



# 花园生物 (300401.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 维生素 D3 价格有改善空间，一纵一横战略保障未来长期发展

### 投资逻辑：

公司拥有完整 VD3 产业链，竞争优势明显。公司长期围绕维生素 D3 上下游进行布局，核心产品包括羊毛脂胆固醇、VD3、25-羟基 VD3 三大类。成本端来看，公司拥有从羊毛脂到 NF 级胆固醇再到维生素 D3 的加工一体化的生产能力，相比于同行业上市公司直接外购 NF 级胆固醇生产维生素 D3，公司毛利率更占优势。从产能方面来看，VD3 主要由少数几个大型上市企业供应，公司在建 VD3 总产能达到 4140 吨，2023 年底工程进度已达 100%，产能优势显著。VD3 供应价格过去几年内处于历史低位，随着行业整合加速以及下游需求增长，VD3 价格预计将逐步回升，根据 Choice 数据，截至 2024 年 6 月 25 日，VD3 价格已逐步回升至 74 元/千克。

布局 25-羟基 VD3 等高附加值产品，与国际巨头合作以进一步巩固自身龙头地位。25-羟基 VD3 是普通 VD3 的代谢产物，具有吸收速度更快等优势，目前全球范围内的主要供应商只有帝斯曼和公司两家，竞争格局良好。除此以外，公司还与全球化工龙头巴斯夫达成协议，巴斯夫将继续为花园提供高质量的原材料产品，与巨头的合作将进一步提升公司在该领域的竞争能力。

积极推动一纵一横发展战略，进军仿制药领域。一方面，公司正进一步拓展 VD3 上下游产业链。另一方面，公司于 2023 年发行可转债募集 12 亿资金扩建维生素 A、B6、E 和生物素等的产能，2024 年 6 月 24 日花园转债收盘价为 118.6 元。新产能将于近期陆续开始投产，与同行业其他公司的现有产能对比，公司全部在建产能投产后总产能预计将在各细分领域达到全球前列。此外，公司还通过收购花园药业布局高端仿制药，目前已有 6 款仿制药被纳入国家集采或省部联盟集采，还有 3 款产品正在审评，11 个品种在研，2023 年仿制药业务贡献收入达 5.7 亿元，占公司总收入的 52.3%。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营业收入 14.79 亿、19.55 亿、25.58 亿元，归母净利润 3.25 亿、4.38 亿、5.75 亿元，对应 EPS 为 0.60/0.81/1.06 元。我们选用相对估值法进行估值，给予公司 2024 年 29 倍 PE，目标价 17.37 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

维生素 D3、A、B6、E、生物素价格波动风险；药品集中采购未中选，或中选价格低于预期的风险；募投项目建设进度不达预期；监管政策变化；新建产能释放不达预期；25-羟基维生素 D3 的竞争格局出现变化；大股东股权质押风险；存货过高风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.49 元

目标价 (人民币)：17.37 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,418	1,095	1,479	1,955	2,558
营业收入增长率	26.89%	-22.78%	35.15%	32.18%	30.79%
归母净利润(百万元)	384	192	325	438	575
归母净利润增长率	-20.03%	-49.87%	68.85%	34.74%	31.48%
摊薄每股收益(元)	0.696	0.349	0.600	0.808	1.062
每股经营性现金流净额	0.68	0.29	0.68	1.02	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.92%	6.65%	10.22%	12.23%	13.98%
P/E	20.66	33.83	24.17	17.94	13.64
P/B	3.08	2.25	2.47	2.19	1.91

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

稳步前进的全球 VD3 一体化龙头	4
公司围绕 VD3 全产业链进行布局	4
VD3 和医药板块有望迎来双重拐点	5
公司股权及管理层稳定	6
维生素 D3 需求刚性，供应价格有望逐步回升，公司生产成本占优	7
需求上升叠加行业加速整合有望带动 VD3 价格逐步回升	7
公司具备一体化生产+独特工艺两大核心竞争优势	8
布局高附加值产品活性 VD3，提升想象空间	9
维生素全产业链拓展，多个品种在建产能行业领先	12
签约巴斯夫、帝斯曼，强强联手进一步巩固行业龙头地位	14
收购花园药业，进军仿制药领域	15
盈利预测与投资建议	17
收入预测	17
费用率预测	18
估值	18
风险提示	19

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司“一纵一横”战略（截至 2023. 12. 31）	5
图表 3：2018-2024Q1 公司营业收入（亿元）	5
图表 4：2018-2024Q1 年公司净利润（亿元）	5
图表 5：公司营收主要受 VD3 系列产品和药品收入影响（亿元）	6
图表 6：公司近年来销售、管理、研发费用率	6
图表 7：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 25 日）	7
图表 8：VD3 供应价格主要受政策、宏观经济环境影响，目前已逼近历史底部	8
图表 9：2021 年除公司外内资企业 VD3 产能格局	8
图表 10：公司维生素系列产品毛利率高于同行业可比公司	9
图表 11：25-羟基 VD3 对比普通 VD3 优势明显	10
图表 12：2022 上半年公司 25-羟基 VD3 原毛利率高于普通 VD3	10
图表 13：公司 25-羟基 VD3 工艺路线具有流程简单、成本低、收率高等优点	11
图表 14：中国可自产活性 VD 原料药及制剂的企业较少	11
图表 15：2018-2022 年中国活性维生素 D 市场规模	11



图表 16: 公司在建骨化醇原料药及制剂产能情况 (克/年)	11
图表 17: TOP 10 国产活性维生素 D 产品生产研发企业布局情况	12
图表 18: 公司多个新建维生素产能预计 2025 年上半年达到可使用状态	13
图表 19: 全球维生素 A 2020 年主要供应商及产能	13
图表 20: 全球维生素 B6 2022 年主要供应商及产能	13
图表 21: 全球维生素 E 2023 年主要供应商及产能	14
图表 22: 国内生物素 2022 年主要供应商及产能	14
图表 23: 巴斯夫是全球年营业收入最高的化工企业之一	14
图表 24: 巴斯夫业务涉及六大板块	14
图表 25: 帝斯曼 2022 年营收达 83 亿欧元	15
图表 26: 公司药品业务收入及增速	15
图表 27: 公司药品业务毛利及毛利率	15
图表 28: 花园共 6 款产品中选国家或地方集采	16
图表 29: 公司 2023 年来取得药品注册证书的新品种	16
图表 30: 公司还有在审评品种 4 个, 在研品种 11 个 (截至 2024 年 2 月)	17
图表 31: 公司 2024-2026 年盈利预测 (百万元)	18
图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19

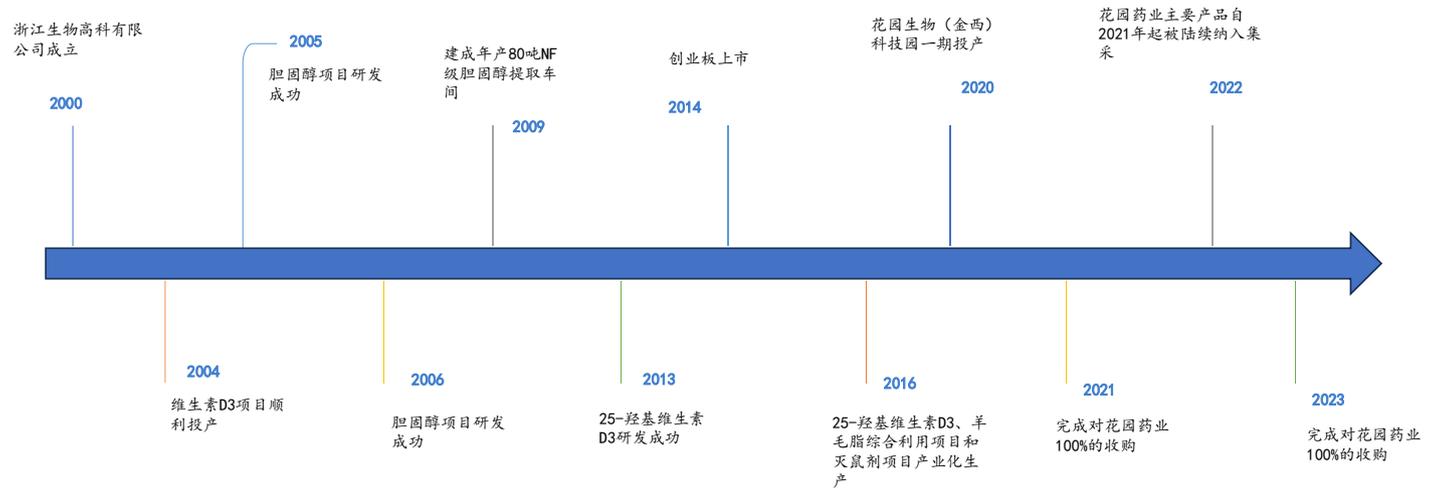


## 稳步前进的全球 VD3 一体化龙头

### 公司围绕 VD3 全产业链进行布局

公司深耕维生素 D3 长达 20 年，近年来通过收购花园药业布局医药制造业务。公司自成立以来主要从事维生素 D3 上下游系列产品的研发、生产和销售，目前公司产品有羊毛脂胆固醇、维生素 D3 系列、25-羟基维生素 D3 系列等，此外，公司于 2021 年完成对花园药业的收购，后者主要产品包括缙沙坦氨氯地平片等仿制药。

