

# 花园生物(300401)

## VD3 主业景气持续低迷，业绩不及预期

**事件：**公司发布三季度业绩报告，2023 年前三季度实现营收约 8.98 亿元，同比减少 17%；实现归母净利润约 1.49 亿元，同比减少 58%。

单季度看，2023 年第三季度公司实现营业收入 2.41 亿元，同比下降 13%，环比下降 29%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比下降 44%，环比下降 51%；实现扣非后归母净利润 0.27 亿元，同比下降 50%，环比下降 56%。

### VD3 景气持续低迷，盈利能力不达预期

公司三季报业绩大幅下行，我们认为主要受公司 VD3 主业景气低迷所致。根据博亚和讯数据，2023 年三季度 VD3 (50 万 IU/g) 均价为 5.81 万元/吨，同比下降 9.2%，环比下降了 1.1%，跌幅不算剧烈，但价格相较于 2018 年 9 月高点 48.9 元/吨跌去了 88%，2020 年 6 月底的 27.8 万元/吨跌去了 79%，目前价格基本处于历史低谷，行业产能出清历程较长，VD3 价格持续低迷，公司作为 VD3 产业龙头盈利能力受损于 VD3 行业萎靡。

### 短期费用负担沉重，高壁垒、高成长逻辑仍存

公司收购花园药业以来，受集采等因素影响，花园药业盈利能力有所下滑，此也为公司业绩下滑的重要原因之一。费用上，公司金西科技园项目投产后带来了一定的折旧负担，公司为推进“一纵一横”发展战略，加大了研发投入，可转债也带来了额外的财务成本，叠加 VD3 主业和花园药业营收下滑放大了费用负担，2021-2023 年的三季报公司期间综合费用率分别为 13%、33%、42%，短期费用负担较重。

但公司 VD3 主业长期高壁垒、高成长逻辑仍存，公司拥有羊毛脂-NF 级胆固醇-VD3/25-羟基 VD3 全产业链布局，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，产业优势稳固，只待 25-羟基 VD3 下游饲料和保健品市场持续打开。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 13/21/30 亿元 (23-24 年前值为 20/24 亿元)，同比增速分别为 -9%/65%/43%，归母净利润分别为 2.6/4.6/5.9 亿元 (23-24 年前值为 6.45/7.97 亿)，同比增速分别为 -32%/74%/29%，EPS 分别为 0.47/0.83/1.07 元/股，3 年 CAGR 为 15%。公司拥有 VD3 全产业链布局，有较为坚固的进入壁垒和清晰的成长路径，但鉴于活性 VD3 业务兑现较慢且公司主业景气低迷，同时考虑到当下市场风格，我们下调公司 24 年目标价至 11.5 元，下调为“持有”评级。

**风险提示：**VD3 市场持续低迷，25-羟基 VD3 市场推进不及预期，25-羟基 VD3 生产技术迭代，公司治理的信息不对称问题

行业：医药生物/化学制药  
投资评级：持有(下调)  
当前价格：10.39 元  
目标价格：11.50 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	551.01/542.22
流通 A 股市值(百万元)	5,633.71
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	46.00
一年内最高/最低(元)	17.19/10.35

### 股价相对走势



### 作者

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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1117	1418	1293	2134	3043
增长率(%)	69.40%	26.89%	-8.79%	65.02%	42.62%
EBITDA(百万元)	620	502	569	873	1074
归母净利润(百万元)	484	384	262	455	588
增长率(%)	83.79%	-20.68%	-31.80%	74.00%	29.21%
EPS(元/股)	0.88	0.70	0.47	0.83	1.07
市盈率(P/E)	11.8	14.9	21.9	12.6	9.7
市净率(P/B)	2.5	2.2	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.8	16.0	10.4	6.7	5.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价

