

# 营收高增长，“一纵一横”打开成长空间

 证券研究报告

## 投资评级：增持(首次)

### 基本数据 2022-08-16

收盘价(元)	18.84
流通股本(亿股)	5.42
每股净资产(元)	4.49
总股本(亿股)	5.51

### 最近 12 月市场表现



### 分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

### 联系人 邹一瑜

zouyy@ctsec.com

### 相关报告

## 核心观点

- ▶ **事件：**近日，公司发布 2022 中报，实现营业收入 8.00 亿元(+50.31%)；实现净利润 2.97 亿元(-6.99%)；实现扣非净利润 2.60 亿元(+80.03%)。
- ▶ **花园药业营收高增长，销售费用增长影响净利率：**公司营收与扣非净利润大幅增长，主要系公司去年收购的花园药业本期营收同比增加 2.53 亿元，同时因披露要求，花园药业上年同期净利润 0.84 亿元全额计入非经损益，如剔除此影响，扣非净利同比增长 13.91%；净利润增速略有下滑的原因主要系花园药业市场推广费用增长致销售费用率上升 16.56pct 至 21.23%，以及本期杭州下沙子公司搬迁收益较上年同期减少 0.75 亿元。
- ▶ **VD3 价格已进入底部区间，成本优势明显盈利稳定：**公司 VD3 及 D3 类似物业务上半年营收同比减少 10.13%，毛利率同比下滑 4.97pct，主要是由于上半年国内养殖盈利水平低，饲料消费低迷；且 2021 年四季度出口超买，海外客户消化库存为主，饲料级 VD3 价格下跌，进入底部区间。公司作为全球唯一 VD3 全产业链的厂家，配套全球最大的核心原材料 NF 级胆固醇产能，成本优势明显，盈利稳定，虽毛利率有所下滑，但仍达到 60.83%。
- ▶ **携手巨头共享产业链升级，“一纵一横”打开成长空间：**公司是全球唯二可以规模化生产 25-羟基 VD3 的厂家。公司生产工艺流程简单、收率高、成本低，并与 DSM 签订十年长单。随着 DSM 推动在饲料添加剂中用 25-羟基 VD3 替代 VD3，渗透率的提升以及公司金西科技园产能逐步释放，公司业绩有望快速增长。公司施行“一纵一横”发展新战略，横向拓宽维生素领域的布局，纵向推动全活性 VD3 项目的产业化落地，将为公司打开成长空间。
- ▶ **盈利预测与估值：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.24、6.96、8.80 亿元，同比增长 9.21%、32.84%、26.40%，对应 PE 分别为 19.81、14.91 和 11.80 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**产能释放不及预期；25-羟基 VD3 推广不及预期；行业竞争加剧风险；宏观经济下行风险。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	659	1117	1499	1997	2486
收入增长率(%)	-8.21	69.40	34.16	33.26	24.45
归母净利润(百万元)	263	480	524	696	880
净利润增长率(%)	-23.42	82.29	9.21	32.84	26.40
EPS(元/股)	0.52	0.88	0.95	1.26	1.60
PE	30.58	16.34	19.81	14.91	11.80
ROE(%)	9.12	21.06	18.70	19.89	20.09
PB	3.04	3.48	3.70	2.97	2.37