图表1：公司发展历程



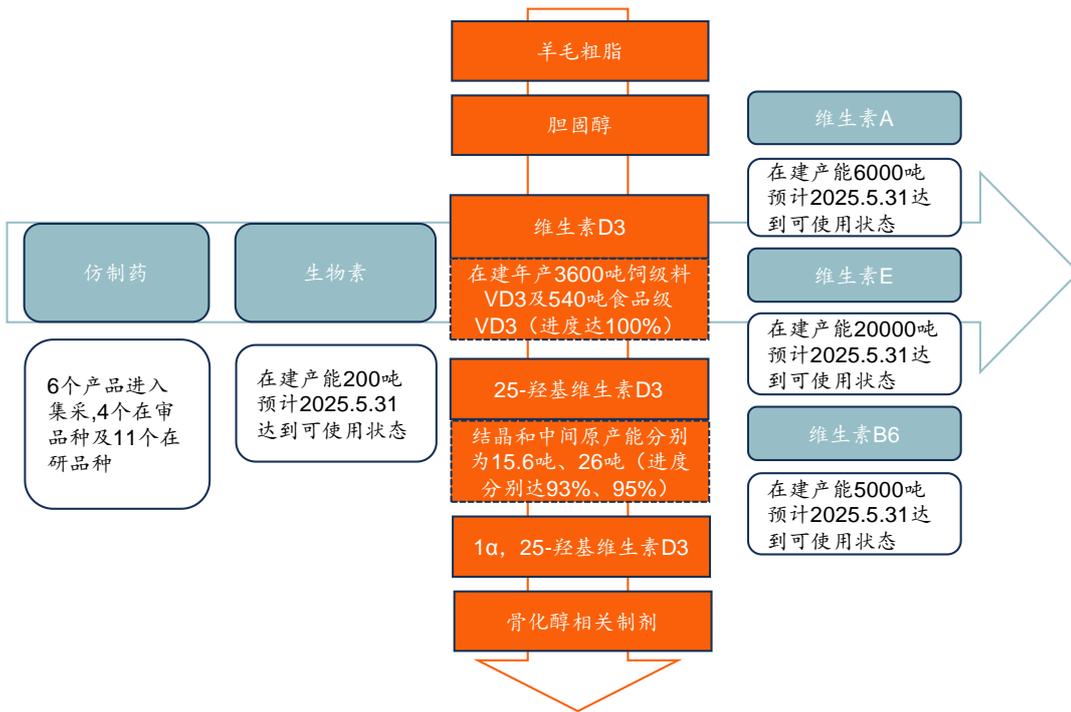
来源：公司官网，公司可转债可行性分析报告，公司 2022 年年报，国金证券研究所

目前，公司已基本完成了维生素 D3 全产业链的布局。以羊毛粗脂为起点，公司现有产品可延伸至 VD3、NF 级胆固醇和 25-羟基 VD3，以及精制羊毛脂及衍生品，公司是国内提供维生素 D3 上下游系列产品种类最多的生产厂商，初步确立了在维生素 D3 领域的核心竞争优势。

展望未来，公司于 2021 年 2 月提出“一纵一横”发展新战略。“一纵”指公司产品进一步向维生素 D3 上下游产业链及医药领域延伸，拓展至全活性维生素 D3 及其类似物并突破现有医药中间体业务内容，进入下游骨化醇类原料药和制剂领域，“一横”指进一步拓宽维生素领域的布局，公司拟新建维生素 A、E、B6 以及生物素等维生素系列产品产能，其中多个品种在建产能投产后在各个细分领域都有望达到全球前列的水平。



图表2: 公司“一纵一横”战略 (截至 2023. 12. 31)



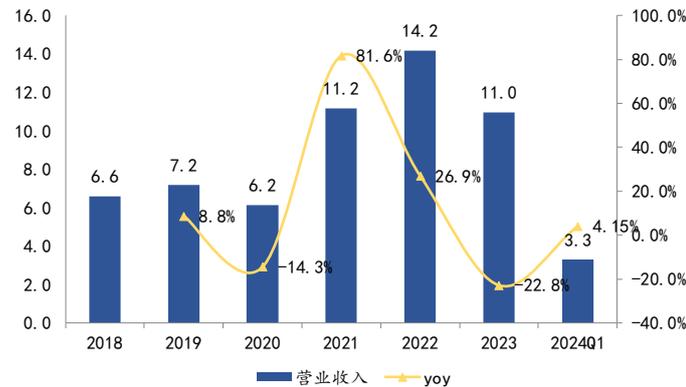
来源: 公司 2023 年年报, 可转债可行性分析报告, 国金证券研究所

### VD3 和医药板块有望迎来双重拐点

2020 年及以前公司业绩主要受维生素 D3 板块收入影响, 2021 和 2022 年花园药业的收购和并表带来收入利润增量。根据公司年报, 2023 年维生素行业产能惯性释放, 供过于求形势加剧, 行业竞争激烈, 终端成交清淡, 市场价格持续下探, 多数产品跌入亏损区间。且受下游养殖亏损以及上游豆粕等原料价格波动影响, 饲料企业为压缩成本, 仅保留刚性添加量, 饲料中维生素用量不断压缩。同时, 医药药品集采常规化、制度化持续推进, 集采到期品种厂家增多, 中标的难度加大, 续标价格大幅下降, 带来花园药业收入利润下降。

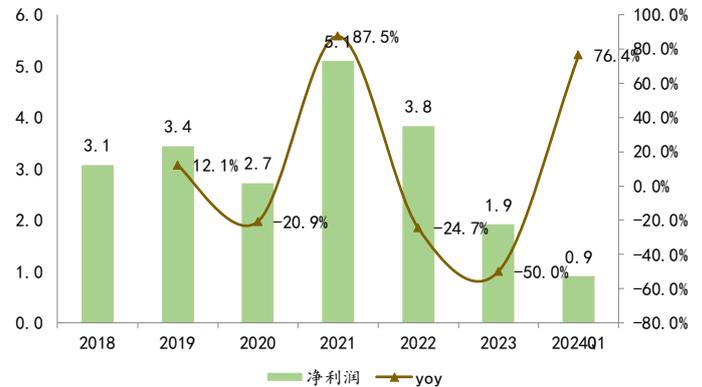
2023 年公司营业收入为 11.0 亿元, 同比下降 22.8%, 随着未来 VD3 供应价格逐步回暖以及公司集采品种逐步企稳, 新注册药品开始放量, 公司业绩有望迎来修复。

图表3: 2018-2024Q1 公司营业收入 (亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表4: 2018-2024Q1 年公司净利润 (亿元)

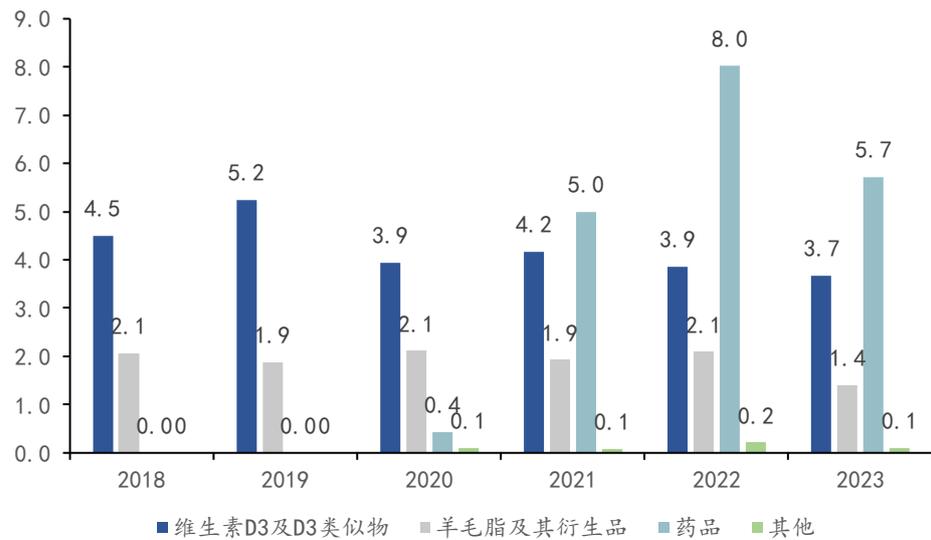


来源: iFind, 国金证券研究所

维生素 D3 板块是公司基石, 新投产维生素产品以及医药板块提供新的业绩增长点。近年来公司维生素 D3 及其类似物整体营收较为稳定, 2023 年该板块营收达 3.7 亿元, 占总营收的 33.53%, 具体到产品类别, 根据公司在 2019 年度创业板非公开发行 A 股股票申请文件反馈意见的回复中披露的数据, 饲料级 VD3 是传统 VD3 板块中的主要下游应用, 25-羟基 VD3 则进一步提升 VD3 板块营收的天花板。此外, 公司药品板块的业绩亮眼, 2023 年该板块营收达 5.7 亿元, 营收占比达 52.27%, 净利润为 1.5 亿元, 占公司净利润的比重为 76.8%。2023 年公司维生素 A 和 AD3 产品进入市场, 进一步增强了公司的市场影响力。



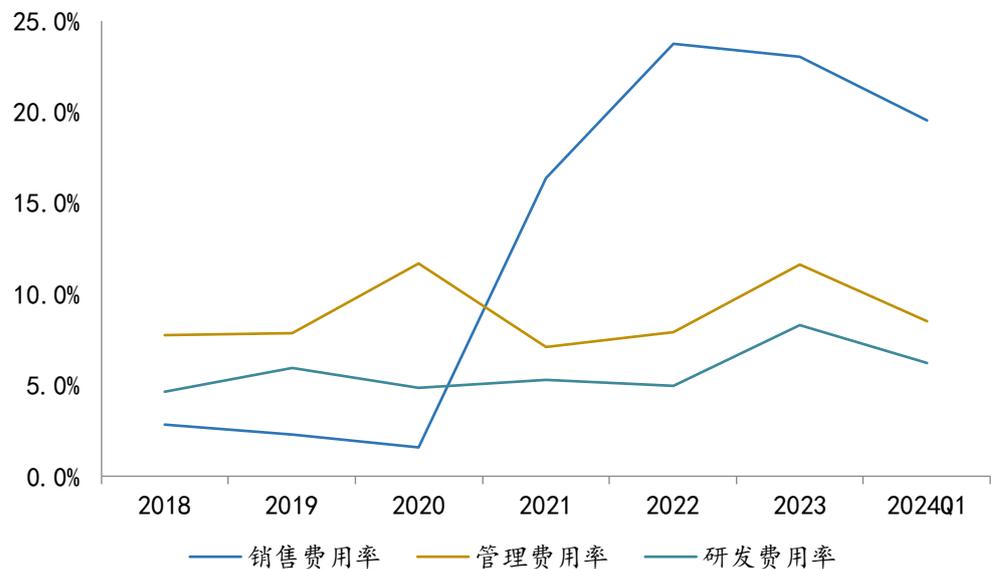
图表5: 公司营收主要受 VD3 系列产品和药品收入影响 (亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