### 相关报告

1、《花园生物(300401)：VD3 跌价业绩短期承压，高壁垒、高成长逻辑不变》2022.10.22

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	502	555	129	213	373	营业收入	1117	1418	1293	2134	3043
应收账款+票据	90	170	135	223	318	营业成本	346	481	531	937	1490
预付账款	35	58	33	54	78	营业税金及附加	15	16	15	25	36
存货	430	546	628	1106	1760	营业费用	183	337	306	427	548
其他	54	58	63	104	149	管理费用	139	183	207	277	335
<b>流动资产合计</b>	<b>1111</b>	<b>1387</b>	<b>988</b>	<b>1701</b>	<b>2677</b>	财务费用	-14	-1	0	0	0
长期股权投资	0	0	5	9	14	资产减值损失	0	0	-23	-38	-55
固定资产	640	1760	2111	2629	2761	公允价值变动收益	0	-3	0	0	0
在建工程	1479	672	586	250	250	投资净收益	5	1	4	4	4
无形资产	166	166	142	117	91	其他	132	37	74	74	74
其他非流动资产	134	147	134	121	107	<b>营业利润</b>	<b>586</b>	<b>436</b>	<b>288</b>	<b>508</b>	<b>658</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2419</b>	<b>2745</b>	<b>2978</b>	<b>3126</b>	<b>3224</b>	营业外净收益	3	6	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>3530</b>	<b>4132</b>	<b>3966</b>	<b>4827</b>	<b>5901</b>	<b>利润总额</b>	<b>589</b>	<b>442</b>	<b>297</b>	<b>516</b>	<b>667</b>
短期借款	414	532	193	139	0	所得税	75	59	35	61	79
应付账款+票据	330	443	434	766	1218	<b>净利润</b>	<b>514</b>	<b>384</b>	<b>262</b>	<b>455</b>	<b>588</b>
其他	154	334	309	532	827	少数股东损益	30	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>898</b>	<b>1309</b>	<b>936</b>	<b>1437</b>	<b>2045</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>484</b>	<b>384</b>	<b>262</b>	<b>455</b>	<b>588</b>
长期带息负债	0	0	0	0	0	<b>财务比率</b>					
长期应付款	280	187	187	187	187		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	69	64	64	64	64	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>349</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	营业收入	69.40%	26.89%	-8.79%	65.02%	42.62%
<b>负债合计</b>	<b>1247</b>	<b>1560</b>	<b>1186</b>	<b>1688</b>	<b>2295</b>	EBIT	97.84%	-23.25%	-32.78%	74.00%	29.21%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	84.20%	-18.94%	13.22%	53.44%	23.10%
股本	551	551	551	551	551	归属于母公司净利润	83.79%	-20.68%	-31.80%	74.00%	29.21%
资本公积	2	-36	-36	-36	-36	<b>获利能力</b>					
留存收益	1730	2058	2265	2625	3091	毛利率	69.07%	66.05%	58.90%	56.10%	51.04%
<b>股东权益合计</b>	<b>2283</b>	<b>2572</b>	<b>2779</b>	<b>3140</b>	<b>3606</b>	净利率	46.01%	27.07%	20.24%	21.34%	19.33%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3530</b>	<b>4132</b>	<b>3966</b>	<b>4827</b>	<b>5901</b>	ROE	21.19%	14.92%	9.42%	14.50%	16.32%
<b>现金流量表</b>						ROIC	23.70%	15.81%	8.40%	14.12%	16.86%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	514	384	262	455	588	资产负债率	35.33%	37.75%	29.92%	34.96%	38.90%
折旧摊销	44	61	272	356	407	流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
财务费用	-14	-1	0	0	0	速动比率	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
存货减少(增加为“-”)	-110	-116	-82	-479	-653	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	12	-72	-61	-74	-69	应收账款周转率	12.7	8.4	9.6	9.6	9.6
其它	66	122	52	449	623	存货周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>512</b>	<b>377</b>	<b>443</b>	<b>707</b>	<b>896</b>	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
资本支出	-479	-478	-500	-500	-500	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-590	-1	1	1	1	每股收益	0.9	0.7	0.5	0.8	1.1
其他	-117	108	25	25	25	每股经营现金流	0.9	0.7	0.8	1.3	1.6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1186</b>	<b>-372</b>	<b>-475</b>	<b>-475</b>	<b>-475</b>	每股净资产	4.1	4.7	5.0	5.7	6.5
债权融资	174	118	-339	-54	-139	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	11.8	14.9	21.9	12.6	9.7
其他	-187	-74	-55	-95	-123	市净率	2.5	2.2	2.1	1.8	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-13</b>	<b>44</b>	<b>-394</b>	<b>-148</b>	<b>-262</b>	EV/EBITDA	12.8	16.0	10.4	6.7	5.3
<b>现金净增加额</b>	<b>-688</b>	<b>51</b>	<b>-426</b>	<b>84</b>	<b>160</b>	EV/EBIT	13.8	18.2	19.9	11.4	8.5

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年10月20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

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