

生物医药 III

川宁生物 (301301.SZ)

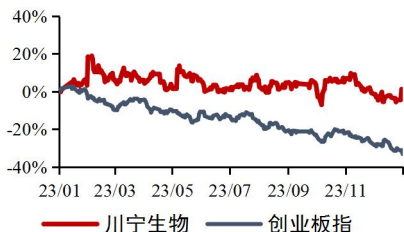
增持-B(首次)

中间体业务景气持续，合成生物学项目逐步落地

2024年1月18日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年1月17日

收盘价(元):	8.56
年内最高/最低(元):	10.93/7.70
流通A股/总股本(亿):	6.13/22.23
流通A股市值(亿):	52.47
总市值(亿):	190.27

基础数据：2023年9月30日

基本每股收益:	0.29
摊薄每股收益:	0.29
每股净资产(元):	3.00
净资产收益率:	9.61

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 2023年1月16日，公司发布2023年业绩预报。公司2023年预计归母净利润9.0亿元(+118.7%)~9.9亿元(+140.6%)，23年Q1-Q3归母净利润分别为1.75亿元/2.15亿元/2.49亿元，分别同比+74.4%/+57.8%/+160.2%。按照预报口径，则23年Q4归母净利润为2.60亿元(+229.1%)~3.50亿元(+343.0%)。

➢ 2024年1月12日，北京微构工场生物技术有限公司(以下简称“微构工场”)与川宁生物宣布签订战略合作协议，双方将共同出资设立合资公司，加速生物制造产业化落地，重点推动PHA可降解材料的产业化，2024年将开启产能合作。

事件点评

➢ **2023年公司净利润大幅增长。**川宁生物是抗生素中间体较大规模、产品类型齐全的企业。2023年抗生素市场需求恢复，公司主要产品销量上涨，产品价格维持较高水平。23年Q1-Q3营收分别为12.70亿元/11.47亿元/11.64亿元，分别同比+27.4%/+16.3%/+21.8%。公司净利润也同比上升，23年Q1-Q3分别为1.75亿元/2.15亿元/2.49亿元，预计23年Q4归母净利润为2.60亿元(+229.1%)~3.50亿元(+343.0%)。

➢ **公司现金流情况良好，财务费用下降明显。**公司前三季度货币资金11.02亿元，经营活动产生的现金流净额11.03亿元，现金流情况良好。2023年利息支出减少及汇兑收益增加，导致财务费用相较去年同期下降，23年前三季度财务费用为4414.97万元，同比-51.00%，预计2024年财务费用仍将保持在较低水平。

➢ **发酵技术、成本优势明显，产能充沛，销量增长明显。**公司在新疆伊犁地域优势明显，原材料、能源、人工、地理方面成本较低，公司独创500m³发酵罐大幅提升单批产量和效率。根据招股书，公司主要抗生素中间体中，硫氰酸红霉素产能3,000余吨，市占率约44%，位居第二。头孢类中间体(7-ACA、D-7ACA和7-ADCA)产能共3000余吨，位居第一。青霉素类中间体产量约为6700吨/年，市占率18%，位居第二。从前三季度情况看，7-ADCA平均销售价格相较去年同期上涨2.33%，销量较去年同期增加368.04%。目前抗生素行业仍然保有每年4%的需求量增速，同时呼吸道疾病的高发态势促使当前公司硫氰酸红霉素产销两旺，为公司业绩的增长提供基础。

➢ **加码合成生物学，PHA提供成长弹性。**公司建立上海研究院，已有十



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



多个项目管线，项目逐步落地带来增量业绩。23 年建设可年产红没药醇 300 吨、5-羟基色氨酸 300 吨、麦角硫因 0.5 吨、依克多因 10 吨、红景天苷 5 吨、诺卡酮 10 吨、褪黑素 50 吨、植物鞘氨醇 500 吨及其他原料的柔性生产基地。此外，公司与微构工场正式达成战略合作，利用川宁生物现有产线进行 PHA 材料的生产，计划向全球客户提供不低于 2000 吨/年的 PHA 原料。公司研究院每年也将交付 3 个相关产品，PHA 以及后续合成生物学产品将成为公司未来增长的新动力。

投资建议

➤ **抗生素需求恢复景气提升，合成生物学项目落地增量可期。** 预计公司 2023~2025 年总营收分别为 47.44 亿元/55.44 亿元/63.16 亿元，同比增长 24.2%/16.8%/13.9%，归母净利润 9.38 亿元/11.68 亿元/14.08 亿元，同比 128.0%/24.5%/20.5%，对应 PE 分别为 20.3/16.3/13.5。首次覆盖，给予“增持-B”评级。

