

花园生物（300401.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



袁均城
锂电研究员

2025年12月16日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	15.05
总市值	81.79亿
PE-TTM	27.10
PB-MRQ	2.59

估值结果

DDM估值	价值	83.93亿
	上行空间	2.6%
	状态	合理估值
动态估值	价值	85.85亿
	上行空间	5.0%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

花园生物是全球维生素龙头，维生素D3市占率全球第一，并已延伸至仿制药业务，切入下游医药场景。公司成长空间较大，主要系公司维生素业务具备从维生素D3单一品种拓展至其他维生素品种的空间。盈利趋势一般，主要系2024年巴斯夫因不可抗力停产推高维生素价格，目前巴斯夫已经复产，各品种价格持续下行。产业格局一般，虽然维生素行业集中度比较高，但是业内各家企业产能规划比较积极，产品供需关系偏过剩。公司护城河较深，主要体现在线下渠道、规模经济、利基市场垄断和技术优势等维度。

基于公司未来新品种维生素投产，推动收入进一步增长，新的仿制药有望借助集采中标实现放量，整体毛利率小幅下滑，整体费用率小幅下降等核心假设，我们认为公司当前估值处于合理水平。

我们区别于市场的观点

- 1) 市场认为公司的仿制药业务会维持稳健的增长，主要系下游需求稳定。我们认为公司的仿制药销售依赖集采渠道，但是2024年公司没有新的仿制药中选集采，因此市场可能高估了公司2025年仿制药业务收入。
- 2) 市场认为各个品种的维生素价格已经企稳，主要系部分维生素品种价格已经回落至历史中枢区间。我们认为各家维生素企业虽然都有自己的核心维生素品种，但是各家企业普遍有往其他维生素品种扩建产能的相关规划，会导致相关品种供给过剩，因此市场中长期可能高估了花园生物新募投项目取得的预期收益率。
- 3) 市场认为仿制药业务里的骨化三醇项目未来会给公司带来较大的成长空间，我们认为骨化三醇制剂当前的竞争格局比较激烈，骨化三醇项目未来能否实现一定的收入规模存在不确定性。

风险提示

- 1) 维生素行业供给偏过剩，相关品种价格下行幅度存在超预期风险；2) 仿制药中标可能不及预期，导致公司仿制药业务规模低于市场预期；3) 新募投项目竞争格局激烈，可能导致预期收益率不及市场预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司是国内维生素D3行业的龙头企业，掌握规模化生产维生素D3核心中间体的方法，完成一体化布局，全球市占率约40%，位居第一。2021年并购花园药业以后，将业务版图拓展至仿制药行业。公司未来将会横向拓展其他维生素品种，成为覆盖维生素A、B6、D3、E、生物素的维生素平台型龙头企业。

2. 业务介绍

对于花园生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

维生素：

维生素是维持生命活动必需的微量有机物，多数品种人体不能合成，需外源摄取。公司目前覆盖的维生素品种主要是维生素D3，未来准备拓展至维生素A、B6、E和生物素。从下游应用分布看，维生素大部分需求集中在饲料行业，医药保健和食品行业仅占小部分需求。因为中国是全球最大的维生素出口国，所以我们对该业务的竞争市场定义为全球范围。

仿制药：

仿制药是在原研药专利到期后，根据专利研发生产的具有相同活性成分、剂型和疗效的药品。其核心优势在于疗效确切、质量可控，同时具备较高的性价比，有助于提升患者对药物的可获得性。因为公司的仿制药绝大部分通过集采渠道在国内医院实现销售，所以我们对该业务的竞争市场定义为国内范围。

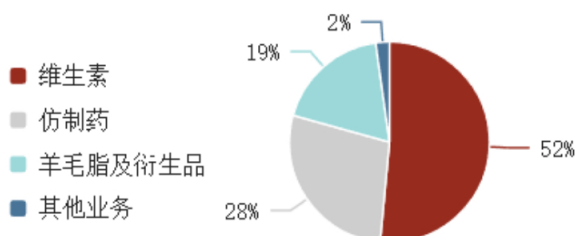
羊毛脂及衍生品：

羊毛脂是从羊毛中分离出的天然动物蜡，具有良好的保湿、乳化和润滑性能，其中纯度非常高的产品用于生产维生素D3，纯度相对较低的产品则广泛应用于医药、化妆品和工业领域。因为羊毛脂为一般工业品，下游应用领域广泛，所以我们对该业务的竞争市场定义为全球范围。

