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

事件 1: 公司发布 2021 年三季报，公司实现营业收入 4.56 亿元，同比-7.07%，实现归母净利润 2.76 亿元，同比+22.07%，其中三季度单季度实现营业收入 1.06 亿元，同比-26.95%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比-36.18%，公司业绩符合预期。

事件 2: 公司拟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，交易完成后，花园药业将成为花园生物全资子公司。花园药业 2020 年度净利润为-1,170.55 万元，2021 年 1-9 月净利润为 12,282.84 万元。

维生素 D3 价格环比下跌，三季度业绩略有下滑，公司业绩符合预期。公司 2021Q3 毛利率 60.68%，同比-1.49pct，扣非净利率 40.16%，同比+0.46 pct，我们预计主要是维生素产品价格波动以及费用率同比减少所致（根据博亚和讯数据，2021Q3 VD3 均价 11.6 万/吨，同比-38.8%，Q3 单季度 VD3 均价 9.4 万/吨，环比 Q2 均价 12.5 万/吨下跌 24.8%）；财务费用-0.71 亿元，同比-270.81%，主要是本期银行存款利息收入较上年同期增加所致；资产处置收益 0.66 亿元，同比+20754.19%，主要是杭州子公司整体搬迁，本期设备处置收益较上年同期增加所致，在建工程 13.15 亿元，同比+32.82%，主要是本期金西科技园项目建设持续投入所致。

收购花园药业，加速产业整合，打开公司未来成长空间。为推动公司“一纵一横”发展新战略，公司拟现金收购花园药业 100%股权。花园药业专注于心血管、神经系统等慢性疾病领域复方制剂产品的研发、生产和销售。主要产品有缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片等 36 个品种。2021 年之前，花园药业以普药的生产销售为主，随着第 4 批、第 5 批国家药品集中采购中选，花园药业收入规模实现大幅增长。2021 年 1-9 月净利润为 12,282.84 万元，主要收入来源为缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液和硫辛酸注射液等 4 个中选产品，收入占比合计为 92.74%。花园药业拥有完备的医药行业资质、经验丰富的经营管理团队、成熟的销售网络，本次交易有助于公司在现有维生素 D3 产业链基础上高效、快速地向下游医药领域纵向延伸，有利于拓宽公司的业务范围，提升公司的盈利能力，进一步巩固公司的核心竞争力。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 6.88/11.29/14.97 亿元；归母净利润分别为 3.57/4.71/6.32 亿元，对应 PE 估值分别为 23.1/17.5/13.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求缩减、产能投放进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	718	615	688	1,129	1,497
增长率 yoy（%）	8.8	-14.4	11.9	64.2	32.5
归母净利润（百万元）	344	272	357	471	632
增长率 yoy（%）	11.8	-20.8	31.1	32.0	34.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.62	0.49	0.65	0.86	1.15
净资产收益率（%）	19.7	9.4	11.1	13.0	15.0
P/E（倍）	24.0	30.4	23.1	17.5	13.1
P/B（倍）	4.7	2.8	2.6	2.3	2.0

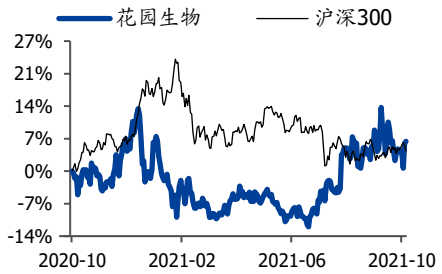
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10 月 27 日收盘价(元)	15.00
总市值(百万元)	8,265.11
总股本(百万股)	551.01
其中自由流通股(%)	95.51
30 日日均成交量(百万股)	8.79

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

1、《花园生物（300401.SZ）：战略布局金西科技园，打造全球 VD3 一体化龙头》2021-08-01

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1013	1772	1995	1932	2192
现金	506	1159	1423	1202	1541
应收票据及应收账款	64	64	80	156	156
其他应收款	1	1	1	3	2
预付账款	3	2	4	6	7
存货	307	307	249	326	247
其他流动资产	132	239	239	239	239
非流动资产	1067	1653	1727	2233	2626
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	387	362	587	1040	1392
无形资产	171	170	188	209	229
其他非流动资产	508	1121	951	984	1006
资产总计	2080	3425	3722	4165	4819
流动负债	333	405	401	424	491
短期借款	255	200	200	200	200
应付票据及应付账款	39	145	133	155	213
其他流动负债	39	59	69	69	78
非流动负债	4	111	111	111	111
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	111	111	111	111
负债合计	337	515	512	535	602
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	479	551	551	551	551
资本公积	159	982	982	982	982
留存收益	1204	1477	1779	2183	2736
归属母公司股东权益	1743	2910	3210	3630	4217
负债和股东权益	2080	3425	3722	4165	4819

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	367	417	417	399	884
净利润	344	272	357	471	632
折旧摊销	39	39	42	71	108
财务费用	-5	-5	-9	1	8
投资损失	-12	-6	-9	-11	-9
营运资金变动	-12	76	37	-134	145
其他经营现金流	13	40	0	0	0
投资活动现金流	-133	-593	-106	-567	-492
资本支出	446	579	73	506	393
长期投资	298	-100	0	0	0
其他投资现金流	612	-114	-32	-60	-99
筹资活动现金流	86	832	-47	-52	-53
短期借款	255	-55	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	72	0	0	0
资本公积增加	0	823	0	0	0
其他筹资现金流	-168	-8	-47	-52	-53
现金净增加额	321	653	264	-221	338

