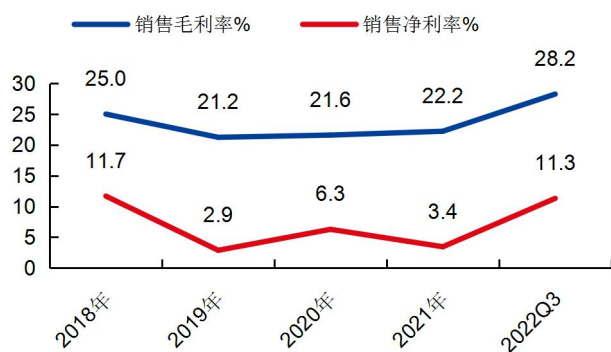
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



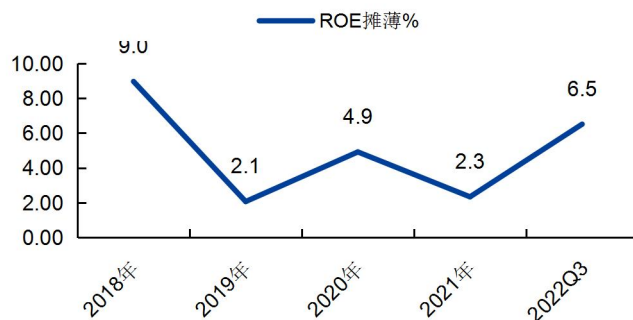
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）行业情况

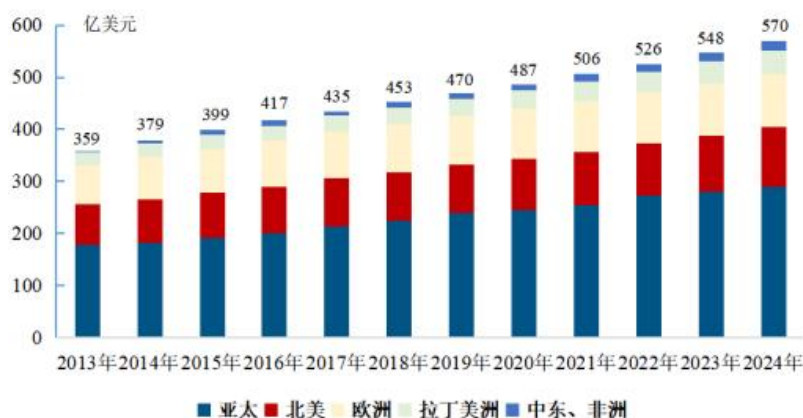
公司属于医药中间体制造企业，主要从事生物发酵技术的研发和产业化。根据业务类型，公司归属于抗生素中间体制造行业。

### 1、抗生素行业

抗生素是由微生物（包括细菌、真菌、放线菌属）或高等动植物在生活过程中所产生的具有抗病原体或其它活性的一类次级代谢产物，能干扰其他生活细胞发育功能的化学物质。现临床常用的抗生素有微生物培养液中提取物以及用化学方法合成或半合成的化合物，目前已知天然抗生素不下万种。

从终端市场来看，目前全球抗生素制剂的市场规模在 500 亿美元左右。抗生素的发展已有近百年历史，产品 and 市场相对成熟，但由于临床治疗对抗生素存在刚性需求，市场整体仍处于低增长区间。

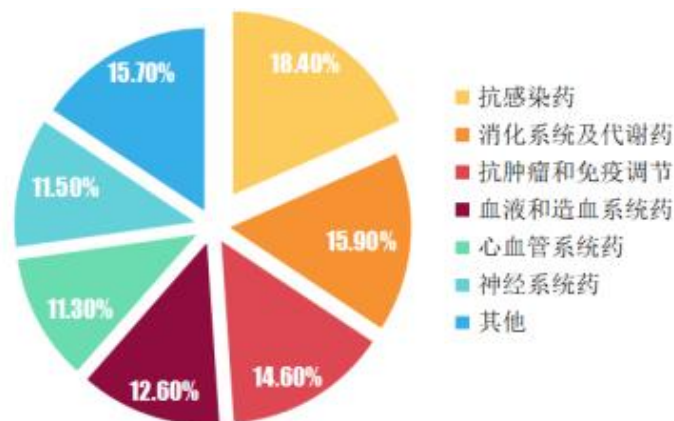
图 5：2013-2024 年全球抗生素制剂预计市场规模



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

从国内市场看，据世界卫生组织调查显示，中国的门诊感冒患者约 75% 应用抗生素，住院患者抗生素药物使用率则高达 80%。因滥用抗生素易引起细菌耐药性上升的不良后果，我国一直在加强对抗生素使用的管理和控制，防止出现抗生素滥用的情况。2012 年 8 月，《抗菌药物临床应用管理办法》开始推行，各省出台相应的分级管理制度。2018 年 5 月，卫健委再次发布抗菌药物临床管理的通知，政策强度不减。从临床用量来看，抗感染类药物依然是用量最大的药物。

图 6：我国抗感染药物临床用量情况



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

近年来在抗生素药物分级管理等限抗措施的推行下，抗生素行业的增速在 2016 年下滑明显，但抗生素市场规模仍然呈扩大趋势，至 2020 年抗生素行业整体增速在 4% 以上，市场规模达到 1,780 亿元。随着我国人口老龄化进程的加快以及全国医保投入的扩大，预计未来几年抗生素行业整体仍将维持较大需求。

