

花园生物 (300401.SZ)

短期扰动不改长期成长，静待新品放量

事件：公司发布2022年三季报，报告期内公司实现营收10.78亿元，同比+40.38%，归母净利润3.54亿元，同比-4.89%，折合EPS 0.65元/股，加权平均ROE 14.74%，其中Q3单季度实现营收2.78亿元，同比+17.93%，归母净利润0.57亿元，同比+7.85%，环比-60.96%。

维生素D3价格下跌，单季度业绩环比下滑，公司业绩短期承压。公司传统业务维生素D3三季度均价6.1万元/吨，环比二季度下滑24.21%，25-羟基VD3发货延迟等因素导致三季度业绩环比下滑。目前VD3价格5.7万/吨，处于2007年以来历史价格分位数的3%，行业大部分企业处于亏损，部分厂家进入减产或停产状态，我们预计VD3价格下跌空间有限，行业亏损状态不可长期持续，未来价格修复至合理水平概率大。目前价格下公司仍能凭借一体化优势较其他企业保持较好的盈利，我们预计四季度公司业绩环比有所改善。

大单品25-羟基VD3已经投产，多品类维生素稳步推进，未来具备较大业绩弹性。公司推出的重磅产品25-羟基VD3，技术壁垒高，附加值大，下游主要用于饲料添加量，由于添加量低，加上较VD3更好的效价比，下游接受度高，25-羟基VD3产能已从100吨扩产至1200吨。公司VA、VE等多品类维生素项目在稳步推进中，明后年仍具备较高增长动能。

布局全活性VD3，骨质疏松药市场未来有力竞争者。国内骨质疏松药物市场300亿元，其中活性VD3类骨质疏松药，由于原料药研发难度大，目前全球尚未有企业量产，公司拟发行转债项目布局骨化醇类原料药及其制剂产品，依托自身原料药全产业链和花园药业制剂优势，公司未来有望实成为骨质疏松药物领域的有力竞争者。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2022~2024年归母净利润为5.04/6.65/8.58亿元，折合EPS分别为0.92、1.21、1.56元，目前股价对应PE估值分别为16X/12X/10X倍，继续推荐。

风险提示：新项目投产进度不及预期、产品价格大幅波动、下游需求增速放缓。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	615	1,117	1,403	1,994	2,824
增长率yoy(%)	-14.4	81.7	25.6	42.1	41.6
归母净利润(百万元)	272	480	504	665	858
增长率yoy(%)	-20.8	76.2	5.1	31.9	29.1
EPS最新摊薄(元/股)	0.49	0.87	0.92	1.21	1.56
净资产收益率(%)	9.4	22.4	18.3	19.7	20.5
P/E(倍)	30.4	17.2	16.4	12.4	9.6
P/B(倍)	2.8	3.6	3.0	2.4	1.9

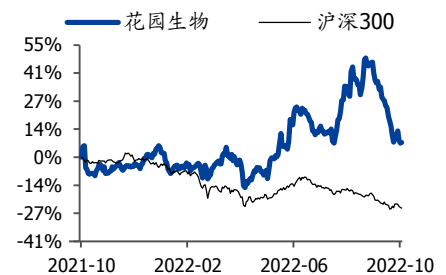
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年10月21日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10月21日收盘价(元)	15.01
总市值(百万元)	8,270.62
总股本(百万股)	551.01
其中自由流通股(%)	98.41
30日日均成交量(百万股)	16.35

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号：S0680520090001

邮箱：dupeng@gszq.com

相关研究

- 《花园生物(300401.SZ)：布局全活性VD3，打造国际一流综合营养品供应商》2022-08-15
- 《花园生物(300401.SZ)：全年业绩符合预期，看好公司“一纵一横”产业布局》2022-03-30
- 《花园生物(300401.SZ)：收购花园药业加速产业整合，打开中长期成长空间》2021-10-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1772	1110	1122	1663	1445
现金	1159	502	909	699	566
应收票据及应收账款	64	90	85	137	161
其他应收款	1	0	2	1	3
预付账款	2	35	12	55	39
存货	307	429	61	718	622
其他流动资产	239	53	53	53	53
非流动资产	1653	2415	2764	3528	4693
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	362	640	1099	1712	2497
无形资产	170	182	201	219	225
其他非流动资产	1121	1592	1463	1598	1971
资产总计	3425	3525	3886	5191	6137
流动负债	405	898	746	1406	1496
短期借款	200	414	600	800	950
应付票据及应付账款	145	330	38	407	359
其他流动负债	59	154	108	199	187
非流动负债	111	349	349	349	349
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	349	349	349	349
负债合计	515	1247	1095	1755	1845
少数股东权益	0	0	8	20	40
股本	551	551	551	551	551
资本公积	982	2	2	2	2
留存收益	1477	1826	2285	2910	3703
归属母公司股东权益	2910	2279	2783	3416	4252
负债和股东权益	3425	3525	3886	5191	6137

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	417	504	653	530	1133
净利润	272	510	512	678	879
折旧摊销	39	44	69	114	173
财务费用	-5	-14	24	38	62
投资损失	-6	-5	-10	-8	-7
营运资金变动	76	7	58	-291	25
其他经营现金流	40	-39	0	0	0
投资活动现金流	-593	-1178	-408	-870	-1331
资本支出	579	707	349	765	1165
长期投资	-100	200	0	0	0
其他投资现金流	-114	-270	-59	-106	-166
筹资活动现金流	832	-13	162	130	65
短期借款	-55	214	186	200	150
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	72	0	0	0	0
资本公积增加	823	-980	0	0	0
其他筹资现金流	-8	753	-24	-70	-85
现金净增加额	653	-688	407	-210	-133

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	615	1117	1403	1994	2824
营业成本	244	350	368	623	1072
营业税金及附加	6	15	17	24	34
营业费用	10	183	281	339	367
管理费用	72	79	84	120	169
研发费用	30	59	63	90	127
财务费用	-5	-14	24	38	62
资产减值损失	0	0	1	2	3
其他收益	49	57	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	5	10	8	7
资产处置收益	0	76	0	0	0
营业利润	313	582	590	781	1012
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	315	585	592	783	1014
所得税	43	75	80	105	135
净利润	272	510	512	678	879
少数股东损益	0	30	8	13	20
归属母公司净利润	272	480	504	665	858
EBITDA	332	639	670	915	1221
EPS (元)	0.49	0.87	0.92	1.21	1.56

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-14.4	81.7	25.6	42.1	41.6
营业利润(%)	-21.4	85.8	1.5	32.3	29.5
归属于母公司净利润(%)	-20.8	76.2	5.1	31.9	29.1
获利能力					
毛利率(%)	60.4	68.7	73.8	68.7	62.0
净利率(%)	44.3	43.0	35.9	33.4	30.4
ROE(%)	9.4	22.4	18.3	19.7	20.5
ROIC(%)	7.8	17.1	13.9	15.2	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	15.0	35.4	28.2	33.8	30.1
净负债比率(%)	-29.1	11.5	1.4	13.1	17.1
流动比率	4.4	1.2	1.5	1.2	1.0
速动比率	3.5	0.7	1.3	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	9.6	14.5	16.0	18.0	19.0
应付账款周转率	2.7	1.5	2.0	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.87	0.92	1.21	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.91	1.18	0.96	2.06
每股净资产(最新摊薄)	5.28	4.14	5.05	6.20	7.72
估值比率					
P/E	30.4	17.2	16.4	12.4	9.6
P/B	2.8	3.6	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	21.8	13.3	12.4	9.6	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com