

2024 年 04 月 13 日  
川宁生物(301301.SZ)

SDIC

## 利润持续释放, 合成生物赋能长期增长

■ **事件:** 公司发布 2023 年业绩快报及 2024Q1 业绩预告。2023 年公司实现营业总收入 48.23 亿元, 同比增长 26.24%; 归母净利润 9.41 亿元, 同比增长 128.56%。单 Q4 来看, 公司实现归母净利润约 3.00 亿元, 同比增长 279.18%。2024Q1 公司预计实现归母净利润 3.30-3.70 亿元, 同比增长 88.09%-110.89%, 环比增长 9.85%-23.16%。公司连续实现利润端快速增长主要系: 1) 2023 年及 2024Q1, 产业链下游抗生素市场需求持续恢复, 公司中间体产品不同程度的实现量价齐升; 2) 合成生物学赋能绿色经济, 公司持续实现降本增效; 3) 公司利息支出减少及汇兑收益增加, 财务费用有所下降。

■ **技术平台与产业化基地高效协同, 持续输出新品种, 天然产物落地有望带来新增量。** 根据公司公告, 子公司锐康生物负责合成生物学选品、体内/体外代谢路径构建、小试前的研发阶段, 成功后向川宁的伊犁和巩留生产基地交付工艺包, 产业化基地再进一步进行百公斤级的中试验证, 大规模发酵, 分离纯化, 直至最终达到成品及开发应用。锐康在体内合成生物技术路径方面, 目前自有大肠杆菌、酵母、链霉菌、枯草芽孢杆菌、谷氨酸棒状杆菌共 5 类优质底盘菌种; 体外合成生物技术路径方面, 以庞大酶库作为支撑, 目前拥有 700 万+的自主 IP 酶库、2000+实体酶工具箱、虚拟筛选以及全尺度模拟, 可运用多种代谢推动力推动产物合成。整体来看, 公司合成生物技术平台实力强劲, 有望持续交付新品种工艺包。川宁的产业化基地具备发酵技术、规模化生产等五大优势, 有望陆续实现新品种走向规模化生产阶段。根据公司公告, 在建产能项目分两期建设, 主要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, 根据公司投资者关系记录, 一期项目 2023 年 12 月进入试生产阶段, 二期项目将于 2024 年开工, 2025 年建成, 天然产物品种陆续落地有望带来新增量。

■ **AI 赋能新质生产力加速形成, 公司整体研发及产业化实力有望再获提升。** 根据公司公告, 2024 年 2 月, 公司与金程科技达成战略合作, 主要包括: 1) 就人工智能应用于川宁生物抗生素中间体(硫氰酸红霉素、头孢中间体、青霉素等产品) 达成排他性合作; 2) 锐康生物和金程科技在生成式 AI 辅助合成生物制造方面达成合作; 3) 双方选定重点研发品种, 通过成立合资公司的方式联合研发重点品种并实现产业化。根据《人工智能在合成生物学的应用》, 21 世纪以来, AI 与合成生物学交叉研究驱使元件工程、线



证券研究报告

生物医药 III

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6 个月目标价

10.58 元

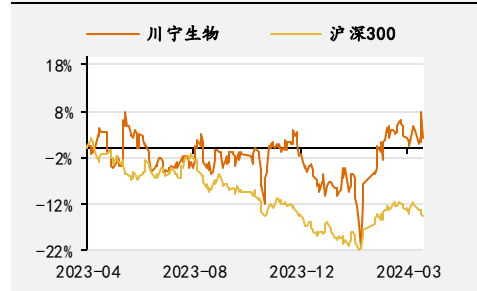
股价 (2024-04-12)

9.36 元

交易数据

总市值(百万元)	20,805.41
流通市值(百万元)	5,736.86
总股本(百万股)	2,222.80
流通股本(百万股)	612.91
12 个月价格区间	7.19/9.94 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	7.2	15.2
绝对收益	-1.0	13.0	0.0

