

# 传统业务加速恢复，合成生物学赋能未来高速增长

投资评级（暂无）

2023年1月5日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,232	3,671	4,175	4,641
同比（%）	-11%	14%	14%	11%
归母净利润（百万元）	111	412	513	650
同比（%）	-51%	270%	25%	27%
每股收益（元/股）	0.05	0.19	0.23	0.29
P/E（现价&最新股本摊薄）	99.81	27.00	21.65	17.09

## 市场数据

发行价(元) 5.00

## 基础数据

每股净资产(元,LF) 2.55

资产负债率(% ,LF) 46.58

总股本(百万股) 2,222.80

流通 A 股(百万股) 209.21

## 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广、周新明和徐梓煜的指导。

关键词：#第二曲线

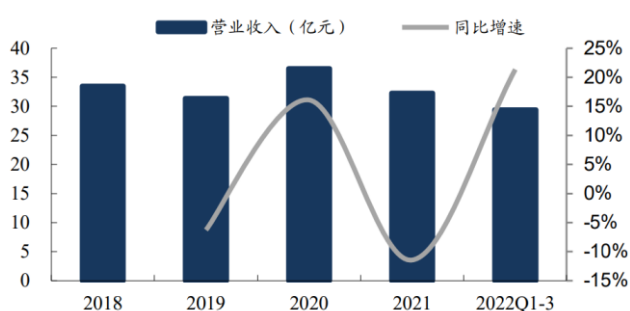
## 投资要点

- **抗生素中间体基本盘稳定，合成生物学业绩弹性释放在即：**川宁生物主要从事发酵类中间体的研发和生产，是抗生素中间体领域规模领先、产品类型齐全、生产工艺较为先进的企业之一。公司产能充沛，且在发酵技术、菌渣处理、成本等方面优势明显，抗生素中间体业务有望提供稳定基本盘。合成生物学业务提供业绩弹性，公司建立上海研究院后，在合成生物学领域加大投入，红没药醇等管线落地在即，未来3年规划至少9个项目，且管线产品丰富。我们预计公司2022-2024年归母净利润CAGR有望达到25%。
- **公司成本、技术、环保等优势领先，是长期发展有力支撑：**公司深耕发酵领域，独创500立方米发酵罐，大幅提升单批产量和效率，且在回收处理和菌渣制肥领域有所建树。成本方面，公司地处伊犁，在原材料、能源、人工、地理等方面成本明显低于内地，且公司与伊犁政府合作的20万亩玉米田项目落地在即，将进一步降低公司成本。环保优势是发酵类企业的基石，公司通过多年研发和投入，形成了多项自主创新环保技术，在三废处理上国内领先，可满足未来长期绿色发展规划。
- **合成生物学团队强大，研发管线丰富，项目落地在即：**合成生物学是发酵类产品未来主流发展方向，在成本、环保等方面优势明显，已在医疗、化学品等多个方向实现量产应用。据CB Insights数据，2019年全球合成生物学市场规模约为53亿美元，2024年将达到189亿美元，2019-2024年CAGR约为28.8%。公司在上海建立合成生物研究院，依托强大的研发团队、4大底盘菌研发平台等，已有十数个项目管线，且部分管线有望短期落地。未来公司依托在合成生物学上的优势，有望打造合成生物学全产业链条。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年总营收分别为36.7/41.8/46.4亿元，同比增速分别14%/14%/11%；归母净利润分别为4.1/5.1/6.5亿元，同比增速分别270%/25%/27%；基于公司1)抗生物业务价格触底有望反弹，且随着放开需求快速恢复；2)红没药醇等合成生物学项目落地在即；3)合成生物学依托4大底盘平台，后续管线丰富；建议投资者积极关注。
- **风险提示：**上游原材料涨价风险，合成生物学项目研发风险，合成生物学项目销售不及预期风险，市场竞争风险，核心技术人员流失风险。

川宁生物于2010年成立，2020年整体变更为股份公司，主要从事发酵技术的研发和产业化，属医药中间体制造企业。公司是抗生素中间体领域规模领先、产品类型齐全、生产工艺较为先进的企业之一，牵头制定抗生素菌渣无害资源化及抗生素残留检测系列国家、团体标准，承担或参与了8项国家及省部级重大科技项目。

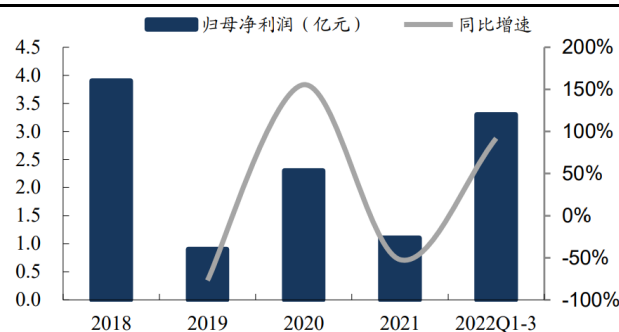
**营收趋势整体向好，有望从疫情中恢复。**2019年抗生素中间体价格普遍同比有所下滑；2020年川宁生物进一步积极扩展市场，销售量和产品市场价格回升；2021年由于生产经营所在地疫情防控政策影响，川宁生物10月基本处于停工状态；2022年抗生素中间体产品价格有所上涨并维持高位；2022Q1-3营收与归母净利润均保持良好恢复，同比增速分别为15.8%和336%。

