

青霉素价格筑底承压， 合成生物学进展丰富

核心观点

公司25年业绩受主要产品价格周期性下滑影响，整体有所承压。抗生素中间体中，青霉素类产品价格处于历史低位，但库存压力有所缓解；硫氰酸红霉素与头孢类产品价格稳定，盈利能力有所提升。研发端双轮驱动战略持续推进，合成生物学多款产品进入生产阶段，AI赋能生产与研发初见成效。盈利能力短期承压，研发投入持续加大。未来展望：1)合成生物学业务有望于26年进入放量元年，甲醇蛋白等品种的产业化落地值得期待；2)抗生素中间体行业壁垒高，随着库存水平下降、竞争格局保持稳定，核心产品价格有望企稳回升。

事件

公司发布2025年年度报告及利润分配预案

3月30日晚，公司发布2025年年度报告，25年实现营收46.16亿，同比-19.83%；归母净利润7.69亿，同比-45.08%；扣非归母净利润7.58亿，同比-45.78%。

公司拟每10股派发现金红利1.73元（含税），合计派发现金红利3.85亿元。

简评

业绩阶段性承压，合成生物学及AI进展积极推进

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,758	4,616	4,713	5,063	5,473
YoY(%)	19.4	-19.8	2.1	7.4	8.1
净利润(百万元)	1,400	769	805	1,019	1,217
YoY(%)	48.9	-45.1	4.7	26.6	19.4
毛利率(%)	36.4	29.3	29.4	32.7	35.0
净利率(%)	24.3	16.7	17.1	20.1	22.2
ROE(%)	17.7	9.5	9.3	10.9	12.0
EPS(摊薄/元)	0.63	0.34	0.36	0.46	0.55
P/E(倍)	16.7	30.3	29.0	22.9	19.2
P/B(倍)	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：iFinD，中信建投证券

川宁生物(301301.SZ)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年04月12日

当前股价：10.46元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

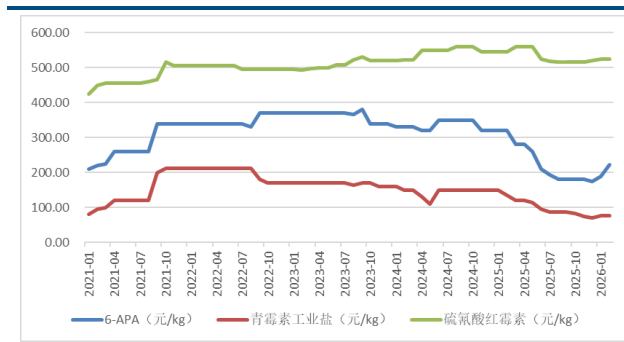
1个月	3个月	12个月
-3.95/1.73	-4.21/0.53	-21.29/-37.70
12月最高/最低价(元)		14.02/9.82
总股本(万股)		223,008.50
流通A股(万股)		61,778.16
总市值(亿元)		233.27
流通市值(亿元)		64.62
近3月日均成交量(万)		2275.86
主要股东		
四川科伦药业股份有限公司		70.40%

股价表现

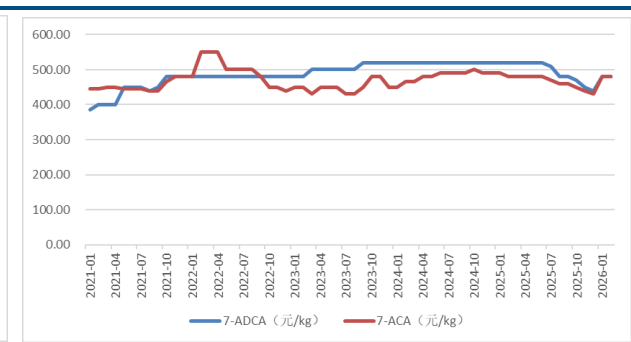


2025 年公司实现营收 46.16 亿，同比-19.83%；归母净利润 7.69 亿，同比-45.08%；扣非归母净利润 7.58 亿，同比-45.78%。25Q4 单季度实现营收 11.80 亿，同比-9.37%；归母净利润 1.58 亿，同比-51.23%；扣非归母净利润 1.50 亿，同比-53.70%。全年业绩承压主要由于：1) 2025 年公司青霉素产品价格同比下降，导致利润下滑；2) 新产品研发及试车生产导致费用增加。整体来看，公司 Q4 业绩在核心产品价格波动影响下有所承压，后续随着公司持续推进工艺优化和成本控制，叠加核心产品价格修复，核心产品盈利能力有望企稳回升。