风险提示

➤ 农副产品原材料价格波动及供应风险；合成生物学项目研发风险；产品价格波动风险；环保风险；汇兑风险；国内外竞争对手降价带来的竞争格局恶化风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,232	3,821	4,744	5,544	6,316
YoY(%)	-11.4	18.2	24.2	16.8	13.9
净利润(百万元)	111	412	938	1,168	1,408
YoY(%)	-51.4	269.6	128.0	24.5	20.5
毛利率(%)	22.2	24.8	30.7	31.5	32.1
EPS(摊薄/元)	0.05	0.19	0.42	0.53	0.63
ROE(%)	2.3	6.6	13.5	14.4	14.8
P/E(倍)	170.9	46.2	20.3	16.3	13.5
P/B(倍)	4.0	3.1	2.7	2.3	2.0
净利率(%)	3.4	10.8	19.8	21.1	22.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3216	4528	4927	6455	8193
现金	510	1632	2337	3385	5261
应收票据及应收账款	781	878	704	951	880
预付账款	62	85	91	100	110
存货	1453	1384	1245	1468	1392
其他流动资产	410	549	550	550	551
非流动资产	6245	5863	5342	4813	4274
长期投资	0	7	7	7	7
固定资产	5819	5467	4935	4407	3881
无形资产	272	283	267	250	232
其他非流动资产	154	106	134	150	155
资产总计	9462	10390	10269	11268	12466
流动负债	2563	2707	2151	2265	2340
短期借款	700	979	855	870	883
应付票据及应付账款	927	741	902	951	1045
其他流动负债	935	988	394	444	412
非流动负债	2121	1473	1176	893	608
长期借款	2092	1428	1142	857	571
其他非流动负债	29	45	33	36	37
负债合计	4684	4180	3327	3158	2948
少数股东权益	6	6	6	6	6
股本	2000	2223	2223	2223	2223
资本公积	2431	3229	3229	3229	3229
留存收益	341	752	1691	2859	4267
归属母公司股东权益	4771	6204	6936	8104	9512
负债和股东权益	9462	10390	10269	11268	12466

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	803	692	1925	1299	2073
净利润	111	412	938	1168	1408
折旧摊销	524	547	484	485	485
财务费用	178	123	59	25	-25
投资损失	-3	9	3	4	4
营运资金变动	-10	-435	438	-383	200
其他经营现金流	3	35	2	-1	-0
投资活动现金流	-48	-54	30	41	50
筹资活动现金流	-749	476	-1250	-292	-248
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.19	0.42	0.53	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.31	0.87	0.58	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.79	3.12	3.65	4.28

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3232	3821	4744	5544	6316
营业成本	2514	2873	3286	3799	4290
营业税金及附加	40	55	68	80	91
营业费用	10	11	19	22	25
管理费用	231	144	142	166	189
研发费用	33	35	52	60	69
财务费用	178	123	59	25	-25
资产减值损失	-11	-31	0	0	0
公允价值变动收益	1	-0	0	0	0
投资净收益	3	-9	-3	-4	-4
营业利润	224	545	1122	1394	1678
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	90	58	10	10	10
利润总额	134	488	1112	1384	1668
所得税	23	76	173	216	260
税后利润	111	412	938	1168	1408
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	111	412	938	1168	1408
EBITDA	823	1140	1634	1869	2100

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-11.4	18.2	24.2	16.8	13.9
营业利润(%)	-19.7	143.8	105.8	24.3	20.4
归属于母公司净利润(%)	-51.4	269.6	128.0	24.5	20.5
获利能力					
毛利率(%)	22.2	24.8	30.7	31.5	32.1
净利率(%)	3.4	10.8	19.8	21.1	22.3
ROE(%)	2.3	6.6	13.5	14.4	14.8
ROIC(%)	2.9	5.3	10.5	11.5	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	40.2	32.4	28.0	23.6
流动比率	1.3	1.7	2.3	2.9	3.5
速动比率	0.5	0.9	1.4	1.9	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.0	4.6	6.0	6.7	6.9
应付账款周转率	2.7	3.4	4.0	4.1	4.3
估值比率					
P/E	170.9	46.2	20.3	16.3	13.5
P/B	4.0	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	27.0	18.2	11.6	9.5	7.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