其他业务：

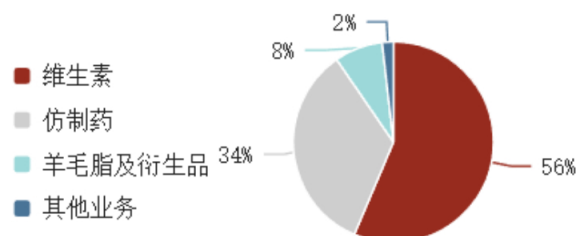
主营业务产品生产过程中产生一系列规模较小的副产品，公司主营业务是维生素，属于出口导向型行业，生产过程中的相应副产品有类似的渠道属性，因此我们对该业务的竞争市场定义为全球范围。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

整体来看公司有两大板块业务，商业模式不同。1) 维生素、羊毛脂及衍生品是典型的中游化工企业，产品偏同质化，下游客户主要考量价格，公司挣的是原材料和产成品之间的加工价差，核心比拼规模优势和成本控制力；2) 仿制药业务板块，公司是行业的中后部排位的尾部企业，渠道能力较弱，需要在具体仿制药品种完成集采之前拿到注册批文，后续通过中选集采实现销售放量，比拼管理层对研发方向的选择和拿到相应注册批文的速度。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

参考花园生物历史的扩产投资额，维生素 D3 的单吨投资额达5万元/吨。尽管维生素D3行业整体市场规模较小，但其单吨投资强度显著高于其他行业的平均水平，这一特性使其更易在利基市场中构建规模优势。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

维生素生产流程较长，生产过程中的参数调整不仅决定最终提纯效率，还会进一步影响产品生产成本。因此，通过持续研发优化生产流程参数，是公司在维生素业务领域构建竞争优势的关键，而公司研发费用率长期维持在5%以上，为这一优势的形成提供了支撑。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

维生素属于同质化产品，下游主要是饲料厂商、食品加工厂和生物医药企业，客户以中小B端企业为主，比较分散，而仿制药业务的主要销售渠道是集采渠道，客户结构非常集中，因此公司整体客户集中度处于居中的水平。

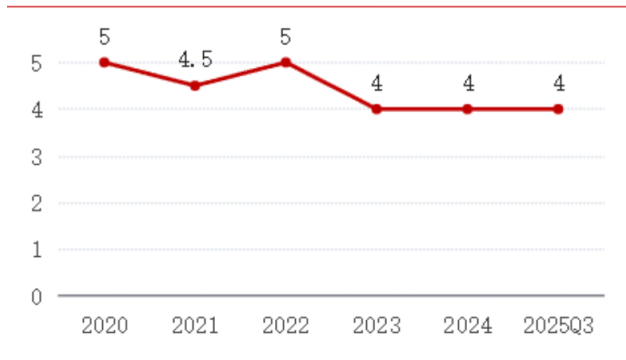
4. 历史经营绩效

由于花园生物维生素D3业务完成了上游一体化布局，有突出的成本竞争优势，因此历史盈利能力和历史业务控制力处于较好的水平。但是公司的维生素D全球市场份额已经达到40%，进一步提升空间不大，因此历史成长能力评级一般。公司正处于拓展其他品种维生素业务的投入期，需要大量的前期资本开支投入，因此分红能力有限，股东回报评级相对一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



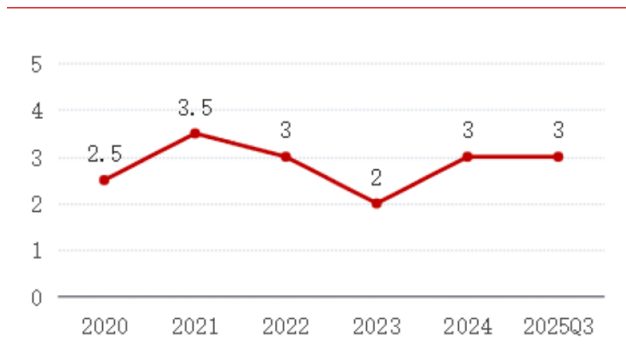
数据来源：公司财报，壹评级

公司过去5年盈利能力星级较高，主要系公司完成了维生素D3产业的中上游一体化，在生产成本上具有较强的竞争优势，在行业周期低点仍然有较好的盈利能力。但盈利趋势呈下滑态势，主要系公司近几年做横向一体化的过程中，做了比较多的资本开支，新项目尚未盈利拉低了整体的ROE和ROIC。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