公司近期销售费用率增加主要是由于药品业务的市场推广费用增加。近年来公司管理费用率、研发费用率、财务费用率相对平稳,销售费用率在 2021 和 2022 年迅速上涨主要系收购花园药业后药品推广费用增加所致,随着公司主要产品于 2022、2023 成功续约国家或地方集采,公司市场推广服务费下降,销售费用率也呈现下降趋势,具体来看,2022、2023 年花园药业销售费用分别为 3.3 亿、2.5 亿元。预计公司销售费用率未来将保持稳定。

图表6: 公司近年来销售、管理、研发费用率



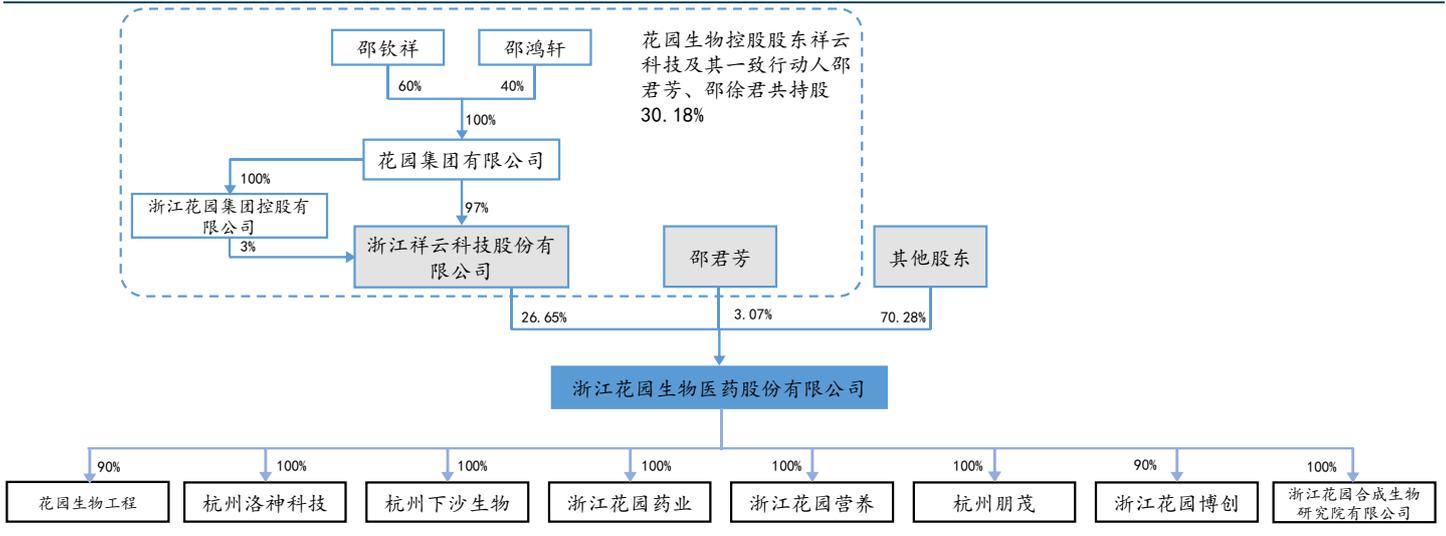
来源: iFind, 公司 2023 年年报, 国金证券研究所

### 公司股权及管理层稳定

由公司董事长邵钦祥控制的浙江祥云科技为公司第一大股东,持股比例为 27%。公司旗下目前共有 8 个子公司,除浙江花园博创股权投资有限公司及花园生物工程外,公司对其余子公司的比例均为 100%。



图表7: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 25 日)



来源: iFind, 国金证券研究所

公司管理层在公司长期任职。公司多位高管成员行业经验丰富,且包括董事长在内的多位成员在公司成立早期就一直在公司任职,对公司业务十分熟悉,管理经验丰富。

### 维生素 D3 需求刚性, 供应价格有望逐步回升, 公司生产成本占优

#### 需求上升叠加行业加速整合有望带动 VD3 价格逐步回升

维生素 D3 下游应用偏刚性。其主要应用于动物饲料添加剂、食品、医药保健领域三大领域,美国、德国等发达国家已立法,强制在有关营养强化食品中添加维生素 D3,我国目前仅强制在饲料中添加维生素 D3,对于婴幼儿和运动员的营养食品中要求强制添加食品级维生素 D3。根据博亚和讯统计,饲料是现阶段 VD3 最主要的下游应用,大约 80-90%的 VD3 用于该领域,但其供应价格受经济环境、竞争格局变化影响波动较大,目前处于历史低位,食品及医药 VD3 的供应价格则相对稳定。

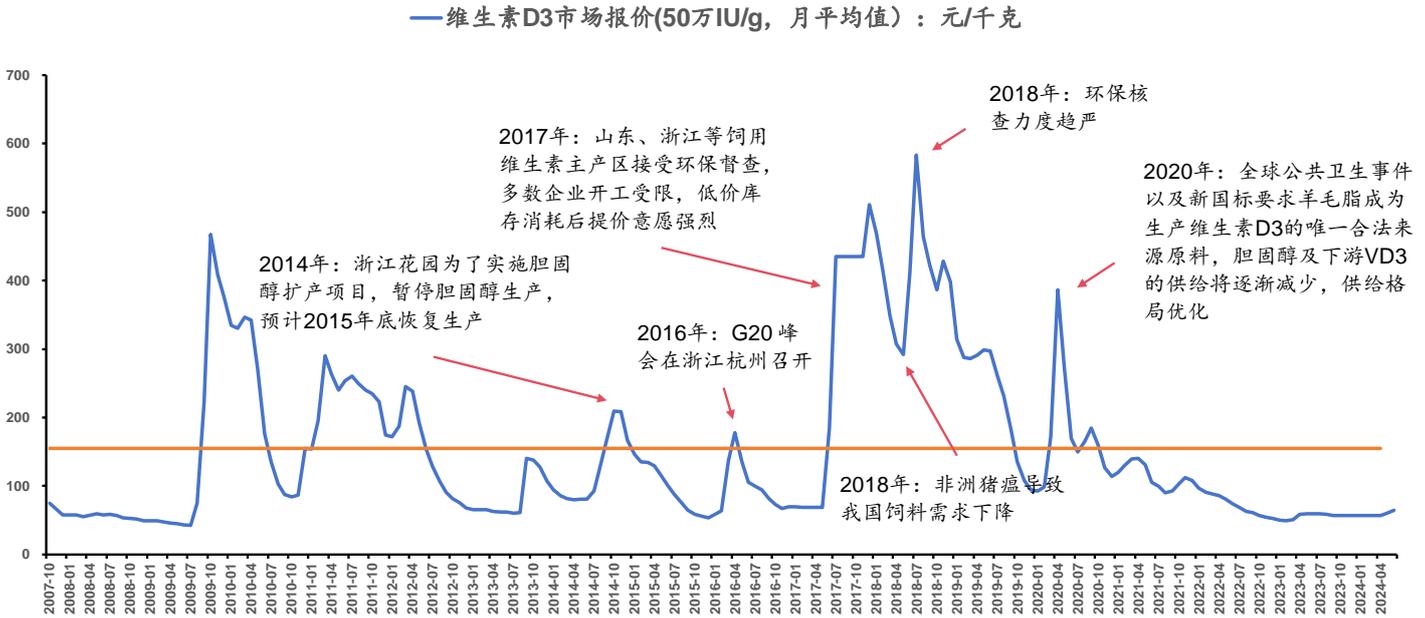
- 动物饲料添加剂: 根据博亚和讯统计,饲料是 VD3 下游最主要的应用场景,占比 80-90%,且自 2009 年开始,我国相继出台了一系列政策鼓励和支持维生素饲料添加剂的发展。根据美国动物健康和营养公司奥特奇 (Alltech) 发布的《Agri-Food Outlook 2024》,2023 年全球饲料产量总产量为 12.87 亿吨,且近三年产量整体相对稳定,假设现在每吨饲料中维生素 D3 的添加量约 6g,对应 VD3 需求为 7719 吨,中国为全球最大饲料生产国,2023 年饲料产量达 2.63 亿吨,对应 VD3 需求 1576 吨。2023 年全球饲料产量同比降低约 0.2%,多数养殖企业受台风、洪涝、猪价波动影响导致利润下滑是主要原因之一,我们认为随着: 1. 生猪价格回暖,下游养殖业利润得到修复; 2. 未来全球人口扩张,经济水平不断发展带来的肉制品需求提升; 3. 其他新兴国家饲料添加剂的普及率逐步提升,预计该部分的需求将进一步增长。
- 食品添加剂: 维生素是常见的食品添加剂,美国等发达国家对于营养强化食品添加维生素 D3 意识很强。根据 1997 年美国颁布的维生素 D3 补充量指导意见,人通过营养强化食品补充的维生素 D3 从出生到 50 岁每天应补充 200I.U., 51-70 岁补充 400I.U., 71 岁以上补充 600I.U.。2023 年底全球范围内人口约 80 亿,根据华经产业研究院测算的数据,2024 年全球食品添加剂领域对 VD3 的需求为 472 吨。
- 医药保健: 维生素 D3 可用于预防或治疗钙缺乏导致的佝偻病、软骨病、骨质疏松病、甲状旁腺功能低下等疾病,尤其常见于保健品中。随着人均收入水平提高、健康意识崛起以及老龄化人口上升等原因,2013 年至 2020 年,中国保健品市场规模从 993 亿元增长至 2,503 亿元,预计该部分需求未来将持续高速增长。此外,根据《维生素 D 缺乏相关性疾病研究进展》等相关文献,全球人口中维生素 D 不足的发生率约为 30%-50%左右,这类人需按 2,200I.U. 的标准每天服用维生素 D3。根据华经产业研究院测算的数据,2024 年全球医药保健领域对 VD3 的需求为 943 吨。

VD3 供应价格波峰波谷出现的时点及持续时间受政策及行业自我调整等多种因素共同影响。根据 Choice 数据,自 2007 年以来 VD3 均价在 150 元/千克左右,2020 年 10 月以来受公共卫生事件以及行业整合因素的影响,国内 VD3 价格持续走低,2023 年至 2024 年 5 月,VD3 价格持续维持在 50-60 元/千克,长时间的低价使得中小企业的利润空间极其有



