

# 合成生物进展丰富， AI 布局取得成效

## 核心观点

公司 24 年业绩增长良好，整体表现符合预期。抗生素中间体价格整体稳定，部分品种小幅波动。研发步入新篇章，合成生物学进展丰富，AI 布局取得成效。盈利能力稳步提升，各项费用控制良好。未来展望：1) 合成生物学产能建设完成，系列品种的市场推广和大吨位品种商业化放量值得期待；2) 前期部分品种价格受到需求波动影响，2025 年若需求端稳定，价格有望企稳。看好公司长期发展和新业务逐步放量。

## 事件

### 公司发布 2024 年年度报告及利润分配预案

4 月 21 日，公司发布 2024 年年度报告，24 年营收 57.58 亿，同比+19.38%；归母净利润 14.00 亿，同比+48.88%；扣非归母净利润 13.98 亿，同比+49.42%。

24Q4 单季度实现营收 13.02 亿，同比+4.83%；归母净利润 3.24 亿，同比+7.99%；扣非归母净利润 3.24 亿，同比+9.05%。

公司拟每 10 股派发现金 2.70 元（含税），合计派发现金红利 6.01 亿元。

## 简评

### 业绩符合预期，合成生物学及 AI 进展积极推进

#### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,823.34	5,758.31	5,843.10	6,222.05	6,655.62
YoY(%)	26.24	19.38	1.47	6.49	6.97
净利润(百万元)	940.56	1,400.32	1,415.22	1,527.86	1,679.05
YoY(%)	128.56	48.88	1.06	7.96	9.90
毛利率(%)	31.57	36.39	36.42	36.74	37.97
净利率(%)	19.50	24.32	24.22	24.56	25.23
ROE(%)	13.51	17.73	16.04	15.55	15.37
EPS(摊薄/元)	0.42	0.63	0.64	0.69	0.75
P/E(倍)	29.08	19.53	19.33	17.90	16.29
P/B(倍)	3.93	3.46	3.10	2.78	2.50

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至 2025.04.22

## 川宁生物(301301.SZ)

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

SFC 编号:BVX723

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025 年 04 月 25 日

当前股价：12.28 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
-2.69/-0.76	1.15/-0.61	30.92/23.27

12 月最高/最低价(元) 17.75/9.25

总股本(万股) 222,716.00

流通 A 股(万股) 61,589.24

总市值(亿元) 273.50

流通市值(亿元) 75.63

近 3 月日均成交量(万) 2790.92

主要股东

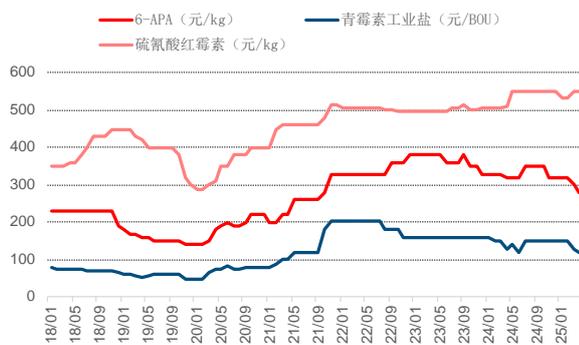
四川科伦药业股份有限公司 70.49%

### 股价表现

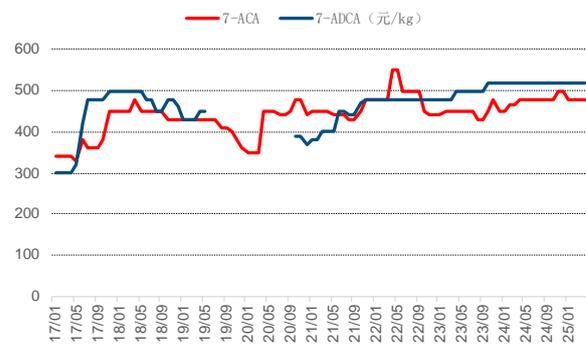


2024 年公司实现营收 57.58 亿，同比+19.38%；归母净利润 14.00 亿，同比+48.88%；扣非归母净利润 13.98 亿，同比+49.42%。24Q4 单季度实现营收 13.02 亿，同比+4.83%；归母净利润 3.24 亿，同比+7.99%；扣非归母净利润 3.24 亿，同比+9.05%。全年业绩增长驱动因素包括：1) 公司头孢产品销量和价格同比上涨；2) 公司工艺技术不断提升，有效降低生产成本；3) 公司有息负债规模减少，利息支出同比下降。公司 Q4 营收增长稳健，单季度收入及归母净利润环比 Q3 均有一定增长。业绩整体表现符合预期。

