

利润实现中高速增长，毛利率水平持续向上优化

2024 年 10 月 22 日

事件：2024 年 10 月 21 日川宁生物发布 2024 年三季度报告。公司 2024 年前三季度实现营业收入 44.6 亿元，同比增长 24.4%；实现归母净利润 10.8 亿元，同比增长 68.1%。

单季度收入&利润增长延续，成本结构持续优化驱动公司毛利率水平持续提升。2024 年单三季度，公司实现营业收入 12.6 亿元（同比增长 8.3%），归母净利润 3.1 亿元（同比增长 24.2%）。从盈利能力角度看，公司 2024 年前三季度毛利率水平 35.8%，同比提升 5.9 个百分点，单三季度毛利率水平 37.1%，同比提升 4.0 个百分点，环比单 Q2 相对高位盈利能力亦有 1.0 个百分点增长

公司主要产品对应制剂需求持续提升，产品价格三季度环比稳中有增。抗生素产品具有广谱的抑菌性质，在市场终端有较为丰富的用药场景。由于各类病毒、细菌等感染的肺部疾病和呼吸道疾病增加，再加上中国老龄化程度持续加深，国内抗生素终端产品需求持续提升。根据医药魔方，截至 2024 年 6 月，硫氰酸红霉素相关下游制剂产品销量同比增长 74.1%，硫红终端制剂需求呈现高速增长态势。6-氨基青霉烷酸（6-APA）相关下游制剂产品销量同比增长 15.1%；7-氨基头孢烷酸（7-ACA）相关下游制剂产品销量同比增长 17.7%，终端制剂维持中高速增长。从价格跟踪情况看（月度平均），根据 Wind 数据，2024 年 Q3，硫红、6-APA、7-ACA 均价依次为 556.7、350.0、490.0 元/千克，环比分别提升 1.2%、6.1%、1.4%。

合成生物业务进展如期推进，2025 年有望迎来公司第二曲线放量期。公司 2023 年已在伊犁巩留县投资建设“绿色循环产业园项目”，主要建设可年产红没药醇 300 吨、5-羟基色氨酸 300 吨、麦角硫因 0.5 吨、依克多因 10 吨、红景天苷 5 吨、诺卡酮 10 吨、褪黑素 50 吨、植物鞘氨醇 500 吨及其他原料的柔性生产基地。截至 2024 年 8 月底，红没药醇和 5-羟基色氨酸已经量产，麦角硫因预计在今年亦能投入生产。2024 年由于园区配套设施等问题，合成生物项目产能释放受限，预计 2025 年现有合成生物学产品将逐步推向满产。公司自研自产打通合成生物学一体化能力，合成生物业务放量的业绩兑现周期有望到来。

投资建议：我们预测 2024-2026 年公司分别实现营业收入 58.1、65.5 和 70.2 亿元，分别同比增长 20.5%、12.6%和 7.3%；归母净利润分别为 14.0、16.4 和 18.2 亿元，分别同比增长 48.5%、17.6%、10.6%。对应 2024-2026 年 PE 倍数分别为 23、20 和 18 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：抗菌药物使用管理政策变化风险；环保处理不达标停产风险；专利技术泄露风险；核心研发人员流失风险；汇率波动风险等

推荐
维持评级
当前价格：
14.57 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

1.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

2.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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,823	5,813	6,545	7,024
增长率 (%)	26.2	20.5	12.6	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	941	1,397	1,643	1,818
增长率 (%)	128.6	48.5	17.6	10.6
每股收益 (元)	0.42	0.63	0.74	0.82
PE	35	23	20	18
PB	4.7	4.1	3.7	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 21 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,823	5,813	6,545	7,024
营业成本	3,300	3,710	4,139	4,421
营业税金及附加	67	81	92	98
销售费用	23	29	26	28
管理费用	143	174	183	176
研发费用	55	64	65	63
EBIT	1,196	1,755	2,039	2,238
财务费用	61	67	56	44
资产减值损失	-43	-29	-32	-35
投资收益	-14	0	0	0
营业利润	1,121	1,659	1,951	2,159
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	1,118	1,659	1,951	2,159
所得税	177	262	308	341
净利润	941	1,397	1,643	1,818
归属于母公司净利润	941	1,397	1,643	1,818
EBITDA	1,747	2,315	2,615	2,823

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	761	1,715	2,682	3,797
应收账款及票据	748	808	909	976
预付款项	45	74	83	88
存货	1,676	1,909	2,129	2,274
其他流动资产	726	844	943	1,007
流动资产合计	3,956	5,350	6,746	8,142
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	5,141	5,004	4,782	4,511
无形资产	258	258	258	258
非流动资产合计	6,182	5,898	5,556	5,205
资产合计	10,139	11,248	12,302	13,348
短期借款	851	751	751	751
应付账款及票据	1,010	1,144	1,276	1,363
其他流动负债	675	547	569	583
流动负债合计	2,536	2,442	2,596	2,697
长期借款	357	650	650	650
其他长期负债	272	286	286	286
非流动负债合计	630	936	936	936
负债合计	3,165	3,378	3,532	3,633
股本	2,223	2,227	2,227	2,227
少数股东权益	13	13	13	13
股东权益合计	6,973	7,870	8,770	9,714
负债和股东权益合计	10,139	11,248	12,302	13,348

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.24	20.52	12.60	7.32
EBIT 增长率	76.58	46.77	16.21	9.72
净利润增长率	128.56	48.53	17.59	10.65
盈利能力 (%)				
毛利率	31.57	36.17	36.76	37.06
净利润率	19.50	24.03	25.10	25.88
总资产收益率 ROA	9.28	12.42	13.35	13.62
净资产收益率 ROE	13.51	17.78	18.76	18.74
偿债能力				
流动比率	1.56	2.19	2.60	3.02
速动比率	0.60	1.03	1.38	1.77
现金比率	0.30	0.70	1.03	1.41
资产负债率 (%)	31.22	30.03	28.71	27.22
经营效率				
应收账款周转天数	60.67	48.19	47.23	48.30
存货周转天数	166.89	173.92	175.58	179.28
总资产周转率	0.47	0.54	0.56	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.63	0.74	0.82
每股净资产	3.13	3.53	3.93	4.36
每股经营现金流	0.58	0.80	0.91	1.03
每股股利	0.22	0.33	0.39	0.43
估值分析				
PE	35	23	20	18
PB	4.7	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	14.65	11.05	9.79	9.06
股息收益率 (%)	1.54	2.29	2.69	2.98

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	941	1,397	1,643	1,818
折旧和摊销	551	560	576	586
营运资金变动	-327	-285	-308	-215
经营活动现金流	1,292	1,771	2,020	2,299
资本开支	-345	-237	-227	-228
投资	0	-25	0	0
投资活动现金流	-353	-264	-227	-228
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-1,505	17	0	0
筹资活动现金流	-1,808	-552	-826	-957
现金净流量	-866	955	967	1,115

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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026