中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　化学制药

# PHA项目中试成功，合成生物逐步兑现

# 川宁生物(301301.SZ)

## 核心观点

公司 24Q1-3 主营业务营收增长稳健，利润端保持较快增速。目前抗生素中间体景气度保持在较高水平，品种价格稳中有升预计为公司 Q3 业绩带来正向贡献。2024Q3 公司 PHA 项目中试成功，发酵、提取工艺路线均已打通，合成生物逐步兑现。公司盈利能力稳步提升，各项费用控制良好。未来展望：1）主要品种竞争格局稳定，印度短期影响预计有限；2）合成生物学产能建设完成，随着产能爬坡多项产品有望商业化放量。新产品交付不断丰富现有管线，从高附加值向 PHA 等大宗品类扩展值得期待，看好公司长期发展。

## 事件

**公司发布 2024 年三季度报告**

10 月 21 日，公司发布 2024 三季度报告，24 年 Q1-3 实现营收 44.56 亿，同比+24.43%；归母净利润 10.76 亿，同比+68.07%；扣非归母净利润 10.75 亿，同比+68.15%。

24Q3 单季度实现营收 12.61 亿，同比+8.31%；归母净利润 3.10 亿，同比+24.20%；扣非归母净利润 3.09 亿，同比+25.40%。

## 简评

**业绩符合预期，合成生物学进展逐步兑现**

**重要财务指标**

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 3,820.66 | 4,823.34 | 5,892.00 | 6,673.00 | 7,474.50 |
| YoY(%) | 18.21 | 26.24 | 22.16 | 13.26 | 12.01 |
| 净利润(百万元) | 411.52 | 940.56 | 1,423.58 | 1,665.53 | 1,911.31 |
| YoY(%) | 269.58 | 128.56 | 51.35 | 17.00 | 14.76 |
| 毛利率(%) | 24.80 | 31.57 | 36.08 | 36.56 | 37.24 |
| 净利率(%) | 10.77 | 19.50 | 24.16 | 24.96 | 25.57 |
| ROE(%) | 6.63 | 13.51 | 18.61 | 19.73 | 20.43 |
| EPS(摊薄/元) | 0.18 | 0.42 | 0.64 | 0.75 | 0.86 |
| P/E(倍) | 78.85 | 34.50 | 22.79 | 19.48 | 16.98 |
| P/B(倍) | 5.23 | 4.66 | 4.24 | 3.84 | 3.47 |

*资料来源：iFinD，中信建投证券*

维持　　买入


**贺菊颖**
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591
**袁清慧**
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879
**刘若飞**
SAC 编号:S1440519080003
**赖俊勇**
SAC 编号:S1440523070007
**王云鹏**
SAC 编号:S1440524070020



发布日期：　2024 年 10 月 24 日


当前股价：　14.57 元

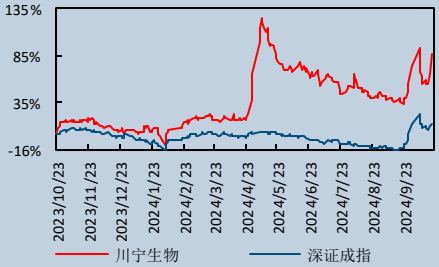
**主要数据**

**股票价格绝对/相对市场表现（%）**

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|---|---|---|
| 38.37/18.95 | 19.43/9.84 | 72.22/62.67 |

| | |
|---|---|
| 12 月最高/最低价（元） | 17.75/7.19 |
| 总股本（万股） | 222,716.00 |
| 流通 A 股（万股） | 61,589.24 |
| 总市值（亿元） | 324.50 |
| 流通市值（亿元） | 89.74 |
| 近 3 月日均成交量（万） | 2937.31 |
| 主要股东 | |
| 四川科伦药业股份有限公司 | 70.49% |

**股价表现**



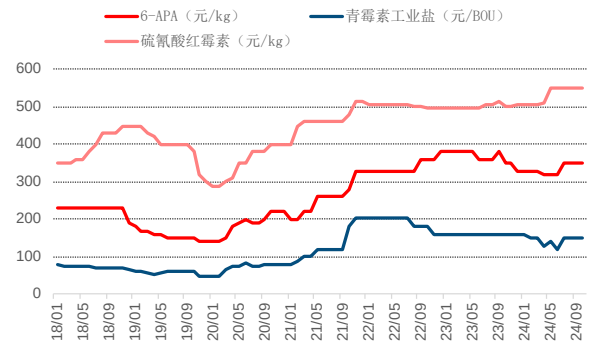


本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

24Q1-3 公司实现营收 44.56 亿，同比+24.43%；归母净利润 10.76 亿，同比+68.07%；扣非归母净利润 10.75 亿，同比+68.15%。24Q3 单季度实现营收 12.61 亿，同比+8.31%；归母净利润 3.10 亿，同比+24.20%；扣非归母净利润 3.09 亿，同比+25.40%。公司 Q3 整体营收增长稳健，单季度收入环比 Q2 有所下降，预计主要 Q3 感染类疾病减少有关，同比收入端仍保持增长。利润端增速快于收入端，预计与公司工艺技术不断提升，产量增加，同时通过节能降耗有效降低生产成本等因素有关。业绩整体表现符合预期。

