

花园生物 (300401) \ 医药生物

业绩符合我们预期, VD₃全产业链雏形初现

事件:

2022H1实现营收8.01亿元, 同比(调整后, 下同)+50.31%, 归母净利润2.97亿元, 同比-6.99%, 扣非归母净利润2.60亿元, 同比+80.03%。

22Q2单季度归母净利润1.46亿元, 同比-35.95%, 环比-3.49%, 业绩符合我们的预期。

扣非业绩大幅增长主要来自花园药业, 传统VD₃韧性高

公司上半年归母净利润同比略有下滑, 主要由于去年同期计入大额基地搬迁补偿款, 剔除非经常性损益, 公司核心业绩大幅增长, 主要来自于花园药业的缙沙坦氨氯地平片(1)、左氧氟沙星片等药品相继中选带量采购, 花园药业21年全年净利润1.6亿元, 22H1实现净利1.5亿元。

此外, 受饲料需求的疲软, 今年普通VD₃价格一直处在下行通道, 根据博亚和讯的数据, 国产VD₃ (50万IU/g) 22H1均价86元/公斤, 去年同期均价128元/公斤, 同比下降33%, 但公司维生素D₃及D₃类似物毛利率从去年同期的67.58%仅下降至22H1的62.61%, 毛利率降幅远低于价格降幅, 体现出公司长协价格管控能力及全产业链的一体化成本控制能力。

成长路径清晰: 25羟基VD₃和全活性VD₃接力支撑公司长期发展

中短期看, 金西科技园年产1200吨/年25羟基VD₃投产在即, 随着市场渗透率的提升, 公司25羟基VD₃不断放量有望支撑业绩高速增长;

中长期看, 骨化醇类原料药及制剂市场空间大, 根据公司可转债募投项目可研报告的测算, 骨化醇项目预期达产年均利润12.5亿元, 有望奠定公司长期增长的基础。

盈利预测、估值与评级

我们维持此前的盈利预测, 预计公司2022-24年归母净利润分别为5.10、6.45、7.97亿元, 对应增速6.30%、26.42%、23.65%, EPS分别为0.93、1.17、1.45元, 当前股价对应PE分别为20/16/13倍。鉴于公司清晰的成长性, 我们对公司维持目标价23.25元, 维持“买入”评级。

风险提示:

骨化醇类药物生产或市场推广不及预期; 25-羟基VD₃市场推进不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	659	1117	1513	1960	2422
增长率(%)	-8.21%	69.40%	35.48%	29.50%	23.56%
EBITDA(百万元)	336	615	711	899	1110
归母净利润(百万元)	263	480	510	645	797
增长率(%)	-23.42%	82.29%	6.30%	26.42%	23.65%
EPS(元/股)	0.48	0.87	0.93	1.17	1.45
市盈率(P/E)	39.5	21.7	20.4	16.1	13.0
市净率(P/B)	3.6	4.6	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	22.9	12.9	15.1	11.7	9.1

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2022年8月15日收盘价

投资评级:

行业: 化学制药

投资建议: 买入 (维持评级)

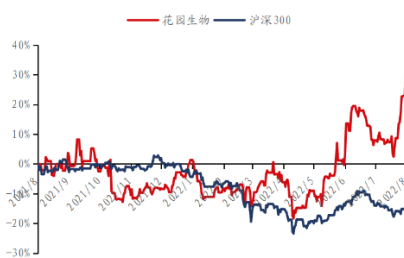
当前价格: 18.86元

目标价格: 23.25元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	551/542
流通A股市值(百万元)	10,226
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	37.62
一年内最高/最低(元)	19.16/11.53

股价相对走势



分析师: 柴沁虎

执业证书编号: S0590522020004

邮箱: chaihq@glsc.com.cn

联系人: 申起昊

邮箱: shenqh@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《花园生物(300401):布局骨化醇类药物,全活性VD₃进入工业化阶段布局骨化醇类药物,全活性VD₃进入工业化阶段》2022.06.17
- 2、《花园生物(300401):突破帝斯曼垄断:高弹性、高成长的VD₃龙头突破帝斯曼垄断:高弹性、高成长的VD₃龙头》2022.05.27

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1161	502	173	342	733	营业收入	659	1117	1513	1960	2422
应收账款+票据	74	90	143	185	229	营业成本	275	350	553	727	894
预付账款	3	35	20	26	32	税金及附加	7	15	19	25	31
存货	320	429	701	921	1132	营业费用	16	183	230	290	351
其他	238	54	76	99	122	管理费用	129	139	196	252	308
流动资产合计	1796	1110	1113	1573	2249	财务费用	3	-14	15	11	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	-1
固定资产	427	641	879	1132	1387	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	991	1475	1650	1570	1398	投资净收益	6	5	7	7	7
无形资产	180	166	163	162	165	其他	51	132	80	81	81
其他非流动资产	175	134	138	141	142	营业利润	286	582	588	743	919
非流动资产合计	1774	2415	2830	3006	3092	营业外净收益	2	3	2	2	2
资产总计	3570	3525	3944	4579	5341	利润总额	288	585	589	745	921
短期借款	240	414	324	224	124	所得税	27	75	71	89	111
应付账款+票据	159	330	313	411	505	净利润	261	510	519	656	811
其他	180	154	233	305	376	少数股东损益	-3	30	9	11	13
流动负债合计	579	898	870	941	1005	归属于母公司净利润	263	480	510	645	797
长期带息负债	0	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	280	280	280	280		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	112	69	69	69	69	成长能力					
非流动负债合计	112	349	349	349	349	营业收入	-8.21%	69.40%	35.48%	29.50%	23.56%
负债合计	691	1247	1219	1290	1354	EBIT	-26.06%	96.25%	5.87%	25.13%	22.60%
少数股东权益	(6)	0	9	19	33	EBITDA	-22.15%	82.83%	15.53%	26.45%	23.49%
股本	551	551	551	551	551	归母净利润	-23.42%	82.29%	6.30%	26.42%	23.65%
资本公积	1031	2	2	2	2	获利能力					
留存收益	1303	1726	2163	2717	3401	毛利率	58.35%	68.66%	63.45%	62.91%	63.09%
股东权益合计	2879	2279	2725	3289	3987	净利率	39.52%	45.65%	34.26%	33.45%	33.47%
负债和股东权益总计	3570	3525	3944	4579	5341	ROE	9.12%	21.06%	18.78%	19.72%	20.16%
现金流量表						ROIC	17.87%	23.48%	22.06%	21.19%	23.52%
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	261	510	519	656	811	资产负债	19.35%	35.36%	30.90%	28.17%	25.36%
折旧摊销	46	44	107	143	183	流动比率	3.1	1.2	1.3	1.7	2.2
财务费用	3	-14	15	11	6	速动比率	2.5	0.7	0.4	0.6	1.0
存货减少	-13	-109	-272	-220	-211	营运能力					
营运资金变动	99	7	-270	-120	-120	应收账款周转率	8.9	12.7	10.7	10.7	10.7
其它	32	65	250	198	189	存货周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
经营活动现金流	427	504	348	667	857	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	-485	-471	-522	-318	-269	每股指标(元)					
长期投资	-100	-590	0	0	0	每股收益	0.5	0.9	0.9	1.2	1.4
其他	-23	-117	22	22	22	每股经营现金流	0.8	0.9	0.6	1.2	1.6
投资活动现金流	-608	-1178	-500	-296	-247	每股净资产	5.2	4.1	4.9	5.9	7.2
债权融资	-15	174	-90	-100	-100	估值比率					
股权融资	72	0	0	0	0	市盈率	39.5	21.7	20.4	16.1	13.0
其他	779	-187	-87	-102	-119	市净率	3.6	4.6	3.8	3.2	2.6
筹资活动现金流	836	-13	-177	-202	-219	EV/EBITDA	22.9	12.9	15.1	11.7	9.1
现金净增加额	653	-688	-329	169	392	EV/EBIT	26.5	13.9	17.7	13.9	10.9

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 8 月 15 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695