限，加速行业整合。

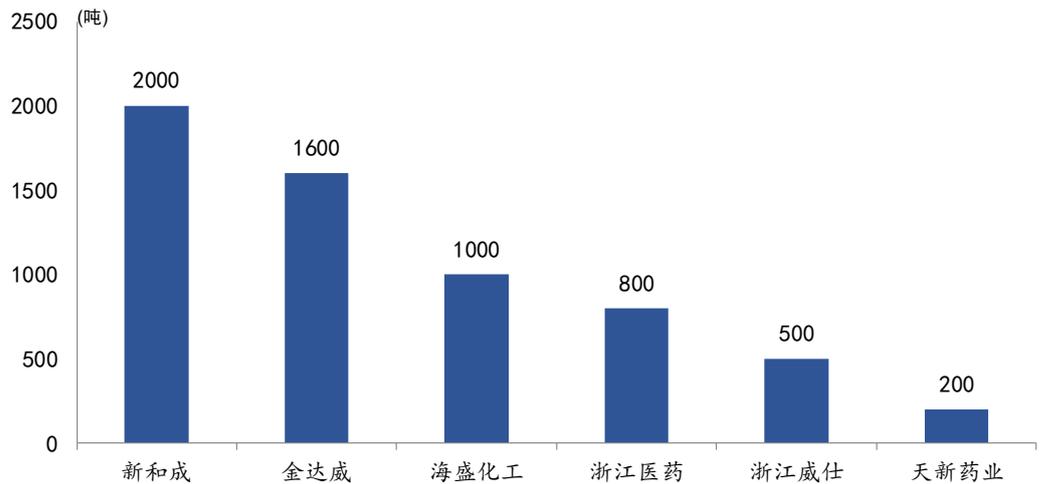
图表8: VD3 供应价格主要受政策、宏观经济环境影响，目前已逼近历史底部



来源：Choice 数据，中研普华财经等，国金证券研究所

VD3 供应行业集中度高，公司产能优势有望进一步扩大。维生素 D3 行业的发展具有一定的周期性，当行业高景气度经过一段时间的发展后，由于产能过剩，产品价格下降，激烈的竞争导致部分生产成本相对较高、竞争能力欠佳的企业逐步被市场所淘汰。目前全球范围内维生素 D3 供应厂家主要是公司、帝斯曼、新和成等大型上市企业，根据华经产业研究院数据，2021 年内资企业中公司和新和成维生素 D3 存量产能均为 2000 吨，处于行业领先地位。根据公司 2023 年年报，公司在建年产 3600 吨饲料级 VD3 粉及 540 吨食品级 VD3 粉项目工程进度已达 100%，产能优势有望进一步扩大。

图表9: 2021 年除公司外内资企业 VD3 产能格局



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

我们预计随着行业整合的不断进行，以及下游 VD3 需求不断提升，维生素 D3 价格有望逐步恢复至历史均价，根据 Choice 数据，截至 2024 年 6 月 25 日，VD3 价格已逐步由 2023 年 1 月的 50 元/千克回升至 74 元/千克，作为全国 VD3 供应的龙头，公司也将从中受益。

公司具备一体化生产+独特工艺两大核心竞争优势

新国标规定羊毛脂胆固醇为 VD3 唯一合法原材料。根据现行的国家标准(GB7300.202-2019)饲料添加剂第 2 部分：维生素及类维生素、维生素 D3 油，维生素 D3 油的起始原料为羊毛



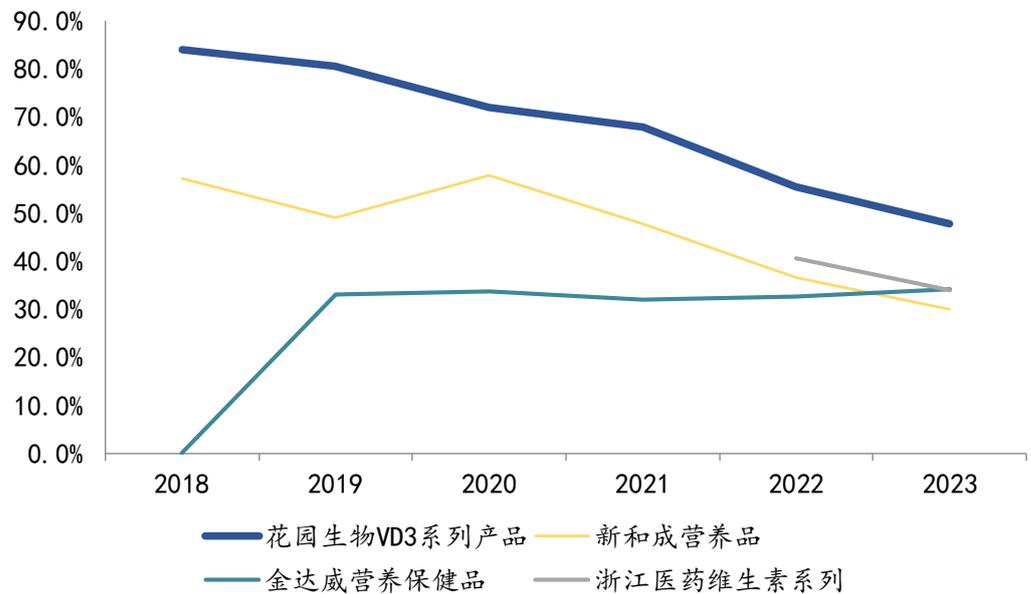
脂胆固醇，限制了脑干胆固醇的使用，新国标实施后，低成本、劣质的胆固醇退出市场，有利于维护胆固醇和维生素 D3 产品的质量安全，同时供应缩减有利于优化胆固醇行业的竞争格局。

根据公司年报，公司为国内少数可自主生产 NF 级胆固醇的企业，成本上占据优势。根据纯度和等级不同，羊毛脂胆固醇主要分为 BP 级（纯度为 91%以上）、NF 级（纯度为 95%以上）和高纯级（纯度为 99%以上）。国内其他维生素 D3 企业的 NF 级胆固醇主要从三家外国企业印度迪氏曼、日本精化和新加坡恩凯进口，成本较高。公司可采用“分子蒸馏法”以羊毛脂为原材料生产 NF 级胆固醇，已基本形成维生素 D3 全产业链布局，根据 2024 年公司可转债跟踪评级报告，公司维生素 D3 占全球市场份额约为 30%，NF 级羊毛脂胆固醇占全球市场份额约为 70%。

公司吸收消化了中科院理化所及花园集团联合研发的“氧化还原法”维生素 D3 生产工艺，与行业传统的“溴化/脱溴化氢法”相比，“氧化还原法”维生素 D3 产品总收率更高（45% vs 30%），成本低，对环境的影响较小，在竞争中优势明显。

总之，公司一体化生产能力以及独特的维生素 D3 生产工艺使得公司与同行相比在生产成本上占据优势。

图 10：公司维生素系列产品毛利率高于同行业可比公司



来源：iFind，国金证券研究所

## 布局高附加值产品活性 VD3，提升想象空间

25-羟基 VD3 对比普通 VD3 优势明显。根据引航生物官网，25-羟基维生素 D3 是维生素 D3 的活性代谢物，具有更强的生理活性，并且不需要经过肝脏的代谢。因此 25-羟基维生素 D3 可以作为一种活性物质绕过肝脏转化，直接供人或动物使用，加快钙的吸收速度。此外，25-羟基 VD3 不仅具有普通维生素 D3 所有的功能，还具有一些独特功能：如对禽类，可促进其骨骼发育，促进骨密度最大化，减少蛋壳破损率，提高孵化率。对种猪，可以提高泌乳母猪繁殖性能，仔猪免疫力、存活率。一定程度上可以提高终端客户养殖效益，因此具有替代普通 VD3 的优势。



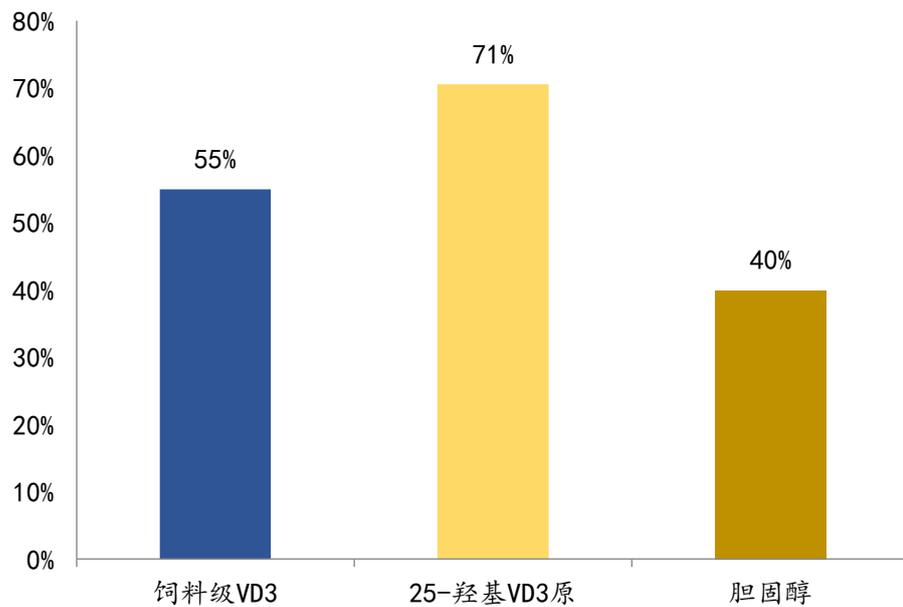
图表11: 25-羟基 VD3 对比普通 VD3 优势明显

类别	25-羟基维生素D3	维生素D3
活性状态	维生素D3的活性形式	需经肝脏羟基化为25-羟基维生素D3
吸收方式	经小肠吸收后直接进入血液循环	经小肠吸收后须经肝脏转化为25-羟基维生素D3
生物利用度	不受肝脏、肠道损伤影响，直接进入血液，生物利用度高	受肝脏、倡导受损或发育影响，转化率低，生物利用度低
生物效价	25-羟基维生素D3是维生素D3的3-5倍	