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

合成生物学行业专题系列 2024-04-13  
三: 生物制造继往开来, 细分领域皆有可为

路工程、代谢工程、基因组工程等领域持续取得重大突破，能够充分赋能底盘细胞的开发及产业化。我们认为此举有望助力公司抗生素中间体等产品的发酵产业优化升级，驱动公司尽快形成新质生产力，向先进生物制造领域持续突破。

### 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 10.58 元。我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 26.2%、13.3%、14.4%，净利润的增速分别为 128.6%、19.8%、23.2%，成长性突出（2023 年为公司业绩快报数据）；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.58 元，相当于 2024 年 25 的动态市盈率。

风险提示：抗生素中间体市场价格波动的风险；原材料供应及价格波动风险；新产品研发失败及商业化不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,232.0	3,820.7	4,823.3	5,465.1	6,254.0
净利润	111.3	411.5	940.6	1,126.3	1,387.3
每股收益(元)	0.05	0.19	0.42	0.51	0.62
每股净资产(元)	2.15	2.79	3.00	3.25	3.56

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	197.0	53.3	23.3	19.5	15.8
市净率(倍)	4.6	3.5	3.3	3.0	2.8
净利润率	3.4%	10.8%	19.5%	20.6%	22.2%
净资产收益率	2.3%	6.6%	14.1%	15.6%	17.5%
股息收益率	0.0%	0.9%	2.2%	2.6%	3.2%
ROIC	4.0%	7.2%	12.9%	15.0%	20.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,232.0	3,820.7	4,823.3	5,465.1	6,254.0	成长性					
减:营业成本	2,514.1	2,873.2	3,307.7	3,575.8	3,910.1	营业收入增长率	-11.4%	18.2%	26.2%	13.3%	14.4%
营业税费	40.0	54.9	72.3	82.0	93.8	营业利润增长率	-19.7%	143.8%	105.7%	25.1%	23.2%
销售费用	9.8	11.5	19.3	27.3	37.5	净利润增长率	-51.4%	269.6%	128.6%	19.8%	23.2%
管理费用	230.6	144.1	144.7	164.0	187.6	EBITDA 增长率	-2.2%	31.2%	47.0%	18.3%	17.1%
研发费用	33.0	35.4	57.9	92.9	156.4	EBIT 增长率	-11.6%	66.5%	80.3%	25.6%	22.7%
财务费用	177.8	123.0	71.6	94.9	108.5	NOPLAT 增长率	-12.6%	69.2%	78.1%	26.8%	22.0%
资产减值损失	-11.0	-30.8	-16.2	0.0	-22.1	投资资本增长率	-5.7%	-1.2%	9.3%	-8.6%	9.3%
加:公允价值变动收益	0.5	-0.1	-0.2	0.2	-0.0	净资产增长率	2.4%	30.0%	7.5%	8.4%	9.5%
投资和汇兑收益	3.3	-8.9	-12.0	-5.9	-8.9	利润率	22.2%	24.8%	31.4%	34.6%	37.5%
营业利润	223.6	545.1	1,121.4	1,403.2	1,729.1	毛利率	6.9%	14.3%	23.2%	25.7%	27.6%
加:营业外净收支	-89.5	-57.5	-3.8	-78.1	-87.6	营业利润率	3.4%	10.8%	19.5%	20.6%	22.2%
利润总额	134.1	487.6	1,117.6	1,325.1	1,641.5	净利润率	28.5%	31.6%	36.8%	38.4%	39.3%
减:所得税	22.7	76.1	177.0	198.8	254.1	EBITDA/营业收入	12.3%	17.3%	24.7%	27.4%	29.4%
净利润	111.3	411.5	940.6	1,126.3	1,387.3	EBIT/营业收入	22.2%	24.8%	31.4%	34.6%	37.5%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资本周转天数	655	532	395	324	262
货币资金	510.1	1,632.0	1,929.3	2,186.1	2,501.6	流动营业资本周转天数	197	176	180	167	160
交易性金融资产	1.2	1.2	0.9	1.1	1.1	流动资产周转天数	364	365	398	385	370
应收账款	782.0	880.2	1,538.1	1,077.2	1,872.6	应收账款周转天数	90	78	90	86	85
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	162	134	129	125	116
