

# Q1 业绩阶段性承压，看好全年改善、业绩维稳

2025 年 04 月 30 日

**事件：**2025 年 4 月 22/29 日，公司公布 2024 年度及 2025 一季度报告。根据年报，公司 24 年实现营业收入 57.6 亿元，同比增长 19.4%；实现归母净利润 14.0 亿元，同比增长 48.9%；实现扣非归母净利润 14.0 亿元，同比增长 49.4%。根据 25Q1 报告，公司 25Q1 实现营业收入 13.0 亿元，同比下滑 14.9%；实现归母净利润 2.9 亿元，同比下滑 18.3%；实现扣非归母净利润 2.8 亿元，同比下滑 19.6%。

**24 年业绩拆分：24 年主营业务持续强劲，三大中间体产线同比维持快速增长。**根据年报，公司 24 年主营业务收入 54.0 亿元，同比增长 19.5%（其中医药中间体实现营收 53.6 亿元，同比增长 20.5%）。中间体拆分来看，硫红收入 17.5 亿元，同比+12.7%、青霉素类中间体收入 22.6 亿元，同比+17.0%、头孢类中间体收入 13.5 亿元，同比+39.9%，核心业务仍维持稳健增长趋势。强劲的业绩增长主要系 1) 24 年头孢产品量价齐升、2) 降本增效推行，毛利率同比提升（医药中间体 24 年毛利率 38.6%，同比+5.4pct）、3) 24 年有息负债规模减少，利息支出下降。

**25Q1 业绩解读：Q1 业绩同比收窄，主要系青霉素价格下调&费用提升影响。**25 年 Q1 单季度收入/利润指标略不及预期，通过报表结构分拆有如下解读：1) 收入下降我们预期主要系公司青霉素类产品线为阻击新进产能而做出的战略性调价，现阶段价格已实现企稳；2) 管理+研发费用同比绝对增量 0.3 亿元，主要系加大合成生物研发投入及管理人員薪酬提升，进一步压缩利润空间；3) AI 赋能+低价玉米储备的降本能力开始显现，Q1 单季度在收入下滑规模效应下降基础上实现毛利率 37.3%，同比提升 2.9pct。

**主业：主要品种价格有望边际持平，AI 技术赋能+战略库存储备有望提升业绩韧性。**根据公司公告及健康网价格跟踪，当前硫红单价仍处于稳中有升状态、头孢经过 24 年的调整已逐步回暖进入较为稳定的价格区间、青霉素类产品 24Q4 降价调整后现阶段已达到边际的企稳状态。我们预期在当前政策卡位背景下，抗生素中间体行业竞争格局有望维持，价格仍将处于高位稳定。而随着公司 AI 虚拟工程师的持续优化+24 年战略收储的低价玉米投入使用，公司盈利能力有望迈向新高。

**合成生物：选品+研发能力得到验证，合成生物第二曲线业务放量在即。**根据年报，公司合成生物学一期建设项目设有化妆品原料药、保健品原料柔性产线，已有红没药醇、5-羟甲基色氨酸、麦角硫因与等多个产品进入生产阶段。在 2025 年，公司仍将聚焦大宗产品、高附加值品种、甲醇转化蛋白高效菌种等方面的研发布局，持续深挖生物经济业务未来的成长空间。

**投资建议：**我们预期公司 2025-2027 年实现归母净利润 14.1/14.1/14.6 亿元，同比增速分别为 0.3%/0.6%/3.2%，预测期内利润水平基本稳定，对应 PE 依次为 19/18/18 倍（27 年预测归母净利相对提速主要系折旧摊销下滑）。维持“推荐”评级。

**风险提示：**地缘政治风险，抗生素行业政策变动风险、汇率波动风险，产能释放不及预期风险等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,758	5,884	6,042	6,204
增长率 (%)	19.4	2.2	2.7	2.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,400	1,405	1,413	1,459
增长率 (%)	48.9	0.3	0.6	3.2
每股收益 (元)	0.63	0.63	0.63	0.65
PE	19	19	18	18
PB	3.3	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**11.70 元**