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>659</b>	<b>1117</b>	<b>1499</b>	<b>1997</b>	<b>2486</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	275	350	509	677	837	营业收入增长率	-8%	69%	34%	33%	24%
营业税费	7	15	18	24	30	营业利润增长率	-28%	104%	3%	33%	26%
销售费用	16	183	240	310	377	净利润增长率	-23%	82%	9%	33%	26%
管理费用	84	79	103	137	170	EBITDA 增长率	-22%	61%	11%	33%	25%
研发费用	45	59	82	110	137	EBIT 增长率	-26%	72%	12%	36%	26%
财务费用	3	-14	10	8	8	NOPLAT 增长率	-22%	65%	14%	36%	26%
资产减值损失	0	0	0	0	0	投资资本增长率	56%	-14%	20%	22%	23%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	65%	-21%	23%	25%	25%
投资和汇兑收益	6	5	4	6	7	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>286</b>	<b>582</b>	<b>600</b>	<b>798</b>	<b>1010</b>	毛利率	58%	69%	66%	66%	66%
加:营业外净收支	2	3	3	3	3	营业利润率	43%	52%	40%	40%	41%
<b>利润总额</b>	<b>288</b>	<b>585</b>	<b>603</b>	<b>801</b>	<b>1013</b>	净利润率	40%	46%	36%	36%	36%
减:所得税	27	75	68	91	115	EBITDA/营业收入	50%	48%	39%	39%	39%
<b>净利润</b>	<b>263</b>	<b>480</b>	<b>524</b>	<b>696</b>	<b>880</b>	EBIT/营业收入	43%	44%	36%	37%	38%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1161	502	1037	1754	2660	固定资产周转天数	236	209	146	101	75
交易性金融资产	200	0	0	0	0	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>164</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>35</b>
应收帐款	72	88	117	156	191	流动资产周转天数	994	363	443	501	567
应收票据	0	2	0	0	0	应收帐款周转天数	40	29	29	29	28
预付帐款	3	35	25	34	42	存货周转天数	425	447	420	400	400
存货	320	429	586	741	917	总资产周转天数	1976	1152	1021	926	903
其他流动资产	37	53	53	53	53	投资资本周转天数	1727	880	786	720	710
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	9%	21%	19%	20%	20%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROA	7%	14%	13%	14%	14%
投资性房地产	51	51	51	51	51	ROIC	8%	16%	15%	17%	17%
固定资产	427	640	598	555	512	<b>费用率</b>					
在建工程	991	1475	1475	1475	1475	销售费用率	2%	16%	16%	16%	15%
无形资产	180	166	166	166	166	管理费用率	13%	7%	7%	7%	7%
其他非流动资产	96	55	55	55	55	财务费用率	0%	-1%	1%	0%	0%
<b>资产总额</b>	<b>3570</b>	<b>3525</b>	<b>4192</b>	<b>5068</b>	<b>6150</b>	三费/营业收入	16%	22%	24%	23%	22%
短期债务	240	414	414	414	414	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	159	320	419	556	688	资产负债率	19%	35%	33%	30%	28%
应付票据	0	10	7	9	11	负债权益比	24%	55%	49%	44%	39%
其他流动负债	2	5	5	5	5	流动比率	3.10	1.24	1.77	2.29	2.80
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	2.55	0.72	1.17	1.64	2.10
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	16.75	45.02	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>691</b>	<b>1247</b>	<b>1378</b>	<b>1545</b>	<b>1729</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>43</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	551	551	551	551	551	分红比率					
留存收益	1403	1826	2350	3046	3926	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>2879</b>	<b>2279</b>	<b>2813</b>	<b>3524</b>	<b>4422</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.52	0.88	0.95	1.26	1.60
净利润	261	510	535	710	898	BVPS(元)	5.24	4.14	5.09	6.35	7.95
加:折旧和摊销	46	45	43	43	43	PE(X)	30.58	16.34	19.81	14.91	11.80
资产减值准备	0	0	0	0	0	PB(X)	3.04	3.48	3.70	2.97	2.37
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	19	12	0	0	0	P/S	13.29	7.09	6.93	5.20	4.18
投资收益	-6	-5	-4	-6	-7	EV/EBITDA	23.84	14.75	16.58	11.55	8.32
少数股东损益	0	0	11	14	18	CAGR(%)					
营运资金的变动	123	8	-42	-36	-34	PEG	—	0.20	2.15	0.45	0.45
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>427</b>	<b>504</b>	<b>528</b>	<b>708</b>	<b>896</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-608</b>	<b>-1178</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>836</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。