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	718	615	688	1129	1497
营业成本	218	244	278	402	515
营业税金及附加	11	6	8	14	18
营业费用	16	10	14	25	30
管理费用	57	72	62	102	135
研发费用	43	30	31	51	67
财务费用	-5	-5	-9	1	8
资产减值损失	0	0	1	1	1
其他收益	6	49	100	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	6	9	11	9
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	399	313	413	546	731
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	399	315	414	546	732
所得税	55	43	57	75	100
净利润	344	272	357	471	632
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	344	272	357	471	632
EBITDA	438	332	429	591	812
EPS（元）	0.62	0.49	0.65	0.86	1.15

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	8.8	-14.4	11.9	64.2	32.5
营业利润(%)	12.0	-21.4	32.0	32.0	34.0
归属于母公司净利润(%)	11.8	-20.8	31.1	32.0	34.0
获利能力					
毛利率(%)	69.7	60.4	59.6	64.4	65.6
净利率(%)	47.8	44.3	51.9	41.7	42.2
ROE(%)	19.7	9.4	11.1	13.0	15.0
ROIC(%)	17.2	7.8	9.5	11.4	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	16.2	15.0	13.8	12.8	12.5
净负债比率(%)	-14.2	-29.1	-34.7	-24.6	-29.2
流动比率	3.0	4.4	5.0	4.6	4.5
速动比率	2.0	3.5	4.2	3.7	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	8.4	9.6	9.6	9.6	9.6
应付账款周转率	5.6	2.7	2.0	2.8	2.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.49	0.65	0.86	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.76	0.76	0.72	1.60
每股净资产(最新摊薄)	3.16	5.28	5.83	6.59	7.65
估值比率					
P/E	24.0	30.4	23.1	17.5	13.1
P/B	4.7	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	18.1	21.8	16.2	12.1	8.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

事件 1：公司发布 2021 年三季报，公司实现营业收入 4.56 亿元，同比-7.07%，实现归母净利润 2.76 亿元，同比+22.07%，其中三季度单季度实现营业收入 1.06 亿元，同比-26.95%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比-36.18%，公司业绩符合预期。

事件 2：公司拟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，交易完成后，花园药业将成为花园生物全资子公司。花园药业 2020 年度净利润为-1,170.55 万元，2021 年 1-9 月净利润为 12,282.84 万元。

维生素 D3 价格环比下跌，三季度业绩略有下滑，公司业绩符合预期。公司 2021Q3 毛利率 60.68%，同比-1.49pct，扣非净利率 40.16%，同比+0.46 pct，我们预计主要是维生素产品价格波动以及费用率同比减少所致(根据博亚和讯数据，2021Q3 VD3 均价 11.6 万/吨，同比-38.8%，Q3 单季度 VD3 均价 9.4 万/吨，环比 Q2 均价 12.5 万/吨下跌 24.8%)；财务费用-0.71 亿元，同比-270.81%，主要是本期银行存款利息收入较上年同期增加所致；资产处置收益 0.66 亿元，同比+20754.19%，主要是杭州子公司整体搬迁，本期设备处置收益较上年同期增加所致，在建工程 13.15 亿元，同比+32.82%，主要是本期金西科技园项目建设持续投入所致。

收购花园药业，加速产业整合，打开公司未来成长空间。为推动公司“一纵一横”发展新战略，公司拟现金收购花园药业 100%股权。花园药业专注于心血管、神经系统等慢性疾病领域复方制剂产品的研发、生产和销售。主要产品有缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片、阿奇霉素分散片和罗红霉素胶囊等 36 个品种。2021 年之前，花园药业以普药的生产销售为主，随着第 4 批、第 5 批国家药品集中采购中选，花园药业收入规模实现大幅增长。2021 年 1-9 月净利润为 12,282.84 万元，主要收入来源为缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液和硫辛酸注射液等 4 个中选产品，收入占比合计为 92.74%。花园药业拥有完备的医药行业资质、经验丰富的经营管理团队、成熟的销售网络，本次交易有助于公司在现有维生素 D3 产业链基础上高效、快速地向下游医药领域纵向延伸，有利于拓宽公司的业务范围，提升公司的盈利能力，进一步巩固公司的核心竞争力。

借助搬迁金西科技园契机，完成产业技术整合升级，大幅扩产 25 羟基 VD3 等高附加值品种。随着公司募投项目在金西科技园的逐步落地，公司原有东阳和下沙生产基地逐渐搬迁至金西科技园，在实现公司产能和技术升级，提升公司产业链价值的同时，也实现了资源整合和集中生产管理，降低了运营成本。立足金西科技园，公司进一步做大主营 VD3 产业规模，上游原料关键中间体胆固醇和精制羊毛脂大幅扩能，同时下游高附加值产品 25-羟基 VD3 粉从 100 吨扩产至 1200 吨，有望使公司在未来 2-3 年内盈利水平再迈上新的台阶。

盈利预测与投资建议：公司是全球唯一一家拥有完整羊毛脂-胆固醇-VD3 价值链的企业，一体化优势明显，金西科技园建成投产后公司 VD3 产业规模和盈利能力将大幅提升。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 6.88/11.29/14.97 亿元；归母净利润分别为 3.57/4.71/6.32 亿元，对应 PE 估值分别为 23.1/17.5/13.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求缩减、产能投放进度不及预期。

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

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

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

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