图 7：中国抗生素市场规模和增速



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

抗生素制剂的稳定增长确保了原料药、中间体的发展，同时中国也向国外大量出口抗生素中间体和原料药，国内外需求的持续增长使得抗生素行业仍然有一定的扩展空间。公司主要产品 7-ACA、6-APA、青霉素 G 钾盐为  $\beta$ -内酰胺类中的头孢菌素类、青霉素类抗生素的重要中间体，硫氰酸红霉素为大环内酯类抗生素的主要中间体，上述中间体的最终抗生素产品均为抗生素主要用药。

### （三）公司亮点

1、公司是国内抗生素中间体领域的领军企业之一，多项产品国内市场占有率领先。公司由母公司科伦药业分拆上市，后者是国内产品体系较为完备的大型医药企业之一。公司抗生素中间体产品类型涵盖硫氰酸红霉素、头孢类中间体及青霉素中间体等，是国内抗生素中间体领域规模领先、产品类型较为齐全的企业之一；且公司首创国内最大的 500 立方米生物发酵罐，在抗生素发酵领域预计有较强的规模化效应。当前公司多项抗生素中间体产品产能处国内领先水平：1）公司硫氰酸红霉素年产能超过 3000 吨，据公司招股说明书，国内市场占有率达到 43.86%，仅次于宜昌东阳光，公司与其同为该产品市场两大主要供应商；2）公司是头孢类中间体行业龙头，其中 7-ACA 产品 2018 年公司产能市占率达到 37%，为国内第一；且 7-ACA 及其下一步产品 D-7ACA 国内 2018 年产能接近 8200 吨，而目前公司 7-ACA、D-7ACA 和 7-ADCA 合计拥有 3,000 余吨/年的产能；3）青霉素中间体 6-APA 国内产能占有率达到 18%，居行业第二。

2、公司积极推进熊去氧胆酸等新产品的研发与产业化。熊去氧胆酸目前主要用途为治疗胆结石、脂肪肝等肝胆疾病，以及眼部疾病等。公司自 2019 年起推出熊去氧胆酸（粗品），报告期内持续推进该产品的生产与销售工作，目前处于向下游客户送样阶段；据公司招股书，公司在建工程项目“熊去氧胆酸精制项目”账面余额已从 2021 年的 6804.56 万元降至 2022 上半年的 0，项目的建设或已进入尾声，该产品的产业化的有序推进有望助推公司进一步发展。

### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目以及偿还银行借款。

1、上海研究院建设项目：项目位于上海市奉贤区临港智造园，项目所需建筑采用租赁方式解决，租赁建筑面积共计 2,330.77m<sup>2</sup>。项目采用先进的合成生物学和酶催化等工业生物技术进行生物发酵类和其他高附加值天然产物的上游菌种和小、中试生产工艺的研发，以巩固发行人在生物发酵领域的行业地位，把上海研究院打造成发行人高附加值生物制品的研发创新中心以及对企业自身赋能驱动的“加速器”。同时公司具有发酵技术平台优势、环保工艺技术优势和新疆地区天然资源禀赋及地理要素优势等特点，未来将与上海研究院所在临港新片区的高端资源要素配置核心功能和政策优势有效结合，进一步把上海研究院打造行业影响力的高端合成生物学、酶技术工程企业创新中心。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

| 序号 | 项目名称      | 项目投资总额<br>(万元) | 拟使用募集资金金额<br>(万元) | 项目建设期 |
|----|-----------|----------------|-------------------|-------|
| 1  | 上海研究院建设项目 | 22,312.60      | 20,000.00         | 2 年   |
| 2  | 偿还银行借款    | 40,000.00      | 40,000.00         | -     |
|    | 总计        | 62,312.60      | 60,000.00         | -     |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

### （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 32.32 亿元，同比下降 11.44%；实现归属于母公司净利润 1.11 亿元，同比下降 51.38%。根据初步预测，2022 年公司预计实现营业收入的区间为 365,597.26 万元至 376,880.45 万元，同比增长 13%至 17%；归属于公司股东的净利润的区间为 38,191.5 万元至 41,100.19 万元，同比增长 243%至 269%；归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 42,011.49 万元至 44,920.19 万元，同比增长 132%至 149%。

公司属于医药中间体制造企业；根据业务的相似性，选取国药现代、健康元、富祥药业作为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 104.26 亿元、PE-TTM（剔除负数，算数平均）为 21.50X，销售毛利率为 46.09%；相较而言，公司的营收规模较小，毛利率水平低于行业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

| 代码        | 简称   | 总市值<br>(亿元) | PE-TTM  | 2021 年收入(亿<br>元) | 2021 年收<br>入增速 | 2021 年归<br>母净利润<br>(亿元) | 2021 年净<br>利润增长<br>率 | 2021 年<br>销售毛利<br>率 | 2021 年<br>ROE 摊<br>薄 |
|-----------|------|-------------|---------|------------------|----------------|-------------------------|----------------------|---------------------|----------------------|
| 600420.SH | 国药现代 | 98.28       | 27.06   | 139.45           | 11.06%         | 5.68                    | -12.41%              | 43.72%              | 6.61%                |
| 600380.SH | 健康元  | 230.55      | 15.94   | 159.04           | 17.62%         | 13.29                   | 18.57%               | 64.06%              | 11.24%               |
| 300497.SZ | 富祥药业 | 72.55       | -109.35 | 14.30            | -4.25%         | 0.49                    | -84.71%              | 30.50%              | 1.70%                |
| 301301.SZ | 川宁生物 | /           | /       | 32.32            | -11.44%        | 1.11                    | -51.38%              | 22.21%              | 2.33%                |

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

行业产业政策风险、主要产品市场价格波动较大及业绩波动的风险、原材料供应及价格波动风险、境外业务市场风险、环保风险、供应商集中的风险、发行人子公司谨禾生物报告期内持续停产的风险、异地存货管理的风险、税收优惠政策变化的风险、净资产收益率被摊薄的风险等风险。

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)