来源：引航生物官网，国金证券研究所

25-羟基 VD3 原供应价格相对稳定。由于其结构特殊，25-羟基 VD3 生产难度更大，但其供应价格比普通 VD3 更高，且相对稳定，公司目前主要供应 25-羟基 VD3 中间原。根据公司可转债募集说明书，2019-2022 年上半年公司维生素相关产品中 25-羟基 VD3 原毛利率分别是 73.62%、67.59%、65.89%和 70.58%（其中 2022 年上半年的毛利率有所上升主要系公司对生产工艺进行了改进，使得单位成本下降），饲料级 VD3 的毛利率则分别是 85.17%、72.24%、68.19%和 54.97%。

图表12: 2022 上半年公司 25-羟基 VD3 原毛利率高于普通 VD3



来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

25-羟基 VD3 进入壁垒较高，竞争格局好。25-羟基 VD3 生产难度较高，根据公司可转债募集说明书，2022 年年底仅公司及荷兰帝斯曼能够实现 25-羟基 VD3 批量生产。公司采用了与荷兰帝斯曼不同的工艺路线，相较于帝斯曼所采用的发酵法生产工艺，公司采用的分馏萃取生产工艺，具有流程简单、成本低、收率高的特点。公司现有饲料级 25-羟基维生素 D3 产能 100 吨，根据 2023 年年报，公司在建 25-羟基维生素 D3 结晶和 25-羟基维生素 D3 原产能分别为 15.6 吨、26 吨。



图表13: 公司 25-羟基 VD3 工艺路线具有流程简单、成本低、收率高等优点

公司	工艺路线	实现方式	特点
荷兰帝斯曼	生物发酵-化学合成法	通过生物发酵获得原材料（5, 7, 24-三烯胆固醇），然后通过环氧化、还原工艺得到 25-羟基-7-去氢胆固醇，进一步通过光化反应和微囊化技术得到最终的 25-羟基维生素 D3 产品	①原料5, 7, 24-三烯胆固醇的来源困难②原料分离提纯过程较困难，发酵液浓度低，杂质多③原料生产成本低，导致最终的 25-羟基维生素 D3产品生产成本较高
花园生物	分馏萃取	通过羊毛脂生产原材料（NF 级胆固醇副产品某甾体化合物），通过分馏萃取、模拟移动床纯化、酰化、环氧化、还原反应、结晶等多项步骤生产取得 25-羟基维生素 D3 结晶	①公司独特的工艺技术可方便获得高纯度25-羟基胆固醇②流程较简单、成本较低、收率较高

来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

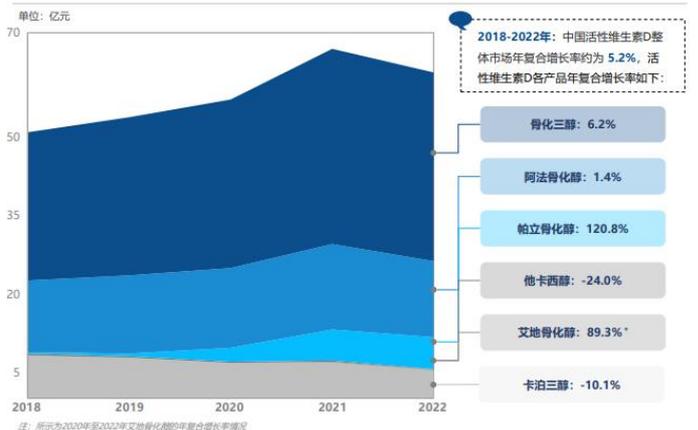
公司着手布局全活性 VD3 (1, 25-(OH)<sub>2</sub>D3) 及多种类似物，未来空间值得期待。1, 25-(OH)<sub>2</sub>D3 是 25 羟基 VD3 进一步代谢后的产物，也被称为骨化三醇，起效更快，常用于佝偻病、内分泌疾病以及皮肤病领域的药物研发。据弗若斯特沙利文，2022 年中国骨化三醇的市场规模约 30 亿元。更进一步，药物学家在不改变 1, 25-(OH)<sub>2</sub>D3 羟基位置的条件对其侧链、环等进行进一步的化学修饰从而得到亲和力更强、代谢稳定性更好的非天然的全活性 VD3 衍生物，目前已上市的产品包括艾地骨化醇、帕立骨化醇、阿法骨化醇等，据弗若斯特沙利文，2022 年中国全活性 VD3 衍生物的市场规模超 20 亿元。由于活性 VD3 及其衍生物的原料药合成难度大、化学结构不稳定，目前国内能够实现自研、自产活性维生素 D3 及衍生物的原料药及其相关制剂的厂商数量较少。

图表14: 中国可自产活性 VD 原料药及制剂的企业较少

分类	已上市制剂原料药为自主生产的厂商*			
骨化三醇	海融制药	国为医药	正大制药青岛	
阿法骨化醇	海融制药	双鹤	正大制药青岛	药友制药
艾地骨化醇	海融制药	双鹤	国为医药	
他卡西醇	海融制药			
帕立骨化醇	海融制药	国为医药		
卡泊三醇		华邦胜凯制药		

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表15: 2018-2022 年中国活性维生素 D 市场规模



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表16: 公司在建骨化醇原料药及制剂产能情况 (克/年)

产品名称	单位	生产规模	用于原料药销售	用于制剂生产
骨化三醇	克/年	2000	1788	212
阿法骨化醇	克/年	1000	900	100
艾地骨化醇	克/年	1000	850	150
马沙骨化醇	克/年	1000	500	500



来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

国内全活性维生素 D3 及衍生物竞争格局相对温和。目前我国活性维生素 D3 药物相关厂商仍主要以仿制在国内已使用得较为成熟的原研产品为主，仅少数龙头企业如海融医药和中国生物制药在尝试开发原研产品。公司拥有完整的 VD3 上下游产业链将成为公司在未来竞争中所具备的重要优势。

图表17: TOP 10 国产活性维生素D产品生产研发企业布局情况

集团	下属研发生产企业	管线总数	上市产品数	在研产品数	在研管线
 海融医药	海融制药	8	5	3	骨化三醇注射液 阿法骨化醇软胶囊 度骨化醇注射液
 中国生物制药	正大青岛 正大天晴	5	4	1	艾地骨化醇（软）胶囊
 国为医药	四川国为 成都国为	4	3	1	骨化三醇注射液
 华邦制药	华邦胜凯	3	1	2	卡泊三醇倍他米松软膏 帕立骨化醇注射液
 恒瑞医药	江苏恒瑞 成都盛迪	2	1	1	帕立骨化醇软胶囊
 泰丰生物	郑州泰丰 河南泰丰	2	2	0	/
 华润医药	华润双鹤	2	1	1	帕立骨化醇注射液
 科伦药业	科伦药业	2	0	2	骨化三醇软胶囊 艾地骨化醇软胶囊
 山东新时代	山东新时代	2	0	2	骨化三醇软胶囊 艾地骨化醇软胶囊
 海鲸药业	艾格生物 南京海鲸	1	0	1	骨化三醇软胶囊

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

### 维生素全产业链拓展，多个品种在建产能行业领先

公司多个在建项目有望于明年上半年投入使用，将新增大量维生素 A、B6、E 产能。为积极推动“一纵一横”战略的实施，2022 年公司公开募集资金达 12 亿元，用于公司金西科技园的建设，具体包括骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、高端仿制药品研发项目、年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目、年产 5000 吨维生素 B6 项目和年产 200 吨生物素项目，其中维生素 A、B6、E 及生物素项目预计于 2025 年 05 月 31 日达到可使用状态。



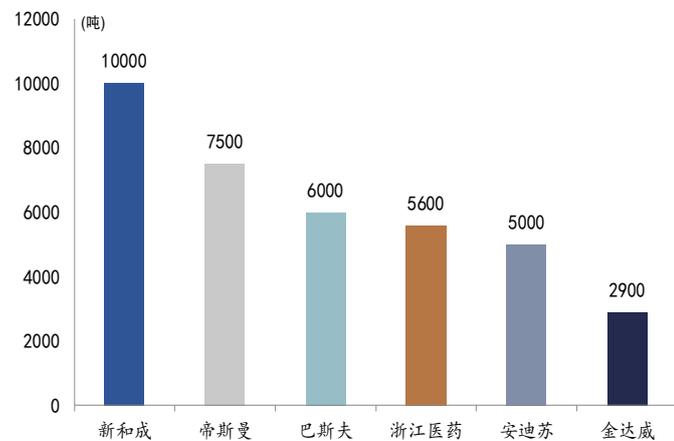
图表18: 公司多个新建维生素产能预计2025年上半年达到可使用状态

项目名称	预算数(亿元)	工程累计投入占预算比例	工程进度	2023年募资截止期末投资进度	项目达到预定可使用状态日期
年产4000吨胆钙化醇(维生素D3)环保杀鼠剂项目	0.8	52.5%		不属于	
年产1200吨羊毛脂胆固醇及8000吨精制羊毛脂项目	7.6	109.7%	97%	不属于	
年产3600吨饲料级VD3粉及540吨食品级VD3粉项目	1.1	90.5%	100%	不属于	
年产18吨胆钙化醇项目	0.5	108.5%	99%	不属于	
年产15.6吨25-羟基维生素D3结晶项目	0.5	108.5%	93%	不属于	
年产40.5吨正固醇项目	1.3	102.3%	92%	不属于	
年产26吨25-羟基维生素D3原项目	1.2	109.2%	95%	不属于	
骨化醇类原料药项目	1.6	2.6%	1%	0.1%	2027年5月31日
骨化醇类制剂项目	3.3	2.1%	8%	0.1%	2027年5月31日
年产6000吨维生素A粉和20000吨维生素E粉项目	2.0	5.9%	5%	0.0%	2025年5月31日
年产5000吨维生素B6项目	3.4	9.5%	8%	0.1%	2025年5月31日
年产200吨生物素项目	1.6	27.1%	26%	0.2%	2025年5月31日
高端仿制药研发项目	1.7			10.6%	/

