

抗生素淡季业绩承压筑底，合成生物产能稳步爬坡

➤ **事件：**2025 年 10 月 27 日川宁生物发布 2025 年三季度报告，2025Q1-Q3，公司实现营业收入 34.4 亿元（同比-22.9%），实现归母净利润 6.1 亿元（同比-43.2%）；单三季度看，公司实现营业收入 10.9 亿元（同比-13.8%，环比+3.4%），实现归母净利润 1.6 亿元（同比-49.4%，环比-6.1%）。

➤ **青霉素中间体价格下滑明显+部分费用开支提升压缩盈利空间。**根据健康网数据，公司三大主营产品之一青霉素类中间体 6-APA，自 2024 年 12 月高点 320 元/公斤，逐步回落至 2025 年 9 月低点 190 元/公斤，相对跌幅达 40.6%。而在医药中间体中间需求回落叠加主要抗生素品种价格下降影响下，公司 25 年前三季度总体毛利率下滑至 32.8%。从公司前三季度费用率变动情况来看，管理费用由于部分产线进行新产品试车致使的期间费用增加，管理费用率同比提升 1.9 个百分点；研发费用由于新产品开发相关的投入增加，研发费用率同比提升 1.4 个百分点。

➤ **公司主要品种格局维稳，迈过需求阶段性低点有望实现企稳回升。**受到 2025 年的高温天气影响，抗生素相关产品终端市场需求总体偏弱。而根据中国疾病预防控制中心监测的流感数据指标看，从今年年初以来，南北方省份哨点医院报告的流感样病例占门急诊病例总数百分比相较 2024 年总体同比偏低，我们预估流感相关的继发性细菌感染下降也同步压缩了抗生素的市场用量。根据健康网数据：截止 25 年 9 月，6-APA/硫红/7-ACA 单公斤价格分别为 190 元/510 元/450 元，在历史十年维度中所属价格分位依次为 20.8%/84.6%/54.5%。在中间体主要品种龙头格局维稳的背景下，我们预期当前价格处于历史相对低位的 6-APA 等产品价格在 Q4 冬季传统需求旺季背景下有望企稳回升。

➤ **疆宁生物一期产能稳步爬坡，合成生物学相关产品有望进入稳步兑现阶段。**根据公司投资者关系活动记录，公司合成生物学产业基地疆宁生物经过产能调试和爬坡后，目前已进入大踏步发展阶段。截止 2025 年上半年，公司合成生物学业务实现营业收入 0.2 亿元，未来随着合成生物学产业基地的产能逐步释放，销售额有望进一步提升。同时，公司重点合成生物学项目甲醇蛋白已经开始中试试验，首批次产品已积极送往下游厂家进行试验，项目进展节奏顺利。合成生物作为近年来生物经济的新兴赛道之一，我们认为公司有望凭借地处新疆的资源优势+发酵产业经验积累在合成生物领域开辟第二成长曲线。

➤ **投资建议：**鉴于 2025 年前三季度抗生素总体需求走弱，公司主要产品市场价格有所下滑背景下，我们下调公司 25-27 年盈利预测，预计期内公司实现归母净利润 8.2/9.3/10.3 亿元，分别同比-41.7%/14.3%/10.2%，对应 PE 估值 30/26/24 倍。鉴于抗生素产品在全球市场的成熟应用及公司在中间体产业突出的竞争优势，我们预计随需求周期筑底，公司抗生素主业有望拾级而上。基础业务企稳背景下，公司合成生物战略品种甲醇蛋白有望开拓广阔市场空间，打开传统周期业务的成长天花板，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	4,507	4,809	5,110
增长率（%）	19.4	-21.7	6.7	6.3
归属母公司股东净利润（百万元）	1,400	816	933	1,029
增长率（%）	48.9	-41.7	14.3	10.2
每股收益（元）	0.63	0.37	0.42	0.46
PE	17	30	26	24
PB	3.1	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
10.93 元
分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@glms.com.cn

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangt@glms.com.cn

相关研究

1.川宁生物 (301301.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩阶段性承压，看好全年改善、业绩维稳-2025/04/30

2.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

3.川宁生物 (301301.SZ) 2024 年半年报点评：中间体龙头格局再优化，公司业绩延续高增长之势-2024/08/27

4.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	4,507	4,809	5,110
营业成本	3,663	3,041	3,225	3,405
营业税金及附加	80	63	67	72
销售费用	26	27	29	31
管理费用	165	180	173	184
研发费用	78	140	135	143
EBIT	1,745	1,047	1,173	1,270
财务费用	48	45	36	26
资产减值损失	-17	-25	-20	-14
投资收益	-9	0	0	0
营业利润	1,688	976	1,116	1,230
营业外收支	-13	0	0	0
利润总额	1,675	976	1,116	1,230
所得税	275	160	183	201
净利润	1,400	816	933	1,029
归属于母公司净利润	1,400	816	933	1,029
EBITDA	2,305	1,611	1,687	1,684

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,088	1,822	2,710	3,512
应收账款及票据	939	617	660	703
预付款项	89	61	64	68
存货	1,342	1,563	1,664	1,764
其他流动资产	685	661	702	742
流动资产合计	4,144	4,723	5,800	6,789
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	5,274	4,895	4,524	4,222
无形资产	236	236	236	236
非流动资产合计	6,409	5,945	5,511	5,167
资产合计	10,554	10,669	11,311	11,956
短期借款	210	210	210	210
应付账款及票据	895	803	851	898
其他流动负债	842	814	825	794
流动负债合计	1,948	1,827	1,886	1,903
长期借款	146	146	146	146
其他长期负债	544	565	565	565
非流动负债合计	690	711	711	711
负债合计	2,637	2,538	2,597	2,614
股本	2,227	2,230	2,230	2,230
少数股东权益	19	19	19	19
股东权益合计	7,916	8,131	8,714	9,342
负债和股东权益合计	10,554	10,669	11,311	11,956

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.38	-21.73	6.70	6.26
EBIT 增长率	45.97	-40.03	12.04	8.30
净利润增长率	48.88	-41.71	14.34	10.21
盈利能力 (%)				
毛利率	36.39	32.53	32.95	33.37
净利润率	24.32	18.11	19.41	20.13
总资产收益率 ROA	13.27	7.65	8.25	8.60
净资产收益率 ROE	17.73	10.06	10.73	11.03
偿债能力				
流动比率	2.13	2.59	3.08	3.57
速动比率	1.04	1.34	1.79	2.22
现金比率	0.56	1.00	1.44	1.85
资产负债率 (%)	24.99	23.78	22.96	21.86
经营效率				
应收账款周转天数	52.75	62.14	47.78	48.02
存货周转天数	148.33	171.93	180.11	181.21
总资产周转率	0.56	0.42	0.44	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.37	0.42	0.46
每股净资产	3.54	3.64	3.90	4.18
每股经营现金流	0.80	0.66	0.62	0.60
每股股利	0.27	0.16	0.18	0.20
估值分析				
PE	17	30	26	24
PB	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	10.78	15.43	14.73	14.76
股息收益率 (%)	2.47	1.44	1.64	1.81
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,400	816	933	1,029
折旧和摊销	559	564	515	414
营运资金变动	-236	-1	-158	-190
经营活动现金流	1,791	1,470	1,377	1,332
资本开支	-43	-73	-63	-54
投资	-64	0	0	0
投资活动现金流	-106	-81	-63	-54
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	-655	-425	-476
现金净流量	330	734	888	802

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受到任何形式的补偿。

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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