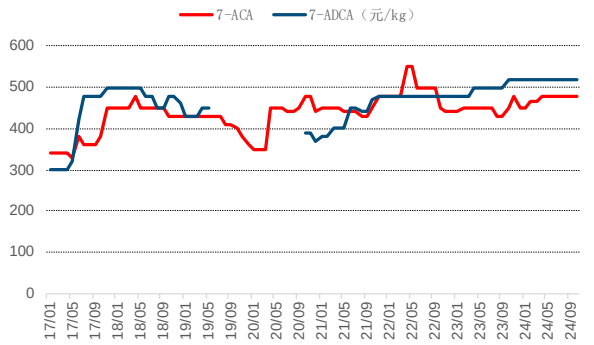
**抗生素中间体保持高景气，价格稳中有升。**从价格表现来看，公司主要品种在 Q3 整体稳中向好，1）青霉素类主要中间体价格环比恢复，6-APA 在 Q3 均价为 350 元/kg，环比上涨 9.4%；青霉素工业盐 Q3 均价为 150 元/kg，环比上涨 15.4%，青霉素类中间体价格在 Q2 小幅波动后，Q3 实现恢复。2）大环内酯类主要中间体硫氰酸红霉素稳中有升，Q3 均价为 550 元/kg，环比上涨 2.5%。3）头孢类主要中间体 7-ACA、7-ADCA 价格环比持平。整体来看目前抗生素中间体景气度保持在较高水平，品种价格稳中有升预计为公司 Q3 业绩带来正向贡献。

**图表1： 公司青霉素类及大环内酯类中间体品种价格**




*资料来源： iFind，中信建投*

**图表2： 公司头孢类中间体品种价格**




*资料来源： iFind，中信建投*

**PHA 项目中试成功，合成生物学布局深化：**公司近年来通过“生物发酵”和“合成生物”双轮驱动战略，大力布局合成生物学领域，2024Q3 公司 PHA 项目中试成功，发酵、提取工艺路线均已打通。此前公司已披露 2024 上半年重点进展包括：

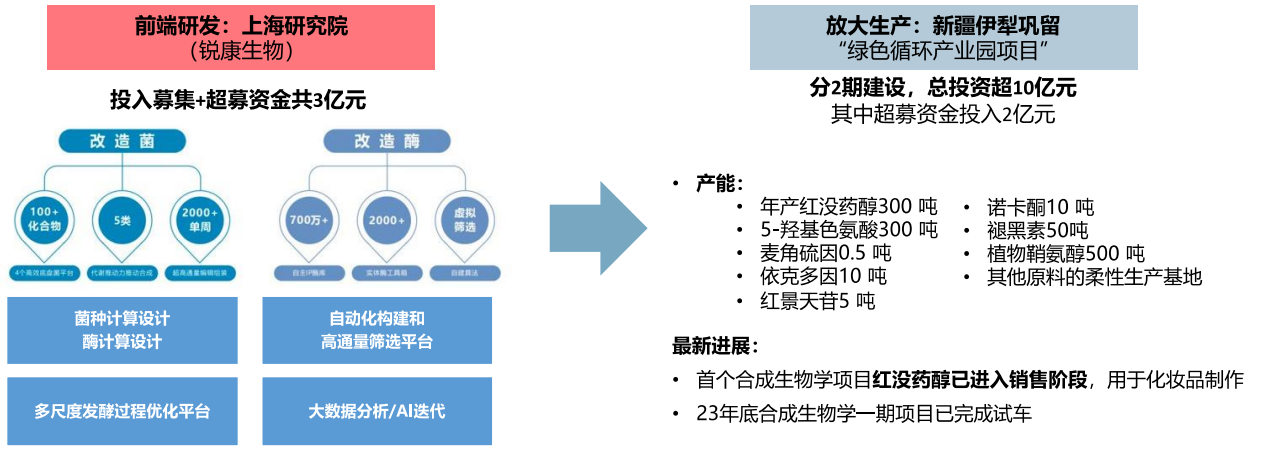
**1）前端研发：**上海研究院完成化妆品活性原料 RCB112 角鲨烷、饲料添加剂 RCB114 肌醇、保健品原料 RCB108 褪黑素等产品的菌种构建和小试发酵和提取工艺的优化；生物基材料单体 RCB138、饲料添加剂 RCB136、化妆品原料 RCB125、香精香料 RCB126 等完成阶段性里程碑指标。