来源: 公司2023年年报, 国金证券研究所

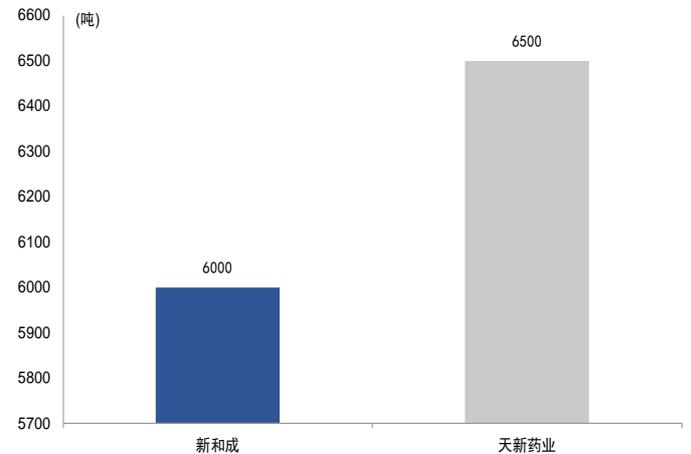
公司新产能投产后总产能将在国内各个细分领域跻身前列, 进一步巩固自身行业龙头地位。根据智研咨询、华经产业研究院及各公司年报或公告中透露的数据, 截至2020年维生素A的主要供应商包括新和成、帝斯曼、巴斯夫等, 三者产能分别为10000吨、7500吨、6000吨, 公司在建产能为6000吨。截至2022年维生素B6的主要供应商是新和成、天新药业等, 二者产能分别为6000吨、6500吨, 公司在建产能为5000吨。截至2023年维生素E的主要供应商包括新和成、浙江医药、帝斯曼等, 三者产能分别为60000吨、40000吨、30000吨, 公司在建产能为20000吨。截至2022年, 生物素的主要供应商包括新和成、圣达生物、天新药业等, 三者现有产能均为120吨, 公司在建产能为200吨。

图表19: 全球维生素A 2020年主要供应商及产能



来源: 金达威年报, 华经产业研究院, 国金证券研究所

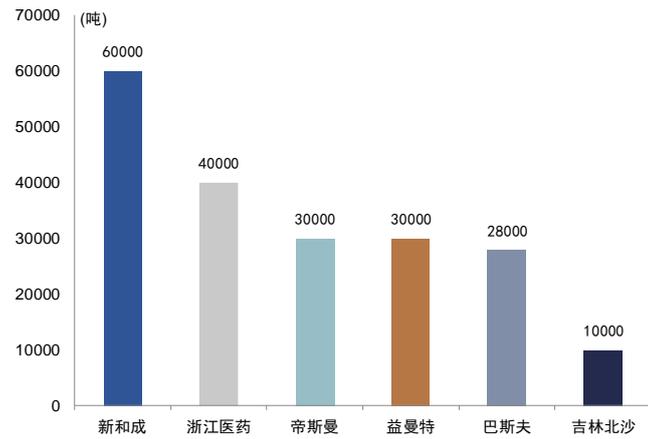
图表20: 全球维生素B6 2022年主要供应商及产能



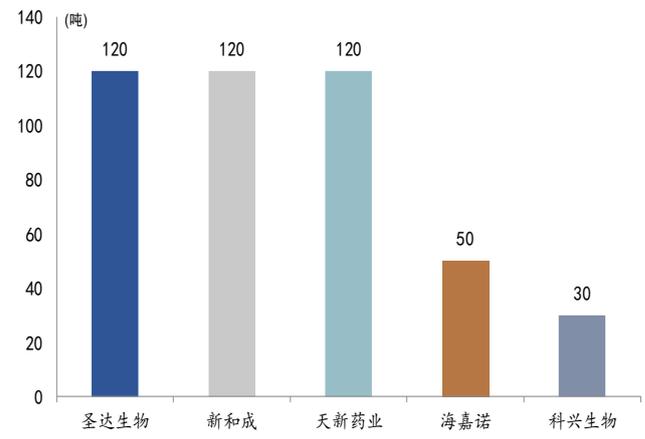
来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所



图表21: 全球维生素E 2023年主要供应商及产能



图表22: 国内生物素 2022年主要供应商及产能



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

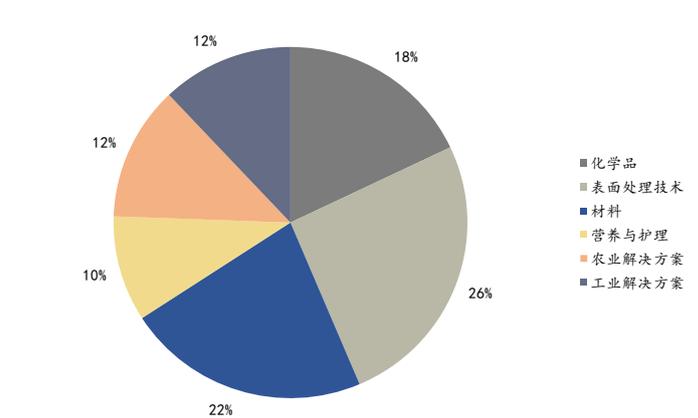
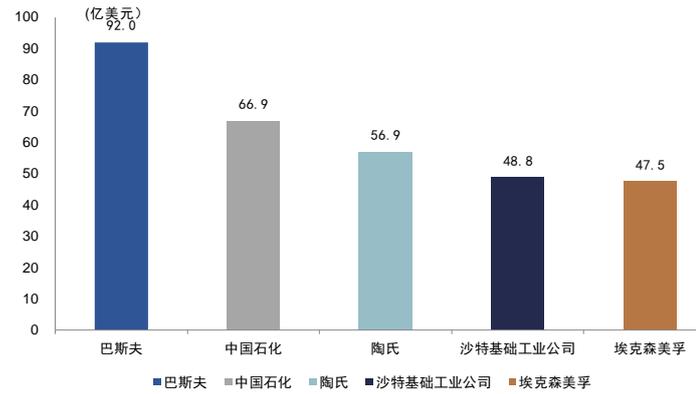
来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

### 签约巴斯夫、帝斯曼, 强强联手进一步巩固行业龙头地位

巴斯夫是全球最大的化工企业之一, 总部位于德国, 其股票于法兰克福 (BAS) 证券交易所上市, 并以美国存托凭证 (BASFY) 的形式在美国证券市场交易。根据巴斯夫官网, 巴斯夫在全球拥有 239 个生产基地, 总共有化学品、表面处理技术、材料、营养护理、农业解决方案、工业解决方案六大业务板块, 2022 年营收 92 亿美元, 处于全球前列。

图表23: 巴斯夫是全球年营业收入最高的化工企业之一

图表24: 巴斯夫业务涉及六大板块



来源: 美国《化学与工程新闻》(C&EN), 国金证券研究所

来源: 巴斯夫官网, 国金证券研究所

巴斯夫与花园集团加深战略合作关系, 聚焦可持续创新解决方案。2022 年巴斯夫与公司达成合作, 巴斯夫将继续为花园提供高质量的原材料产品。同时, 凭借巴斯夫在化工行业的深厚专知和广泛的创新解决方案, 双方将加强在金属表面处理技术、医药材料及绿色包装材料领域的合作, 进一步支持双方在关键战略性行业的发展。

公司与全球维生素领域的龙头企业帝斯曼达成长期合作协议。帝斯曼创立于 1902 年, 是全球营养原料生产制造的龙头企业, 主要产品包括维生素、类胡萝卜素、营养素和营养脂质等, 已在泛欧阿姆斯特丹交易所上市 (Euronext Amsterdam), 2022 年营收达 83 亿欧元。2022 年, 公司与帝斯曼签署《采购协议》, 协议期限为 15 年, 期限内帝斯曼将从公司采购 7-脱氢胆固醇 (7-DHC), 具体数量及时间暂未披露。



图表25: 帝斯曼 2022 年营收达 83 亿欧元



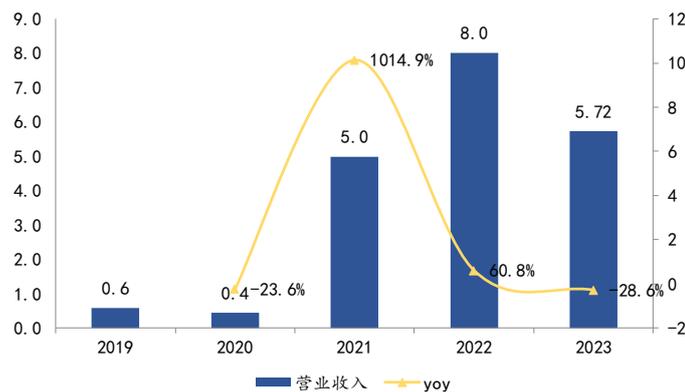
来源: 帝斯曼投资者演示, 国金证券研究所

### 收购花园药业, 进军仿制药领域

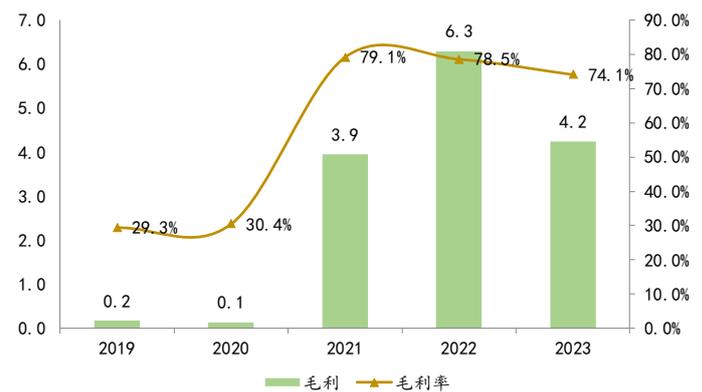
2021 年, 公司使用自有或自筹资金 107,000.00 万元收购浙江花园药业有限公司 100% 股权, 花园药业的主营业务为化学制剂的研发、生产和销售, 近年来正逐步从普通仿制药逐渐转向有高技术壁垒的高端仿制药。

花园药业以仿制药业务为主, 旗下产品于 2021 年起被陆续纳入集采, 进而带动公司收入快速上涨, 2022 年公司药品板块收入达到 8.0 亿元, 毛利率达 78.5%, 2023 年公司药品板块收入为 5.7 亿元, 毛利率为 74.1%, 同比均出现下降, 主要因行业竞争加剧导致公司多个集采到期品种续约价格大幅下降。

