

花园生物 (300401) \ 医药生物

VD3 跌价业绩短期承压，高壁垒、高成长逻辑不变

事件：

10月21日晚，公司发布前三季度业绩报告，公司前三季度实现营业收入10.78亿元，经业绩调整后同比增长40.38%；实现归母净利润3.54亿元，同比降低4.89%；基本每股收益0.65元/股，同比下降了4.41%。

➤ VD3跌价致盈利承压，盈利能力存反弹预期

2022年Q3公司单季度实现归母净利2.78亿元，经业绩调整后同比增长了8%，环比下降了33%，主要系公司传统产品普通VD3价格大幅下行。2022年Q3国产VD3（50万IU/g）均价为64元/吨，同比下跌了32%，环比下跌了20%。

VD3历史价格弹性较大，08-09年VD3价格从54元/吨反弹至177元/吨；16-17年98元/吨反弹至274元/吨。VD3历史中枢价格为120元/吨，而截至2022年10月20日，VD3价格已跌至57元/吨至近10年新低，偏离中枢价格逾50%，我们预计普通VD3市场经深度清洗后有望迎来强势反弹，并带动公司VD3业务盈利能力大幅提升。

➤ 25-羟基VD3顺利投产，高壁垒、高成长逻辑不变

公司是传统VD3和胆固醇的龙头企业，拥有羊毛脂-NF级胆固醇—VD3/25-羟基VD3全产业链布局。公司25-羟基VD3独特的化学合成技术与NF级胆固醇的规模化生产相辅相成，特有的24-去氢胆固醇提纯技术、全产业链成本优势及有限的NF级胆固醇市场，构筑了25-羟基VD3产业较为坚固的进入壁垒。22年9月金西科技园15.6吨25-羟基VD3结晶已经建成投产，公司产业优势稳固，静待25-羟基VD3下游饲料和保健品市场持续打开。

公司继续向下游布局了全活性VD3做骨化醇类药物，在骨质疏松、银屑病和肾透析领域有较大市场空间，有望进一步打开公司成长上限。

➤ 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%/26%/24%，EPS分别为0.93/1.17/1.45元，3年CAGR为19%，当前股价对应PE分别为16/13/10倍。鉴于公司坚固的进入壁垒和清晰的成长性，我们维持目标价23.25元，维持“买入”评级。

风险提示：25-羟基VD3市场推进不及预期，25-羟基VD3生产技术迭代

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）	31.4	17.2	16.2	12.8	10.4
市净率（P/B）	2.9	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.9	12.9	12.1	9.3	7.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年10月21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：

15.01元

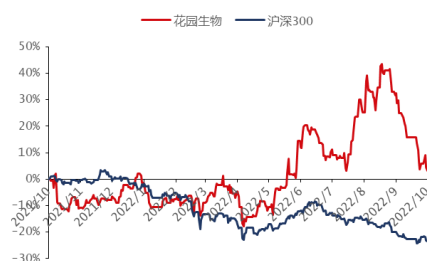
目标价格：

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）	8,139
每股净资产（元）	4.69
资产负债率（%）	36.83
一年内最高/最低（元）	21.05/11.36

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：shenqh@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《花园生物 (300401) \ 医药生物行业—联手巴斯夫，加速开拓高端VD3市场》2022.09.01
- 2、《花园生物 (300401) \ 医药生物行业业绩符合我们预期，VD3全产业链雏形初现》2022.08.16
- 3、《花园生物 (300401) \ 医药生物行业布局骨化醇类药物，全活性VD3进入工业化阶段》2022.06.17

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
流动资产合计	1796	1110	1113	1573	2249
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
非流动资产合计	1774	2415	2830	3006	3092
资产总计	3570	3525	3944	4579	5341
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
流动负债合计	579	898	870	941	1005
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
非流动负债合计	112	349	349	349	349
负债合计	691	1247	1219	1290	1354
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
股东权益合计	2879	2279	2725	3289	3987
负债和股东权益总计	3570	3525	3944	4579	5341

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
经营活动现金流	427	504	348	667	857
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
投资活动现金流	-608	-1178	-500	-296	-247
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
筹资活动现金流	836	-13	-177	-202	-219
现金净增加额	653	-688	-329	169	392

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	659	1117	1513	1960	2422
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
营业利润	286	582	588	743	919
营业外净收益	2	3	2	2	2
利润总额	288	585	589	745	921
所得税	27	75	71	89	111
净利润	261	510	519	656	811
少数股东损益	-3	30	9	11	13
归属于母公司净利润	263	480	510	645	797

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	31.4	17.2	16.2	12.8	10.4
市净率	2.9	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.9	12.9	12.1	9.3	7.2
EV/EBIT	26.5	13.9	14.2	11.1	8.6

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取2022年10月21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外大街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