**抗生素中间体价格整体稳定，部分品种小幅波动。**公司 2024 年主营收入中，青霉素类中间体占比 41.95%，硫氰酸红霉素占比 32.35%，头孢类中间体占比 24.96%，其他产品占比 0.74%。从价格表现来看，1) 青霉素类主要中间体价格略有波动，6-APA 及青霉素工业盐价格小幅回落，我们预计与 24 年末感染类需求同比偏弱有关；2) 大环内酯类主要中间体硫氰酸红霉素价格稳定，25M4 最新报价为 550 元/kg，与 24Q3 持平，预计需求端仍保持良好状态；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价格整体稳定，部分品种价格受到需求波动影响，2025 年若需求端稳定，价格有望企稳。

**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

**研发步入新篇章，合成生物学进展丰富。**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，2024 年重点进展包括：

**1) 前端研发：**上海研究院完成：a) 对 2023 年及以前已交付的产品进行降本工作，对化妆品活性原料 RCB112 角鲨烷、饲料添加剂 RCB114 肌醇等产品的菌种改进、发酵和提取工艺的优化；b) 在化妆品活性原料 RCB125 植物鞘氨醇及衍生产品、生物材料单体 RCB128 等项目上实现菌种和工艺包的交付，发酵水平达到预期目标，且植物鞘氨醇及衍生产品已在生产基地完成中试并试产。

**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，截至 2024 年底，该项目已经生产的产品有：红没药醇、5-羟基色氨酸、肌醇、角鲨烯、植物鞘氨醇、依克多因等，全年 9 个品种共计获得 24 项认证，肌醇产品取得饲料添加剂生产许可证和批准文号。

**AI 布局取得成效。**2024 年 2 月公司与上海金程科技建立战略合作关系。2024 年，公司在硫氰酸红霉素产线部分实验罐上实现了 AI 动态调控参数，实时生成最优发酵方案，提升硫氰酸红霉素实验罐发酵产量。从目前实验数据来看，按照相同物料投入，AI 所调控的发酵罐平均产量超出对照组 3%-5% 的产量，并且随着新批次数据的喂入，多次迭代后有望持续提升发酵产量。合成生物学研发方面使用 AI 后，酶改造方面对酶活整体大幅提升，极大提高研发效率。后续双方在 AI 赋能发酵产业、AI 辅助合成生物学研发、新产品合作开发等方面进展

值得关注。

**盈利能力稳步提升,各项费用控制良好。**公司 2024 年毛利率 36.39%(+4.81pct);净利率 24.32%(+4.82pct)。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,生产成本得到优化; 3) 费用端降本增效。公司 2024 年销售费用率 0.44% (-0.02pct), 管理费用率 2.87% (-0.10pct), 研发费用率 1.35% (+0.20pct), 财务费用率 0.84% (-0.42pct)。各项费用均控制良好,财务费用下降主要由于公司利息支出减少。24 年公司经营活动产生的现金流量净额 17.91 亿元,同比+38.59%,现金流水平保持良好。其余财务指标基本正常。

**未来展望: 1) 合成生物学产能建设完成,大吨位品种放量值得期待:** 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,新疆量产基地 23 年底完成试生产后,24 年已完成红没药醇、5-羟基色氨酸等多个产品的生产。大吨位品种方面,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。2025 年公司合成生物学系列品种的市场推广和商业化放量值得期待。

**2) 需求端稳定后,主要品种价格预计保持平稳。**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 25 年保持稳定。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。2025 随着需求端恢复常态,公司主要品种在竞争格局不发生明显改变的情况下预计价格保持稳定趋势。

## 盈利预测

我们预测 2025-2027 年,公司营收分别为 58.43、62.22 和 66.56 亿元,分别同比增长 1.5%、6.5%和 7%; 归母净利润分别为 14.15、15.28 和 16.79 亿元,分别同比增长 1.1%、8%和 9.9%。折合 EPS 分别为 0.64 元/股、0.69 元/股和 0.75 元/股,对应 PE 为 19.3X、17.9X 和 16.3X,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产品价格带来影响。

**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、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、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，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

**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