图表26: 公司药品业务收入及增速



图表27: 公司药品业务毛利及毛利率



来源: iFind, 花园药业资产评估报告, 国金证券研究所

来源: iFind, 花园药业资产评估报告, 国金证券研究所

花园药业积极参与国家及省部联盟集采, 根据医药魔方数据库, 截至 2024 年 6 月, 花园药业共有 7 个品种即: 缬沙坦氨氯地平片(1)、多索茶碱注射液、左氧氟沙星片、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片以及奥美拉唑碳酸氢钠胶囊、多巴丝肼片先后取得药品注册证书或补充申请批准通知书(视同通过一致性评价), 其中多巴丝肼片是国内第一家通过仿制药一致性评价的产品, 除此之外其余 6 款均已中选国家或地方集采。进入集采将使推动公司产品快速放量, 打开业绩第二增长曲线。



图表28：花园共6款产品中选国家或地方集采

药品名称	项目简称	标签	价格最低标签	执行时间（开始）	执行时间（结束）
奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	国采第九批	仿制药	最低	2024/3/1	2027/12/31
硫辛酸注射液	国采第五批	仿制药	最低	2021/9/20	2024/9/20
缬沙坦氨氯地平片（I）	国采第四批	仿制药		2021/5/1	2022/5/1
	2022年河南13省国采二四批续签联盟	仿制药		2022/7/18	2024/7/18
	2022年长三角国采二四批续签联盟	仿制药		2023/6/1	2025/12/31
左氧氟沙星片	国采第四批	仿制药		2021/4/30	2024/4/30
多索茶碱注射液	国采第四批	仿制药		2021/5/10	2022/5/10
	2022年河南13省国采二四批续签联盟	仿制药		2022/7/20	2024/7/20
草酸艾司西酞普兰片	2023年广东13省阿莫西林联盟	仿制药		2024/2/21	2025/12/31
	2022年重庆8省国采一三批续签联盟	仿制药		2022/11/18	2024/11/18
	2022年川藏国采二四批续签联盟	仿制药		2023/7/15	2025/7/15
	2023年江苏3省国采一至五批续签联盟	仿制药		2023/7/1	2025/12/31

来源：医药魔方，国金证券研究所，备注：各城市具体执行时间有差异，本表所列时间为最早开始和结束执行时间

公司在研管线稳步推进。据统计，2023年公司共3款在研产品（奥美拉唑碳酸氢钠胶囊、多巴丝肼片、铝碳酸镁咀嚼片）取得《药品注册证书》或一致性评价补充批件。除此以外，还有在审评品种4个（氨氯地平阿托伐他汀钙片2024年2月获批），在研品种11个。

图表29：公司2023年来取得药品注册证书的新品种

项目名称或代码	适应症类型	注册分类	进展情况
奥美拉唑碳酸氢钠胶囊/ 奥美拉唑碳酸氢钠胶囊 (II)	活动性十二指肠溃疡、胃食管反流病	3类	取得药品注册证书
铝碳酸镁咀嚼片	慢性胃炎等	补充申请（一致性评价）	取得补充批件
多巴丝肼片	治疗帕金森病、症状性帕金森综合症（脑炎后、动脉硬化性或中毒性）	4类	取得药品注册证书

来源：公司公告，国金证券研究所


**图表30：公司还有在审评品种4个，在研品种11个（截至2024年2月）**

项目名称	适应症类型	注册分类	进展情况
氨氯地平阿托伐他汀钙片	成人高血压、心绞痛伴有高血脂的治疗	4类	2024年2月已获批
HYHP03	抗细菌感染药物	4类	审评中
HYHP04	神经系统药物	4类	在研
HYHP05	糖尿病周围神经病变药物	4类	审评中
HYHZ06	磷补充剂药物	补充申请（一致性评价）	在研
HYHP07	骨质疏松症药物	4类	审评中
HYHP09	高胆固醇血症	4类	在研
HYHZ11	麻醉辅助用药	4类	在研
HYHP17	原发性高血压	4类	在研
HYHP15	原发性高血压	4类	在研
HYHP18	支气管哮喘	4类	在研
HYHP08	原发性高血压	4类	在研
HYHZ20	高血压急症	4类	在研
HYHZ21	高脂血症	4类	在研
HYHZ22	选择性 JAK 抑制剂，治疗多种自身免疫性疾病	4类	在研

来源：公司2023年年报，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 收入预测

1、近几年维生素D3市场价格持续处于历史低位，其中自2022年7月中旬至2023年6月中旬。维生素D3价格持续低于70元/kg，一方面此价格已低于多数企业的生产成本，另一方面从价格走势看，价格下探趋势基本企稳。目前行业整合压力已基本出清，剩余的供应厂商多为上市公司，整体竞争格局逐步明晰。2024年5月下旬以来，维生素D3市场价格逐步走高，截至2024年6月25日，市场价格自56.50元/kg已回升至74.00元/kg，未来随着下游饲料需求稳步提升，维生素D3价格有望底部反转。公司维生素D3已实现一体化生产，产能优势显著，预计2024-2026年随着价格自底部回升，公司维生素D3业务有望实现反转，2024-2026年分别实现收入6.24亿元、9.05亿元、12.22亿元，同比增速分别为70.0%、45.0%、35.0%，此外毛利率也将逐步恢复到2021年水平。

2、羊毛脂胆固醇为维生素D3唯一合法原材料，根据上文分析，维生素D3价格有望自底部反转，将同时拉动上游羊毛脂胆固醇需求上升，预计羊毛脂衍生品业务2024-2026年收入分别为1.90亿元、2.43亿元、3.04亿元，同比增速分别为35.0%、28.0%、25.0%，毛利率整体保持稳定。

3、公司新建维生素A、维生素E、生物素的产能预计将在未来几年内陆续投产，其中维生素A已经于2023年开始逐步进入市场，预计VB6和生物素于2025年开始贡献收入，维生素E于2026年开始贡献收入。其中VA和VE原料公司将从巴斯夫购买，之后加工出售，因此假设其毛利率低于行业平均，参考其他VA供应商浙江医药和金达威过去5年维生素A毛利率为40-75%。VB6和生物素公司计划打造完整产业链，参考天新药业维生素B族化合物和生物素2019-2022年毛利率范围40-65%。考虑到公司维生素新产品在上市初期，产量处在爬坡阶段，产能尚未完全得到有效利用，基于谨慎性原则，假设公司的单位生产成本在投产早期相对同行而言偏高，毛利率低于同行业可比公司，未来随着公司生产工艺成熟、生产规模扩大毛利率也将逐步提升。预计2024-2026年公司维生素新产品业务实现收入0.50亿元、1.62亿元、3.55亿元，2025-2026年同比增速分别为224%、119%；毛利率方面，预计2024-2026年维生素新产品毛利率分别为10.0%、17.0%、24.2%。

4. 2023年仿制药板块受集采续约降价影响收入出现下滑，目前公司7款核心产品中已有6款进入到国家或地方集采，降价压力已基本出清。公司有超10个品种处于审查或在研



阶段，随着后续随着公司布局的更多难仿品种不断获批上市，综合考虑到未来竞争及集采风险，预计未来药品板块收入将缓慢提升，2024-2026 年公司仿制药业务分别实现收入 6.01 亿元、6.31 亿元、6.63 亿元，同比增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%。

根据以上假设及预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 14.80 亿元、19.56 亿元、25.58 亿元，同比增速分别为 35.0%、32.2%、30.8%。

**图表 31：公司 2024-2026 年盈利预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
整体收入（百万元）	1117.1	1417.5	1096.0	1479.5	1955.5	2557.5
yoy (%)		26.9%	-22.7%	35.0%	32.2%	30.8%
毛利率 (%)	68.7%	66.0%	59.8%	62.9%	61.5%	60.0%
毛利润（百万元）	767.0	936.3	655.2	930.4	1203.5	1533.9
<b>维生素 D3 中间产品</b>						
收入（百万元）	416.4	386.0	367.1	624.0	904.8	1221.5
yoy (%)		-7.3%	-4.9%	70.0%	45.0%	35.0%
毛利率 (%)	68.0%	55.5%	47.9%	65.0%	68.0%	69.0%
毛利润（百万元）	283.2	214.1	175.8	405.6	615.3	842.8
<b>羊毛脂衍生品</b>						
收入（百万元）	192.4	208.9	140.7	189.9	243.1	303.9
yoy (%)		8.6%	-32.7%	35.0%	28.0%	25.0%
毛利率 (%)	44.1%	36.8%	33.5%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利润（百万元）	84.9	76.9	47.1	66.5	85.1	106.4
<b>维生素新产品</b>						
收入（百万元）			1.4	50.0	162.0	355.0
yoy (%)				3523%	224%	119%
毛利率 (%)			-9.4%	10.0%	17.0%	24.2%
毛利润（百万元）			-0.1	5.0	27.6	85.8
<b>药品</b>						
收入（百万元）	498.5	801.7	572.3	601.0	631.0	662.5
yoy (%)		60.8%	-28.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	79.1%	78.6%	74.1%	74.0%	74.0%	74.0%
毛利润（百万元）	394.5	629.7	423.8	444.7	466.9	490.3
<b>其他</b>						
收入（百万元）	9.8	20.9	14.6	14.6	14.6	14.6
yoy (%)		114.8%	-30.5%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	45.5%	74.0%	59.3%	59.3%	59.3%	59.3%
毛利润（百万元）	4.4	15.5	8.6	8.6	8.6	8.6

来源：公司年报，iFind，公司可转债募集说明书，国金证券研究所

### 费用率预测

**销售费用率：**公司近年来销售费用上升系 2021 年收购花园药业进军仿制药业务引起，随着公司仿制药品种陆续被纳入集采，以及考虑到未来维生素 D3 板块收入因价格因素持续增长，整体销售费用率有望温和降低，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 18.2%、17.4%、16.7%。

**管理费用率：**2022-2023 年公司管理费用绝对金额变动幅度较小，未来随着公司产品体系逐步丰富，管理费用金额也将同步增加，管理费用率因收入体量快速增长将逐步小幅下降，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 9.8%、9.4%、9.2%。