预付账款	61.5	85.0	117.9	90.3	132.0	总资产周转天数	1,079	935	833	760	684
存货	1,453.5	1,383.6	2,084.1	1,718.4	2,321.0	投资资本周转天数	905	738	608	537	469
其他流动资产	407.9	545.8	461.2	471.6	492.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.3%	6.6%	14.1%	15.6%	17.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.2%	4.0%	7.9%	10.1%	11.0%
长期股权投资	-	6.9	13.9	20.8	27.7	ROIC	4.0%	7.2%	12.9%	15.0%	20.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	5,819.1	5,467.1	5,112.6	4,739.7	4,348.5	销售费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
在建工程	96.4	60.1	360.1	560.1	660.1	管理费用率	7.1%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	271.8	283.1	265.3	246.6	227.0	研发费用率	1.0%	0.9%	1.2%	1.7%	2.5%
其他非流动资产	58.1	45.5	47.5	36.9	27.5	财务费用率	5.5%	3.2%	1.5%	1.7%	1.7%
资产总额	9,461.5	10,390.4	11,930.9	11,148.8	12,611.9	四费/营业收入	14.0%	8.2%	6.1%	6.9%	7.8%
短期债务	700.3	978.8	1,586.5	1,942.0	2,300.3	偿债能力					
应付账款	681.9	647.8	979.9	808.4	1,086.3	资产负债率	49.5%	40.2%	44.0%	35.1%	37.1%
应付票据	256.0	110.0	353.1	208.0	345.0	负债权益比	98.1%	67.3%	78.6%	54.0%	59.0%
其他流动负债	924.7	970.7	858.6	917.6	915.6	流动比率	1.25	1.67	1.62	1.43	1.58
长期借款	2,092.0	1,428.0	1,447.0	-	-	速动比率	0.69	1.16	1.07	0.99	1.08
其他非流动负债	29.3	44.5	27.3	33.7	35.2	利息保障倍数	2.24	5.38	16.67	15.78	16.93
负债总额	4,684.3	4,179.9	5,252.4	3,909.7	4,682.4	分红指标					
少数股东权益	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	DPS(元)	-	0.09	0.21	0.25	0.31
股本	2,000.0	2,222.8	2,222.8	2,222.8	2,222.8	分红比率	0.0%	50.2%	50.2%	50.2%	50.2%
留存收益	2,771.3	3,981.7	4,449.8	5,010.3	5,700.7	股息收益率	0.0%	0.9%	2.2%	2.6%	3.2%
股东权益	4,777.3	6,210.5	6,678.6	7,239.1	7,929.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	111.3	411.5	940.6	1,126.3	1,387.3	EPS(元)	0.05	0.19	0.42	0.51	0.62
加:折旧和摊销	523.6	547.4	582.2	601.6	620.9	BVPS(元)	2.15	2.79	3.00	3.25	3.56
资产减值准备	11.0	30.8	-	-	-	PE(X)	197.0	53.3	23.3	19.5	15.8
公允价值变动损失	-0.5	0.1	-0.2	0.2	-0.0	PB(X)	4.6	3.5	3.3	3.0	2.8
财务费用	167.8	138.2	71.6	94.9	108.5	P/FCF	-10282.9	250.3	28.2	26.8	21.7
投资损失	-3.3	3.7	12.0	5.9	8.9	P/S	6.8	5.7	4.5	4.0	3.5
少数股东损益	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	-	17.8	13.4	10.7	9.2
营运资金的变动	42.4	-470.0	-806.3	543.9	-1,030.3	CAGR(%)	116.3%	49.9%	60.1%	116.3%	49.9%
经营活动产生现金流量	803.2	691.6	799.8	2,372.7	1,095.3	PEG	1.7	1.1	0.4	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-48.2	-54.2	-521.6	-416.2	-318.8	ROIC/WACC	0.4	0.7	1.3	1.6	2.1
融资活动产生现金流量	-749.3	475.9	19.0	-1,699.8	-460.9	REP	-	3.7	2.1	1.9	1.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034