图1：公司历年营业收入和增速情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

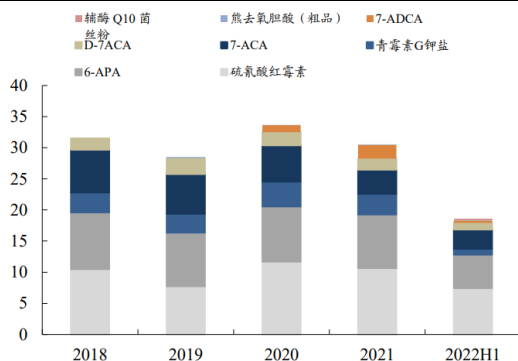
图2：公司历年归母净利润和增速情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

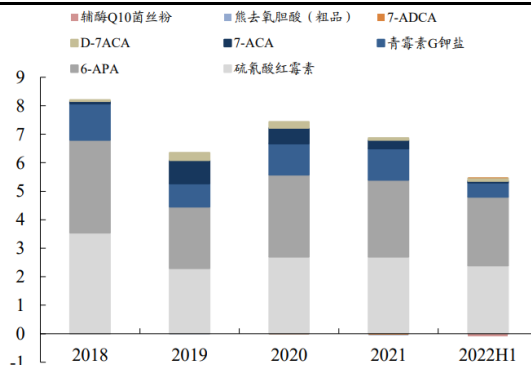
**收入结构稳定，优势产品稳步提升。**从结构来看，硫氰酸红霉素、青霉素类与头孢类中间体在收入结构中占比相对稳定，硫氰酸红霉素占比第一。细分来看，硫氰酸红霉素销售收入呈波动上升趋势，该产品市场需求略大于供给，公司作为国内硫氰酸红霉素主要供应商之一，具有重要的地位。在2019-2022Q2，川宁生物硫氰酸红霉素销售收入与产品市场平均价格变动趋势基本保持一致。青霉素类6-APA的产品销量下降，但是市场价格呈现上涨趋势，业绩总体稳定。青霉素G钾盐的收入呈现先高后低的趋势，主要是由市场供求关系以及疫情停工停产影响。

图3：公司收入拆分情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图4：公司毛利拆分情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

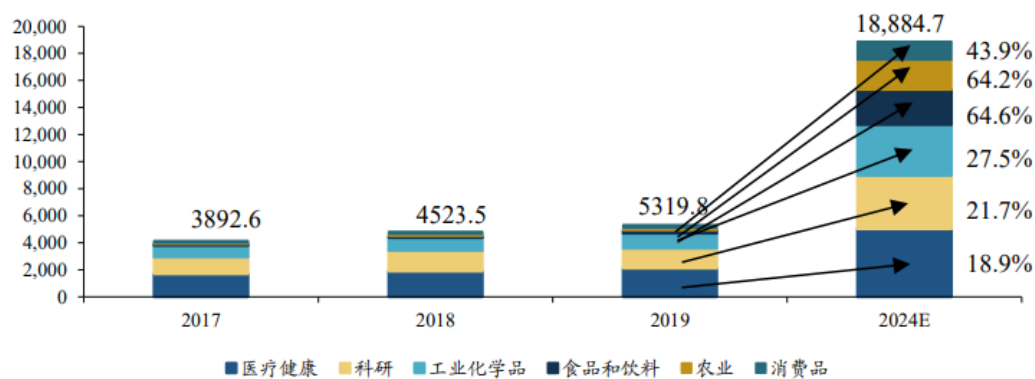
**国内抗生素市场仍在稳定扩展。**随着政府对抗生素药物分级管理等限抗措施的推

行，我国抗生素市场增速在 2017 年出现明显下滑，但仍保持增长趋势。2020 年抗生素行业市场规模达到 1780 亿元，同比增速约 4%。随着我国人口老龄化进程的加快以及全国医保投入的扩大，我国未来几年抗生素行业整体仍将维持较大需求，且随着疫情管控的放开，2023 年院端抗生素有望保持恢复态势。

**公司产品处于核心赛道，且成本、技术、环保等优势领先。** 抗生素中，头孢菌素类、青霉素类抗生素为最重要品种，占到抗生素市场的 70% 以上。公司主要产品 7-ACA、6-APA、青霉素 G 钾盐为 B-内酰胺类中的头孢菌素类、青霉素类抗生素的重要中间体，硫氰酸红霉素为大环内酯类抗生素的主要中间体。**技术方面**，公司深耕发酵领域，独创 500 立方米发酵罐，大幅提升单批产量和效率，且在回收处理和菌渣制肥领域有所建树。**成本方面**，公司地处伊犁，在原材料、能源、人工、地理等方面成本明显低于内地，且公司与伊犁政府合作的 20 万亩玉米田项目落地在即，将进一步降低公司成本。**环保方面**，公司通过多年研发和投入，形成了多项自主创新环保技术，在三废处理上国内领先，可满足未来长期绿色发展规划。