**分析师 王班**

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

**研究助理 杨涛**

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangtao\_2@mszq.com

## 相关研究

- 川宁生物 (301301.SZ) 2024 年三季度报告点评：利润实现中高速增长，毛利率水平持续向上优化-2024/10/22
- 川宁生物 (301301.SZ) 2024 年半年报点评：中间体龙头格局再优化，公司业绩延续高速增长之势-2024/08/27
- 川宁生物(301301.SH)首次覆盖报告：抗生素龙头格局再优化，合成生物学拓宽成长边界-2024/08/01

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,758	5,884	6,042	6,204
营业成本	3,663	3,682	3,850	3,960
营业税金及附加	80	82	85	87
销售费用	26	35	36	37
管理费用	165	200	181	186
研发费用	78	165	169	174
EBIT	1,745	1,720	1,720	1,760
财务费用	48	45	38	25
资产减值损失	-17	-6	-4	-2
投资收益	-9	0	0	0
营业利润	1,688	1,669	1,679	1,733
营业外收支	-13	0	0	0
利润总额	1,675	1,669	1,679	1,733
所得税	275	264	265	274
净利润	1,400	1,405	1,413	1,459
归属于母公司净利润	1,400	1,405	1,413	1,459
EBITDA	2,305	2,284	2,293	2,337

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,088	1,704	2,761	3,667
应收账款及票据	939	817	839	1,034
预付款项	89	74	77	79
存货	1,342	1,917	2,007	2,066
其他流动资产	685	847	868	889
流动资产合计	4,144	5,358	6,552	7,736
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	5,274	5,055	4,786	4,491
无形资产	236	236	236	236
非流动资产合计	6,409	6,096	5,763	5,426
资产合计	10,554	11,454	12,315	13,161
短期借款	210	210	210	210
应付账款及票据	895	972	1,016	1,045
其他流动负债	842	857	864	829
流动负债合计	1,948	2,039	2,090	2,085
长期借款	146	146	146	146
其他长期负债	544	549	549	549
非流动负债合计	690	695	695	695
负债合计	2,637	2,734	2,785	2,779
股本	2,227	2,227	2,227	2,227
少数股东权益	19	19	19	19
股东权益合计	7,916	8,720	9,530	10,382
负债和股东权益合计	10,554	11,454	12,315	13,161

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	19.38	2.18	2.69	2.68
EBIT 增长率	45.97	-1.46	0.04	2.28
净利润增长率	48.88	0.34	0.59	3.21
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	36.39	37.43	36.28	36.16
净利润率	24.32	23.88	23.39	23.51
总资产收益率 ROA	13.27	12.27	11.48	11.08
净资产收益率 ROE	17.73	16.15	14.86	14.08
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.13	2.63	3.13	3.71
速动比率	1.04	1.24	1.72	2.26
现金比率	0.56	0.84	1.32	1.76
资产负债率 (%)	24.99	23.87	22.61	21.12
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	52.75	53.74	49.35	54.35
存货周转天数	148.33	159.34	183.42	185.11
总资产周转率	0.56	0.53	0.51	0.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.63	0.63	0.65
每股净资产	3.55	3.91	4.27	4.65
每股经营现金流	0.80	0.68	0.88	0.81
每股股利	0.27	0.27	0.27	0.28
<b>估值分析</b>				
PE	19	19	18	18
PB	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	11.50	11.61	11.56	11.34
股息收益率 (%)	2.31	2.32	2.33	2.40

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,400	1,405	1,413	1,459
折旧和摊销	559	564	573	578
营运资金变动	-236	-513	-89	-285
经营活动现金流	1,791	1,519	1,959	1,811
资本开支	-43	-233	-223	-224
投资	-64	0	0	0
投资活动现金流	-106	-232	-223	-224
股权募资	26	0	0	0
债务募资	-781	0	0	0
筹资活动现金流	-1,361	-671	-678	-682
现金净流量	330	615	1,057	906

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048