**2）规模化生产进展：**公司“绿色循环产业园项目”一期项目已于 23 年底完成试车，**品种方面已量产销售：**红没药醇已在绿色循环产业园进行生产并进入销售阶段；**进入试生产阶段：**5-羟基色氨酸、肌醇；**进入中试阶段：**麦角硫因、角鲨烷、PHA；**已完成小试：**依克多因；**小试验证中：**褪黑素。

**盈利能力稳步提升，各项费用控制良好。**公司 24Q1-3 毛利率 35.82%，同比+5.89 pct；净利率 24.14%，同比+6.27 pct；经营质量良好，盈利能力提升显著，我们预计主要由于 1）相关中间体产品价格表现较好；2）工艺技术不断提升，产量增加，带来单位生产成本优化；3）费用端持续降本增效。公司 24Q1-3 销售费用率 0.44%（+0.03 pct，基本持平），管理费用率 2.71%（-0.28 pct），研发费用率 0.99%（-0.1 pct），财务费用率 0.95%（-0.28 pct），各项费用均控制良好。公司于 2023 年 8 月在上海设立市场部，致力于合成生物学产品的市场推广和品牌建设，销售人员成本及营销活动增加，销售费用有所提升。24Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额

8.75 亿元，同比-20.7%，主要由于本期贴现同比减少，应收票据余额增加 5.12 亿元影响。24Q1-3 公司在建工程 1.90 亿元，与 24H1 相比减少 5.64 亿元，主要由于“绿色循环产业园”项目转固影响，合成生物学业务后续推广进展进展值得期待。其余财务指标基本正常。

**图表3： 川宁生物合成生物全产业链布局**




*资料来源：公司公告，中信建投*

**未来展望：1）主要品种竞争格局稳定，印度短期影响预计有限：**目前公司青霉素类中间体、头孢类中间体及硫氰酸红霉素产能处于行业头部，行业内落后产能被逐步淘汰，且根据《产业结构调整指导目录（2024 年本）》原则上限制新企业进入，预计主要品种竞争格局 24 年保持稳定。头孢品类竞争格局改善或将带来品种价格修复。印度 PLI 计划在原料药领域总投入及单品种投入均有限，且在发酵条件、能源电力供应及产业链配套等方面存在短板，短期影响预计有限。

**2）合成生物学产能建设完成，后续放量值得期待：**公司新疆量产基地已于 23 年底完成试生产，24 年将推动 5-羟基色氨酸、麦角硫因、角鲨烷等合成生物学系列产品的商业化生产。**大吨位产品量产推进：**公司合成生物学领域产品围绕保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料等领域进行布局，24 年初已在 PHA 方面展开合作，初步布局 2000 吨/年的 PHA 原料，产品体量较此前品种再上台阶，有望打开公司合成生物学板块收入空间，目前项目进展顺利中试成功，发酵、提取工艺路线均已打通，预计后续将向市场投放高质量 PHA 产品。

## 盈利预测

我们预测 2024-2026 年，公司营收分别为 58.92、66.73 和 74.75 亿元，分别同比增长 22.2%、13.3%和 12%；归母净利润分别为 14.24、16.66 和 19.11 亿元，分别同比增长 51.4%、17%和 14.8%。折合 EPS 分别为 0.64 元/股、0.75 元/股和 0.86 元/股，对应 PE 为 22.8X、19.5X 和 17X，维持“买入”评级。

## 风险提示

**主要产品价格波动风险：**公司主营业务为抗生素中间体，目前青霉素类中间体、硫氰酸红霉素等产品价格近年来呈上涨态势，未来如价格发生明显波动将影响公司主营业务收入增长。

**行业竞争加剧风险：**目前公司主要产品所处市场竞争格局相对稳定，未来如果价格进一步上涨带来更多竞争者加入市场，竞争加剧可能导致公司盈利水平下降；此外印度等国际市场如有新增产能供应可能对公司相关品种价格带来影响。

**海外需求变化风险：**公司目前产品及未来合成生物学产品销售中均有一定比例用于出口，海外需求如果出现下滑将对公司业绩造成不利影响。

**原料成本上升风险：**根据公司此前披露成本构成，主营业务成本中直接材料占比在 50%以上，包括玉米、黄豆饼粉、油料等生物发酵过程中所需的原材料，相关原料价格如发生大幅上涨将对公司利润水平产生不利影响。

## 分析师介绍

**贺菊颖**

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**袁清慧**

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

**刘若飞**

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2023 年（第 21 届）、2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

**赖俊勇**

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

**王云鹏**

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖医药外包等领域。

## 评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15％以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15％以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk