

## 花园生物 (300401) \ 医药生物

### —联手巴斯夫，加速开拓高端VD<sub>3</sub>市场

#### 事件：

8月31日，巴斯夫与花园集团签署战略合作意向协议，加强双方在包括原材料供应、市场拓展、产品开发等多个层面的合作，共同为中国及海外市场的多个关键行业客户提供高品质的创新解决方案。

#### ➤ 金西科技园投产在即，联手巴斯夫加速开拓25-羟基VD<sub>3</sub>市场

目前，公司金西科技园25-羟基VD<sub>3</sub>项目已具备试生产条件，待投产后公司将拥有1200吨/年25-羟基VD<sub>3</sub>产能。巴斯夫作为全球老牌化工巨头，2021年全球销售额近786亿欧元，其在营养与护理等领域具有较深的技术和市场积累，公司与巴斯夫签订战略合作协议，有助于加速拓展公司25-羟基VD<sub>3</sub>产品在动物营养和用人用保健品领域的应用。

此前，公司传统战略合作伙伴帝斯曼致力于在动物营养领域用25-羟基VD<sub>3</sub>替代普通VD<sub>3</sub>，并推出人用25-羟基VD<sub>3</sub>保健品。此次签约后，公司下游将同时绑定帝斯曼和巴斯夫两大化工巨头，25-羟基VD<sub>3</sub>在动物营养领域渗透率的提升以及在保健品市场的拓展有望推动公司25-羟基VD<sub>3</sub>产能快速释放，进而有望支撑公司业绩高速增长。

#### ➤ 布局骨化醇类药物，全活性VD<sub>3</sub>打开公司远期成长空间

公司进一步开发了全活性VD<sub>3</sub>作骨化醇类药物，并通过可转债项目启动了产业化进程。全活性VD<sub>3</sub>在骨质疏松症、银屑病、肾透析领域拥有较大的市场空间，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，打开了公司远期成长空间。

#### ➤ 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VD<sub>3</sub>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)	38.2	21.0	19.7	15.6	12.6
市净率(P/B)	3.5	4.4	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	22.9	12.9	14.6	11.3	8.8

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31日收盘价

投资评级：

行业：化学制药

投资建议：买入（维持评级）

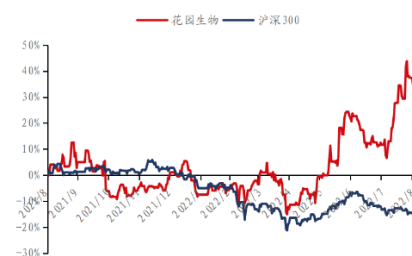
当前价格：18.26元

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)	9,901
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	37.62
一年内最高/最低(元)	20.55/11.53

#### 股价相对走势



分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《花园生物(300401)：业绩符合我们预期，VD<sub>3</sub>全产业链雏形初现业绩符合我们预期，VD<sub>3</sub>全产业链雏形初现》2022.08.16

2、《花园生物(300401)：布局骨化醇类药物，全活性VD<sub>3</sub>进入工业化阶段布局骨化醇类药物，全活性VD<sub>3</sub>进入工业化阶段》2022.06.17

3、《花园生物(300401)：突破帝斯曼垄断：高弹性、高成长的VD<sub>3</sub>龙头突破帝斯曼垄断：高弹性、高成长的VD<sub>3</sub>龙头》2022.05.27

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1161	502	173	342	733
应收账款+票据	74	90	143	185	229
预付账款	3	35	20	26	32
存货	320	429	701	921	1132
其他	238	54	76	99	122
<b>流动资产合计</b>	<b>1796</b>	<b>1110</b>	<b>1113</b>	<b>1573</b>	<b>2249</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	427	641	879	1132	1387
在建工程	991	1475	1650	1570	1398
无形资产	180	166	163	162	165
其他非流动资产	175	134	138	141	142
<b>非流动资产合计</b>	<b>1774</b>	<b>2415</b>	<b>2830</b>	<b>3006</b>	<b>3092</b>
<b>资产总计</b>	<b>3570</b>	<b>3525</b>	<b>3944</b>	<b>4579</b>	<b>5341</b>
短期借款	240	414	324	224	124
应付账款+票据	159	330	313	411	505
其他	180	154	233	305	376
<b>流动负债合计</b>	<b>579</b>	<b>898</b>	<b>870</b>	<b>941</b>	<b>1005</b>
长期带息负债	0	0	0	0	0
长期应付款	0	280	280	280	280
其他	112	69	69	69	69
<b>非流动负债合计</b>	<b>112</b>	<b>349</b>	<b>349</b>	<b>349</b>	<b>349</b>
<b>负债合计</b>	<b>691</b>	<b>1247</b>	<b>1219</b>	<b>1290</b>	<b>1354</b>
少数股东权益	(6)	0	9	19	33
股本	551	551	551	551	551
资本公积	1031	2	2	2	2
留存收益	1303	1726	2163	2717	3401
<b>股东权益合计</b>	<b>2879</b>	<b>2279</b>	<b>2725</b>	<b>3289</b>	<b>3987</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3570</b>	<b>3525</b>	<b>3944</b>	<b>4579</b>	<b>5341</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	261	510	519	656	811
折旧摊销	46	44	107	143	183
财务费用	3	-14	15	11	6
存货减少	-13	-109	-272	-220	-211
营运资金变动	99	7	-270	-120	-120
其它	32	65	250	198	189
<b>经营活动现金流</b>	<b>427</b>	<b>504</b>	<b>348</b>	<b>667</b>	<b>857</b>
资本支出	-485	-471	-522	-318	-269
长期投资	-100	-590	0	0	0
其他	-23	-117	22	22	22
<b>投资活动现金流</b>	<b>-608</b>	<b>-1178</b>	<b>-500</b>	<b>-296</b>	<b>-247</b>
债权融资	-15	174	-90	-100	-100
股权融资	72	0	0	0	0
其他	779	-187	-87	-102	-119
<b>筹资活动现金流</b>	<b>836</b>	<b>-13</b>	<b>-177</b>	<b>-202</b>	<b>-219</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>653</b>	<b>-688</b>	<b>-329</b>	<b>169</b>	<b>392</b>

**利润表**

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>659</b>	<b>1117</b>	<b>1513</b>	<b>1960</b>	<b>2422</b>
营业成本	275	350	553	727	894
税金及附加	7	15	19	25	31
营业费用	16	183	230	290	351
管理费用	129	139	196	252	308
财务费用	3	-14	15	11	6
资产减值损失	0	0	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	5	7	7	7
其他	51	132	80	81	81
<b>营业利润</b>	<b>286</b>	<b>582</b>	<b>588</b>	<b>743</b>	<b>919</b>
营业外净收益	2	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>288</b>	<b>585</b>	<b>589</b>	<b>745</b>	<b>921</b>
所得税	27	75	71	89	111
<b>净利润</b>	<b>261</b>	<b>510</b>	<b>519</b>	<b>656</b>	<b>811</b>
少数股东损益	-3	30	9	11	13
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>263</b>	<b>480</b>	<b>510</b>	<b>645</b>	<b>797</b>

**财务比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-8.21%	69.40%	35.48%	29.50%	23.56%
EBIT	-26.06%	96.25%	5.87%	25.13%	22.60%
EBITDA	-22.15%	82.83%	15.53%	26.45%	23.49%
归母净利润	-23.42%	82.29%	6.30%	26.42%	23.65%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.35%	68.66%	63.45%	62.91%	63.09%
净利率	39.52%	45.65%	34.26%	33.45%	33.47%
ROE	9.12%	21.06%	18.78%	19.72%	20.16%
ROIC	17.87%	23.48%	22.06%	21.19%	23.52%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	19.35%	35.36%	30.90%	28.17%	25.36%
流动比率	3.1	1.2	1.3	1.7	2.2
速动比率	2.5	0.7	0.4	0.6	1.0
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.9	12.7	10.7	10.7	10.7
存货周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.5	0.9	0.9	1.2	1.4
每股经营现金流	0.8	0.9	0.6	1.2	1.6
每股净资产	5.2	4.1	4.9	5.9	7.2
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.2	21.0	19.7	15.6	12.6
市净率	3.5	4.4	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	22.9	12.9	14.6	11.3	8.8
EV/EBIT	26.5	13.9	17.2	13.4	10.5

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 31 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