

2024年10月22日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 持续降本增效，合成生物学产品拓展成长空间

—川宁生物（301301.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

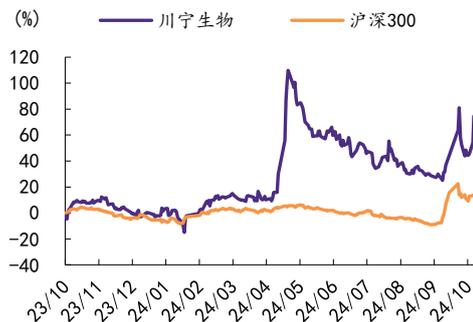
分析师：胡博新 S1050522120002  
hubx@cfsc.com.cn

## 基本数据

2024-10-22

当前股价（元）	13.43
总市值（亿元）	299
总股本（百万股）	2227
流通股本（百万股）	616
52周价格范围（元）	7.19-17.75
日均成交额（百万元）	365.68

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

川宁生物股份发布公告：公司发布 2024 年三季度报，2024 年前三季度公司实现营业收入 445,626.56 万元，较上年同期增长 24.43%；实现归属于上市公司股东的净利润为 107,591.85 万元，较上年同期增长 68.07%。

## 投资要点

## ■ 持续工艺优化和降本增效

2024 年 Q3 单季度公司综合毛利率为 37.11%，环比 2024Q2 和 2024Q1 持续提升，同比 2023 年 Q3 提升 3.98 个 pp，主要系公司持续优化工艺，提高医药中间体的单产，提升毛利率。同时，玉米、煤炭等基础原料和能源价格均较同期下降。

## ■ 出口需求拉动，供给相对稳定

2024 年前 3 季度公司收入同比增长 24.43%，主要系青霉素中间体、硫氰酸红霉素和头孢类中间体均保持销量增长。根据中国海关统计数据，2024 年抗生素类产品出口销量和销售额均实现了增长，海外抗生素需求保持旺盛。供给方面，环保和投资规模限制，硫氰酸红霉素和头孢类中间体暂无新增产能，青霉素中间体海外新增的阿拉宾度产能主要满足自己需求，竞争主要在阿莫西林等下游产品，对目前中间体的价格影响有限。4 季度为抗生素需求旺季，我们预计价格将保持稳定。

## ■ 合成生物学逐步拓展未来成长空间

上海研究院为公司提供持续转化落地合成生物学品种，目前红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因、肌醇已进入生产阶段；角鲨烷、角鲨烯、依克多因已完成中试，植物鞘胺醇小试已完成，已进入中试阶段。与其生产配套的疆宁生物，一期项目主体已经完成，二期项目预计明年进行规划设计。

## ■ 盈利预测

医药中间体的持续景气为公司带来稳定的现金回报，为公司拓展合成生物学领域，加速产业化落地奠定基础，预测公司 2024-2026 年收入分别为 60.69、68.38、75.62 亿元，归母净利润分别为 14.55、17.20、19.75 亿元，EPS 分别为

0.65、0.77、0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 20.6、17.4、15.1 倍，看好公司未来在合成生物学的拓展潜力，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

产品价格波动风险，竞争加剧风险及汇率波动风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,823	6,069	6,838	7,562
增长率（%）	26.2%	25.8%	12.7%	10.6%
归母净利润（百万元）	941	1,455	1,720	1,975
增长率（%）	128.6%	54.7%	18.3%	14.8%
摊薄每股收益（元）	0.42	0.65	0.77	0.89
ROE（%）	13.5%	18.2%	18.8%	18.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	761	1,551	2,762	4,153
应收款	749	942	1,061	1,174
存货	1,676	2,055	2,285	2,501
其他流动资产	770	969	1,092	1,208
流动资产合计	3,956	5,517	7,200	9,035
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,141	5,121	4,909	4,633
在建工程	538	215	86	34
无形资产	258	245	232	220
长期股权投资	7	7	7	7
其他非流动资产	239	239	239	239
非流动资产合计	6,182	5,827	5,472	5,133
资产总计	10,139	11,344	12,672	14,168
<b>流动负债:</b>				
短期借款	851	851	851	851
应付账款、票据	1,010	1,238	1,377	1,507
其他流动负债	646	646	646	646
流动负债合计	2,536	2,735	2,873	3,004
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	357	357	357	357
其他非流动负债	272	272	272	272
非流动负债合计	630	630	630	630
负债合计	3,165	3,364	3,503	3,633
<b>所有者权益</b>				
股本	2,223	2,227	2,227	2,227
股东权益	6,973	7,979	9,169	10,535
负债和所有者权益	10,139	11,344	12,672	14,168

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	941	1455	1720	1975
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	544	356	354	339
公允价值变动	-1	1	1	1
营运资金变动	-191	-572	-333	-314
经营活动现金净流量	1292	1239	1741	2000
投资活动现金净流量	-353	343	341	327
筹资活动现金净流量	-149	-449	-531	-609
现金流量净额	790	1,133	1,552	1,718

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,823	6,069	6,838	7,562
营业成本	3,300	3,961	4,403	4,818
营业税金及附加	67	84	94	104
销售费用	23	30	34	38
管理费用	143	152	157	159
财务费用	61	31	17	0
研发费用	55	67	74	83
费用合计	282	280	282	280
资产减值损失	-7	-5	-5	-5
公允价值变动	-1	1	1	1
投资收益	-14	2	2	2
营业利润	1,121	1,726	2,040	2,342
加:营业外收入	2	3	3	3
减:营业外支出	6	7	7	7
利润总额	1,118	1,722	2,036	2,337
所得税费用	177	267	316	362
净利润	941	1,455	1,720	1,975
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	941	1,455	1,720	1,975

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.2%	25.8%	12.7%	10.6%
归母净利润增长率	128.6%	54.7%	18.3%	14.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	31.6%	34.7%	35.6%	36.3%
四项费用/营收	5.8%	4.6%	4.1%	3.7%
净利率	19.5%	24.0%	25.2%	26.1%
ROE	13.5%	18.2%	18.8%	18.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.2%	29.7%	27.6%	25.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.4	6.4	6.4	6.4
存货周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.42	0.65	0.77	0.89
P/E	31.7	20.6	17.4	15.1
P/S	6.2	4.9	4.4	4.0
P/B	4.3	3.8	3.3	2.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 医药组介绍

**胡博新：**药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

**俞家宁：**美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

**谷文丽：**中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

**吴景欢：**中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。