

花园生物(300401)

降本成效显著，VD3 产业链景气低迷但高壁垒仍存

事件：公司发布 2023 年报及 2024 年一季报，23 年公司实现营业收入 10.9 亿元，同比减少 23%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比减少 50%；扣非后归母净利润 1.48 亿元，同比减少 58%。

24 年 Q1，公司实现营业收入 3.3 亿元，同比增长 4.2%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比增长 76%；实现扣非后归母净利润 0.6 亿元，同比增长 41%。

景气低迷及费用提升拖累业绩，24 年一季报降本成效显著

23 年公司业绩下滑明显，主要是公司 VD3 主业景气低迷，及医药产品价格下跌致花园药业盈利能力下滑所致。根据博亚和讯数据，2023 年 VD3（50 万 IU/g）均价同比 22 年下跌了 22%至 5.6 万元/吨。并且，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，费用负担显著加重。

24 年 Q1 公司实现了同比大幅增长，归母净利润中有 3138 万元由无形资产处置受益贡献，扣非归母净利润同比增长了约 1784 万元，主要是销售和管理费用减少贡献。VD3 主业不温不火，24 年以来价格维持在 5.65 万元/吨。

布局合成生物项目，可转债项目持续推进

公司成立了生物工程公司，开展生物合成项目建设，并持续加大研发投入，完成化学合成和生物合成双布局。公司可转债募投项目中年产 5000 吨 VB6 项目和年产 200 吨生物素项目争取 24 年底前投产，骨化醇类原料药和制剂项目进入实施阶段。花园药业也将进一步拓展终端医院，拓宽销售渠道。

VD3 主业高壁垒、高成长逻辑仍存

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 2024-26 年营业收入分别为 16/26/34 亿元，同比增速分别为 45%/64%/30%，归母净利润分别为 4.1/6.0/7.9 亿元，同比增速分别为 113%/45%/33%，EPS 分别为 0.76/1.10/1.46 元/股，3 年 CAGR 为 60%。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。我们维持公司 24 年目标价 11.5 元，维持“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（维持）
当前价格：10.99 元
目标价格：11.50 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	541.70/532.92
流通 A 股市值(百万元)	5,856.77
每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	45.56
一年内最高/最低(元)	13.47/7.58

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
联系人：李绍程
邮箱：lishch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1418	1095	1582	2598	3365
增长率(%)	26.89%	-22.78%	44.55%	64.16%	29.53%
EBITDA(百万元)	502	356	797	1059	1316
归母净利润(百万元)	384	192	410	595	791
增长率(%)	-20.68%	-49.87%	113.29%	44.92%	33.02%
EPS(元/股)	0.71	0.36	0.76	1.10	1.46
市盈率(P/E)	15.8	31.5	14.8	10.2	7.7
市净率(P/B)	2.4	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.0	18.1	7.4	5.3	3.9

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 16 日收盘价

相关报告

1、《花园生物(300401)：VD3 主业景气持续低迷，业绩不及预期》2023.10.21

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：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