**合成生物学团队强大，研发管线丰富，项目落地在即：**合成生物学是发酵类产品未来发展方向，在成本、环保等方面优势明显，已在医疗、化学品等方向量产。据 CB Insights 数据，2019 年全球合成生物学市场规模约为 53 亿美元，2024 年将达到 189 亿美元，2019-2024 年 CAGR 约为 28.8%。公司在上海建立合成生物学研究院，依托强大的研发团队、4 大底盘菌研发平台等，已有十数个项目管线，且部分管线有望短期落地。

图 5：合成生物学各细分领域市场规模（百万美元）



数据来源：CB Insights，东吴证券（香港）

**投资建议：**我们预计 2022-2024 年总营收分别为 36.7/41.8/46.4 亿元，同比增速分别 14%/14%/11%；归母净利润分别为 4.1/5.1/6.5 亿元，同比增速分别 270%/25%/27%；基于公司 1) 抗生物业务价格触底有望反弹，且随着放开需求快速恢复；2) 红没药醇等合成生物学项目落地在即；3) 合成生物学依托 4 大底盘平台，后续管线丰富；4) 估值低于行业均值；建议投资者积极关注。

**风险提示：**上游原材料涨价风险，合成生物学项目研发风险，合成生物学项目销售不及预期风险，市场竞争风险，核心技术人员流失风险。

川宁生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,216</b>	<b>3,113</b>	<b>4,080</b>	<b>4,525</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,232</b>	<b>3,671</b>	<b>4,175</b>	<b>4,641</b>
现金	511	443	698	1,071	减:营业成本	2,514	2,633	2,983	3,280
应收账款	1,240	1,337	1,484	1,738	营业税金及附加	40	44	52	57
存货	1,453	1,300	1,886	1,687	销售费用	10	55	63	51
其他流动资产	12	33	13	29	管理费用	231	261	296	325
<b>非流动资产</b>	<b>6,245</b>	<b>6,356</b>	<b>6,261</b>	<b>6,189</b>	研发费用	33	40	46	42
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	178	122	118	111
固定资产	5,823	5,853	5,736	5,613	资产减值损失	11	0	0	0
在建工程	96	86	64	50	加:投资净收益	3	2	3	3
无形资产	272	362	407	472	其他收益	4	7	8	8
其他非流动资产	54	54	54	54	资产处置收益	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,462</b>	<b>9,469</b>	<b>10,341</b>	<b>10,714</b>	<b>营业利润</b>	<b>224</b>	<b>526</b>	<b>628</b>	<b>786</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,563</b>	<b>2,160</b>	<b>2,520</b>	<b>2,244</b>	加:营业外净收支	-90	-30	-10	-3
短期借款	1,580	1,430	1,410	1,390	<b>利润总额</b>	<b>134</b>	<b>496</b>	<b>619</b>	<b>783</b>
应付账款	927	682	1,053	790	减:所得税费用	23	86	106	134
其他流动负债	56	48	58	65	减:少数股东损益	0	-2	-1	-1
<b>非流动负债</b>	<b>2,121</b>	<b>2,121</b>	<b>2,121</b>	<b>2,121</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>111</b>	<b>412</b>	<b>513</b>	<b>650</b>
长期借款	2,092	2,092	2,092	2,092	EBIT	773	677	686	822
其他非流动负债	29	29	29	29	EBITDA	1,007	876	927	1,106
<b>负债合计</b>	<b>4,684</b>	<b>4,282</b>	<b>4,642</b>	<b>4,365</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	6	4	3	2	每股收益(元)	0.05	0.19	0.23	0.29
归属母公司股东权益	4,771	5,183	5,696	6,346	每股净资产(元)	2.39	2.33	2.56	2.86
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,462</b>	<b>9,469</b>	<b>10,341</b>	<b>10,714</b>	发行在外股份(百万股)	2223	2223	2223	2223
					ROIC(%)	3.80	6.21	6.87	7.78
					ROE-摊薄(%)	2.33	7.94	9.01	10.24
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	毛利率(%)	22.21	28.29	28.54	29.32
经营活动现金流	803	771	860	994	归母净利率(%)	3.45	11.21	12.30	14.01
投资活动现金流	-48	-558	-458	-476	资产负债率(%)	49.51	45.22	44.88	40.74
筹资活动现金流	-749	-282	-147	-145	收入增长率(%)	-11.44	13.59	13.72	11.16
现金净增加额	-1	-69	255	373	归母净利润增长率(%)	-51.38	269.67	24.70	26.67
折旧和摊销	525	420	546	549	P/E(现价&最新股本摊薄)	99.81	27.00	21.65	17.09
资本开支	-52	-560	-461	-480	P/B(现价)	2.10	2.14	1.95	1.75
营运资本变动	-10	-218	-332	-328					

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告, 报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点; 本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写, 仅供东吴证券国际的客户使用, 本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告, 收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发, 并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源, 但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示), 于法律及/或法规准许情况下, 东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断, 并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外, 本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现, 过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期, 东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设, 任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司  
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong  
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼  
Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)  
公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