**研发费用率：**子公司花园药业目前拥有多个在研药物，未来研发费用将持续增加，综合考虑收入体量快速增长，未来研发费用率预计将逐步小幅下降，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 7.1%、6.0%、5.4%。

### 估值

根据上述假设，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.25 亿元、4.38 亿元、5.75 亿



元。我们采用市盈率法对公司进行估值，我们选取新和成、浙江医药、金达威三家同样生产维生素 D3 的企业做为可比公司，2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 22.75 倍、19.02 倍、16.17 倍，考虑到公司为少有的具备 VD3 上下游一体化生产能力的企业，近期 VD3 价格开始回升，公司业绩有望反转，给与公司 2024 年 29 倍 PE，对应股价 17.37 元。

图表32：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
002001.SZ	新和成	19.95	1.17	0.87	1.20	1.36	1.57	16.01	19.39	15.73	13.89	12.04
600216.SH	浙江医药	10.89	0.56	0.45	0.50	0.66	0.77	20.91	24.10	21.64	16.41	14.04
002626.SZ	金达威	14.59	0.42	0.45	0.49	0.57	0.68	49.21	36.00	30.87	26.76	22.44
平均值			0.72	0.59	0.73	0.86	1.01	28.71	26.50	22.75	19.02	16.17
300401.SH	花园生物	14.49	0.70	0.35	0.60	0.81	1.06	20.66	33.83	24.17	17.94	13.64

来源：iFind，国金证券研究所，注：股价为 2024 年 6 月 25 日收盘数据，新和成 24-26 采用国金预测，其余可比公司预测数据为 2024 年 6 月 25 日收盘后 iFind 机构一致预期或 iFind 预测

## 风险提示

**维生素 D3、A、B6、E、生物素价格波动风险。**维生素业务是公司近期业绩的核心增长点。从历史上看，维生素价格呈现周期变化的趋势，主要受到下游需求、政策、竞争格局等多方面变化的影响，若未来维生素 D3、A、B6、E、生物素的价格持续走低，将对公司业绩造成重大不利影响。

**药品集中采购未中选，或中选价格低于预期的风险。**公司的医药制造业务主要涉及仿制药，自国家开展集中带量采购以来，仿制药的销售价格大幅下降，若公司产品未能成功中选，将对其销售放量造成不利影响，或是尽管公司中选但中选价格大幅低于预期，也将对公司业绩造成不利影响。

**募投项目建设进度不达预期。**募投项目的建设将对公司发展战略的实施、经营规模的扩大产生较大影响，但项目在建设进度、实施过程和实施效果等方面存在一定不确定性。

**监管政策变化的影响。**公司与帝斯曼之间的合作受到市场监管总局的监督，若市监局认为二者的合作违反了《反垄断法》的相关规定，可能会对公司的业绩预期造成不利影响。

**新建产能释放不达预期。**公司前期为新建维生素 A、B6、E、生物素等新产品的产能投入巨大，目前其盈利能力尚未经验证，可能存在前期投入无法回收的风险。

**25-羟基维生素 D3 的竞争格局出现变化。**25-羟基维生素 D3 的快速放量是支撑公司短期内营收快速上升的关键假设，目前整体竞争格局良好，全球范围内可大规模供应该品种的供应商仅公司和帝斯曼，假如随着时间的推移，更多的企业加入到该产品的竞争中，或者工业界在全活性维生素 D3 的合成工艺上取得重大突破，可能会导致公司 25-羟基维生素 D3 产品的销售不及预期。

**大股东股权质押风险。**根据 2023 年年报，截至 2023 年底，公司最大股东浙江祥云科技股份有限公司持有的共 144,376,377 股份中（持股比例达 26.2%）有 51.7% 的股份处于质押状态，若后续公司股价出现较为剧烈的波动，将会对公司的偿债能力带来负面影响，甚至可能会使公司面临控制权不稳定的风险。

**存货过高的风险。**公司存货水平较高，2023 年年报显示存货周转天数为 543.23 天。


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,117</b>	<b>1,418</b>	<b>1,095</b>	<b>1,479</b>	<b>1,955</b>	<b>2,558</b>	货币资金	502	555	1,503	1,136	1,190	1,236
增长率	26.9%	-22.8%	35.2%	32.2%	30.8%		应收款项	91	171	94	173	217	270
主营业务成本	-350	-481	-439	-549	-752	-1,024	存货	429	546	780	933	1,112	1,346
%销售收入	31.3%	34.0%	40.1%	37.1%	38.5%	40.0%	其他流动资产	88	115	86	80	100	138
毛利	767	936	655	930	1,204	1,534	流动资产	1,110	1,387	2,462	2,322	2,620	2,990
%销售收入	68.7%	66.0%	59.9%	62.9%	61.5%	60.0%	%总资产	31.5%	33.6%	46.8%	44.8%	46.0%	47.4%
营业税金及附加	-15	-16	-19	-22	-29	-38	长期投资	51	68	66	66	66	66
%销售收入	1.3%	1.1%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	2,115	2,432	2,455	2,592	2,803	3,045
销售费用	-183	-337	-252	-269	-340	-426	%总资产	60.0%	58.9%	46.7%	50.0%	49.2%	48.2%
%销售收入	16.4%	23.8%	23.1%	18.2%	17.4%	16.7%	无形资产	182	191	197	199	206	213
管理费用	-79	-113	-127	-145	-184	-235	非流动资产	2,415	2,745	2,799	2,857	3,075	3,324
%销售收入	7.1%	7.9%	11.6%	9.8%	9.4%	9.2%	%总资产	68.5%	66.4%	53.2%	55.2%	54.0%	52.6%
研发费用	-59	-70	-91	-105	-117	-138	<b>资产总计</b>	<b>3,525</b>	<b>4,132</b>	<b>5,261</b>	<b>5,179</b>	<b>5,695</b>	<b>6,314</b>
%销售收入	5.3%	5.0%	8.3%	7.1%	6.0%	5.4%	短期借款	415	626	757	640	768	808
息税前利润 (EBIT)	430	400	166	389	533	696	应付款项	384	542	419	455	554	692
%销售收入	38.5%	28.2%	15.2%	26.3%	27.2%	27.2%	其他流动负债	99	142	88	131	171	225
财务费用	14	1	-11	-20	-33	-35	流动负债	898	1,309	1,264	1,226	1,494	1,725
%销售收入	-1.3%	-0.1%	1.0%	1.3%	1.7%	1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-3	1	0	0	0	其他长期负债	349	251	1,104	773	623	473
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0	0	负债	1,247	1,560	2,367	2,000	2,117	2,199
投资收益	5	1	0	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,279</b>	<b>2,572</b>	<b>2,893</b>	<b>3,179</b>	<b>3,578</b>	<b>4,115</b>
%税前利润	0.8%	0.3%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	551	551	551	542	542	542
营业利润	582	436	207	369	500	661	未分配利润	1,665	1,919	2,009	2,296	2,695	3,232
营业利润率	52.1%	30.8%	18.9%	24.9%	25.6%	25.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	6	4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,525</b>	<b>4,132</b>	<b>5,261</b>	<b>5,179</b>	<b>5,695</b>	<b>6,314</b>
税前利润	585	442	211	369	500	661	<b>比率分析</b>						
利润率	52.3%	31.2%	19.3%	24.9%	25.6%	25.9%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-75	-59	-19	-44	-63	-86	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.8%	13.3%	8.9%	12.0%	12.5%	13.0%	每股收益	0.871	0.696	0.349	0.600	0.808	1.062
净利润	510	384	192	325	438	575	每股净资产	4.136	4.668	5.251	5.869	6.606	7.597
少数股东损益	30	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.915	0.684	0.290	0.678	1.018	1.262
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>480</b>	<b>384</b>	<b>192</b>	<b>325</b>	<b>438</b>	<b>575</b>	每股股利	0.188	0.140	0.071	0.071	0.071	0.071
净利率	43.0%	27.1%	17.6%	22.0%	22.4%	22.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.06%	14.92%	6.65%	10.22%	12.23%	13.98%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	13.61%	9.29%	3.66%	6.27%	7.68%	9.11%
净利润	510	384	192	325	438	575	投入资本收益率	13.93%	10.85%	3.27%	7.45%	9.38%	11.22%
少数股东损益	30	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	45	64	132	147	162	181	主营业务收入增长率	81.67%	26.89%	-22.78%	35.15%	32.18%	30.79%
非经营收益	-59	-6	27	43	57	60	EBIT增长率	69.79%	-7.01%	-58.53%	134.42%	36.99%	30.68%
营运资金变动	8	-64	-191	-147	-105	-133	净利润增长率	76.24%	-20.03%	-49.87%	68.85%	34.74%	31.48%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>504</b>	<b>377</b>	<b>160</b>	<b>367</b>	<b>552</b>	<b>684</b>	总资产增长率	2.92%	17.21%	27.32%	-1.55%	9.97%	10.86%
资本开支	-593	-367	-244	-246	-380	-430	<b>资产管理能力</b>						
投资	-590	-1	-94	0	0	0	应收账款周转天数	24.9	33.2	43.7	42.0	40.0	38.0
其他	5	-3	-7	0	0	0	存货周转天数	383.6	369.7	550.8	620.0	540.0	480.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,178</b>	<b>-372</b>	<b>-344</b>	<b>-246</b>	<b>-380</b>	<b>-430</b>	应付账款周转天数	242.5	281.6	303.3	220.0	190.0	170.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	209.2	453.1	650.5	495.2	391.6	314.0
债权募资	173	115	1,322	-402	-22	-110	<b>偿债能力</b>						
其他	-186	-71	-282	-86	-95	-98	净负债/股东权益	-3.86%	2.75%	6.12%	8.72%	5.61%	1.11%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>44</b>	<b>1,040</b>	<b>-488</b>	<b>-117</b>	<b>-208</b>	EBIT利息保障倍数	-30.6	-427.4	14.9	19.6	16.3	20.0
<b>现金净流量</b>	<b>-688</b>	<b>51</b>	<b>859</b>	<b>-366</b>	<b>54</b>	<b>46</b>	资产负债率	35.36%	37.75%	45.00%	38.61%	37.17%	34.82%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.50</b>	<b>2.50</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究