抗生素中间体价格分化，青霉素价格探底。公司 2025 年主营收入中，硫氰酸红霉素占比 38.36%，青霉素类中间体占比 37.44%，头孢类中间体占比 22.41%。从价格和盈利表现来看：**1) 青霉素类：**主要中间体价格处于近五年历史底部区间，全年平均成交价较去年同期下降较为明显。**2) 大环内酯类：**硫氰酸红霉素价格稳定，Q4 报价环比稳中有升，预计需求端仍保持良好状态。**3) 头孢类：**7-ACA、7-ADCA 价格 Q4 环比出现小幅波动，全年价格基本保持平稳。整体来看，硫氰酸红霉素和头孢类产品价格及盈利能力保持稳健，青霉素类产品价格已处于历史低位，随着库存水平下降、竞争格局保持稳定，核心产品价格有望企稳回升。

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，依托自动化改造、AI 技术赋能及新产品产能爬坡，持续推动降本增效和业务结构优化，2025 年重点进展包括：

1) 前端研发：上海研究院持续升级技术平台，包括打造微液滴荧光高通量筛选系统、利用智能计算机技术赋能小试发酵过程优化、完善传统菌种的分子改造工具等。此外，公司在 C1/C2 技术平台（甲醇/乙酸为原料生产单细胞蛋白等）、氨基酸类产品开发上均达成阶段性里程碑，甲醇蛋白项目已完成菌株开发、小试和机械搅拌罐连续带放中试实验。

2) 规模化生产进展：公司合成生物学一期项目建设有化妆品原料、保健品原料柔性生产线 2 条，目前已有红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因、依克多因、角鲨烷、肌醇、植物鞘氨醇、PHA、大宗香精香料产品等多个产品进入生产。

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。2025 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。此外，公司已建立青霉素发酵 AI 调控模型并于 2025 年 12 月上罐测试，目前已测试 12 批次的智能计算机虚拟工程师托管验证，头孢生产数据也已开始投喂至 AI 模型。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。

盈利能力短期承压，研发投入持续加大。公司 2025 年毛利率为 29.25%（同比-7.13pct）；净利率为 16.66%（同比-7.66pct），盈利能力受到青霉素产品价格下行因素短期有所承压。费用端，公司持续加大创新投入，研发费用率提升至 2.22%（+0.87pct），主要用于新品研发；销售费用率因推广合成生物学产品而增至 0.63%（+0.19pct）；财务费用率因利息支出减少降至 0.66%（-0.18pct）。2025 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.49 亿元，同比-69.34%，短期有所承压。其余财务指标基本正常。

未来展望：1）推进合成生物学产能爬坡，持续聚焦大体量、高壁垒产品研发：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，26 年合成生物学生产基地一期产能将逐渐推向满产，营业收入和利润也有望随之持续改善。研发方面，上海研究院将进一步聚焦大体量、技术壁垒高的产品研发，同时对公司传统产品抗生素中间体进行合成生物学赋能，持续推进降本增效，2026 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，主要品种价格有望企稳回升。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 26 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。从价格端来看，预计 2026 年核心单品价格会保持相对稳定，硫氰酸红霉素市场预计维持稳定；青霉素类产品价格 Q1 已经企稳回升，全年有望持续修复；头孢类产品现市场价格有小幅下降，但行业竞争格局稳定，后续价格有望逐步企稳。

盈利预测及投资评级

我们预测 2026-2028 年，公司营收分别为 47.13、50.63 和 54.73 亿元，分别同比增长 2.1%、7.4%和 8.1%；归母净利润分别为 8.05、10.19 和 12.17 亿元，分别同比增长 4.7%、26.6%和 19.4%。折合 EPS 分别为 0.36 元/股、0.46 元/股和 0.55 元/股，对应 PE 为 29.0X、22.9X 和 19.2X，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价格有所承压，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竞争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

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

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。

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。

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