

花园生物 (300401)

公司研究/点评报告

政策优化行业格局，一体化产业链优势初显

—花园生物 (300401) 公司事件点评

点评报告/医药

2020 年 12 月 18 日

一、事件概述

2020 年 12 月 13 日~14 日，公司作为战略合作伙伴，参与组织了“2020 年中国维生素产业发展高层论坛”，本届论坛的主题是“维生素产业格局中的危与机”。

二、分析与判断

➤ 行业格局分化，公司稳坐龙头地位

目前全球维生素 D₃ 产能约 14600 吨/年，2019 年中国维生素 D₃ 产量为 5650 吨，公司 2019 年维生素 D₃ 产量为 2000 吨。据博亚和讯，目前维生素 D₃ 多方供应格局仍然存在，但花园生物对市场主导力量仍然较大。公司始终围绕“打造完整的 VD₃ 上下游产业链”的发展战略进行产品的研发、生产和销售，已确立了在 VD₃ 领域的核心竞争优势。

➤ VD₃ 上下游产业链已基本打通，未来产能进一步释放

近年来，公司三大主要产品运营情况良好，发展势头良好。2017 年-2019 年，公司营收从 4.2 亿元增长至 7.18 亿元，复合增长率为 30.80%，整体看来公司战略布局效果初显，有持续增长的潜力。公司目前在建产能包括了“年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目”、“年产 1200 吨 25-羟基维生素 D₃ 项目”及“年产 3600 吨饲料级 VD₃ 及 540 吨食品级 VD₃ 粉项目”等 11 个项目，预计明年二、三季度落地，全部投产后均可被市场消化，进一步拉动公司业绩。

➤ 新国标优化竞争格局，下游迎来需求拐点

2020 年 7 月 1 日起国内开始实施 VD₃ 新标准，规定 VD₃ 油起始原料为羊毛脂胆固醇，限制脑干胆固醇在国内的使用。公司作为目前国内唯一规模化生产的羊毛脂胆固醇生产企业，未来盈利能力将进一步增强。同时，国内生猪产能正快速恢复，2019 年 Q4 以来，我国生猪存栏量、能繁母猪存栏量连续四个季度环比增长，预计 12 月后期生猪养殖继续释放产能，将进一步刺激饲料行业对维生素 D₃ 的需求。

三、投资建议

2020 年受疫情影响，公司业绩有所下降，随着明年新增产能落地投产，其中 25-羟基维生素 D₃ 系列产品有望大幅增厚公司业绩。预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.61、0.80 和 1.15 元，对应 PE 分别为 25、19 和 13 倍。参考维生素板块当前平均 42 倍 PE 水平，考虑公司三大核心业务稳步提升，下游需求迎来拐点，业绩增长有保障，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

新冠疫情反复；扩产投产进度不达预期；下游需求不达预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	718	699	847	1,231
增长率（%）	8.8%	-2.7%	21.2%	45.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	344	336	440	631
增长率（%）	11.8%	-2.2%	31.1%	43.3%
每股收益（元）	0.62	0.61	0.80	1.15
PE（现价）	24.10	24.65	18.80	13.12
PB	3.94	2.77	2.42	2.04

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 15.03 元

交易数据

2020-12-17

近 12 个月最高/最低(元)	17.84/11.03
总股本（百万股）	551
流通股本（百万股）	459
流通股比例（%）	83.30
总市值（亿元）	83
流通市值（亿元）	69

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：方驭涛

执业证号： S0100519070001

电话： 021-60876718

邮箱： fangyutao@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	718	699	847	1,231
营业成本	218	215	260	375
营业税金及附加	11	10	13	18
销售费用	16	19	22	31
管理费用	57	62	69	103
研发费用	43	38	48	69
EBIT	374	353	435	635
财务费用	-5	-17	-51	-64
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	12	11	17	22
营业利润	399	390	511	732
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	399	390	511	732
所得税	55	54	70	101
净利润	344	336	440	631
归属于母公司净利润	344	336	440	631
EBITDA	413	385	466	666
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	506	1,508	1,896	2,379
应收账款及票据	64	95	109	145
预付款项	3	11	11	13
存货	307	267	332	492
其他流动资产	132	132	132	133
流动资产合计	1,013	2,012	2,481	3,162
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	387	382	370	361
无形资产	171	171	171	171
非流动资产合计	1,067	1,062	1,050	1,041
资产合计	2,080	3,074	3,530	4,204
短期借款	255	0	0	0
应付账款及票据	39	39	47	68
其他流动负债	39	42	51	72
流动负债合计	333	82	98	140
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	337	85	101	143
股本	479	551	551	551
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,743	2,988	3,429	4,060
负债和股东权益合计	2,080	3,074	3,530	4,204

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	8.8%	-2.7%	21.2%	45.4%
EBIT 增长率	11.0%	-5.6%	23.0%	45.9%
净利润增长率	11.8%	-2.2%	31.1%	43.3%
盈利能力				
毛利率	69.7%	69.2%	69.3%	69.5%
净利率	47.8%	48.1%	52.0%	51.3%
总资产收益率 ROA	16.5%	10.9%	12.5%	15.0%
净资产收益率 ROE	19.7%	11.2%	12.8%	15.5%
偿债能力				
流动比率	3.04	24.60	25.39	22.66
速动比率	2.11	21.21	21.88	19.04
现金比率	1.52	18.43	19.41	17.05
资产负债率	16.2%	2.8%	2.9%	3.4%
经营效率				
应收账款周转天数	32.05	47.83	45.06	41.65
存货周转天数	514.81	453.70	466.96	478.49
总资产周转率	0.35	0.23	0.24	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.61	0.80	1.15
每股净资产	3.16	5.42	6.22	7.37
每股经营现金流	0.67	0.68	0.71	0.88
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.10	24.65	18.80	13.12
PB	3.94	2.77	2.42	2.04
EV/EBITDA	13.83	17.59	13.69	8.86
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	344	336	440	631
折旧和摊销	39	32	31	31
营运资金变动	-12	6	-64	-157
经营活动现金流	367	375	391	485
资本开支	-443	-26	-19	-23
投资	298	0	0	0
投资活动现金流	-133	-15	-3	-1
股权募资	0	72	0	0
债务募资	255	-255	0	0
筹资活动现金流	86	642	0	0
现金净流量	321	1,002	388	483

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

方驭涛，民生证券有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

2020 年上半年，公司三大主要产品运营情况良好：胆固醇满负荷生产，产品供不应求；25-羟基维生素 D₃ 原按订单生产，产销量稳中有升；受新冠疫情影响，饲料级维生素 D₃ 整体销量及价格均同比下降，但食品医药级维生素 D₃ 产销量大幅增长，市场份额逐渐扩大。