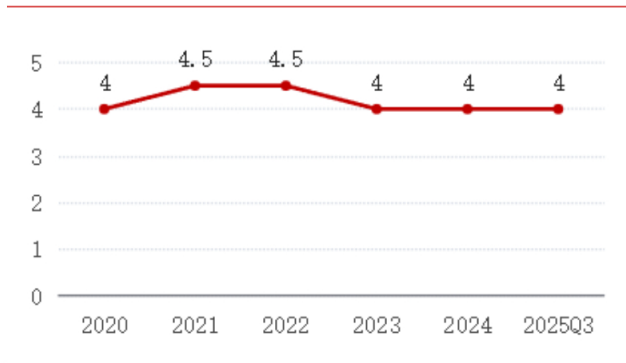
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力星级一般，主要系公司在全球维生素D3产业上的市场份额已经接近40%，居于全球首位，难有进一步的提升空间。近两年成长能力略有提升，主要系2024年巴斯夫维生素工厂因不可抗力事件停产，相关维生素产品的价格出现较大幅度的上涨，维生素D3价格同步跟涨。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



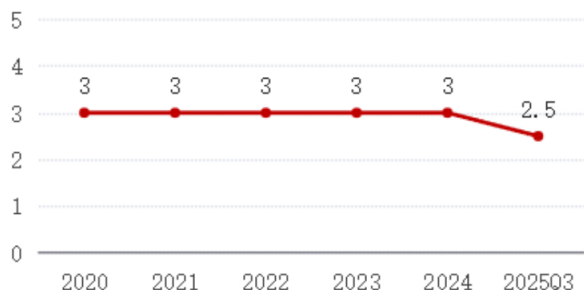
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级较好，主要系公司在维生素D3产业上的市场份额全球第一，同时掌握了维生素D3核心中间体的规模化生产技术，全球仅4家公司有规模化生产的能力。相对于上游羊毛脂产业比较分散的竞争格局而言，花园生物有较强的议价能力。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级一般，主要系公司发展战略为成为一家维生素平台型企业，维生素业务将从原来的单一品种逐步扩展到多个品种，现在仍然处于投入期，可用于股东分红提升股东回报的现金流较少。

5. 四维评级

公司未来成长空间评级良好，但产业格局评级一般，维生素产品行业供给有可能过剩，导致盈利趋势较差。公司掌握了维生素D3的核心中间体生产技术，完成了维生素D3产业一体化布局，在生产成本上有较大优势。全球仅4家企业掌握该核心中间体规模化生产技术，有较深的技术护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司维生素业务可以通过切入其他维生素品种的方式获得较大的成长空间；公司在研仿制药项目储备仍然充足，有望在未来贡献收入增量；羊毛脂及衍生品业务下游需求平稳，公司份额较高，成长空间一般。

维生素(4星)：

公司正从单一品种维生素企业向维生素平台型企业转型，业务结构将由原先单一的维生素 D3 销售，拓展至维生素 A、B6、E 等多品类。此举将显著扩大公司所覆盖的行业规模，未来成长空间评级良好。

仿制药(3.5星)：

公司当前在院内销售的仿制药品种较少，业务规模较小。但公司当前在研仿制药项目储备充足，新的仿制药品种完成研发获得注册批文后，有望通过中选集采渠道进入院内形成一定的销售规模。

羊毛脂及衍生品(2.5星)：

羊毛脂及衍生品的需求主要体现在维生素D3的生产和下游化妆品、工业领域，需求平稳增长，但公司在该业务上有超过40%的全球市场份额，进一步提升的空间不大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

维生素业务的价格景气高点已过，巴斯夫维生素工厂恢复生产后，相关产品价格正逐步向历史低位中枢回落，盈利趋势星级较差。仿制药领域，受地方接续集采推进影响，产品价格大概率在国家集采定价基础上进一步下行，导致其毛利率中长期提升空间受限。

维生素(2星):

维生素的价格高点已过，现在处于往历史价格低位中枢回归的过程，中长期维度各家维生素企业扩产不节制，一定程度上加剧行业供给过剩，影响行业整体的盈利能力。

仿制药(2星):

部分仿制药品种国家集采到期后，地方接续集采有可能会进一步的压降价格和切割市场份额，进一步降低仿制药业务的盈利能力。

羊毛脂及衍生品(2.5星):

当前行业供给比较充裕，同时公司未来仍然有相关的新产能投放，需求平稳增长的前提下，盈利能力难以出现较大幅度的改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

虽然维生素行业竞争格局较好，呈现寡头竞争格局，但是寡头之间的竞争强度比较激烈。头部企业依靠规模优势和技术优势压低产品的生产成本，一定程度上提高了新进入者的进入难度，有助于维生素行业竞争格局保持稳定。同时维生素在人体中发挥不可替代的调节作用，邻近行业品类替代风险比较低。

仿制药业务由于专利公开，研发壁垒相对较低，同一种药同时可能有多家厂商在研发或销售，竞争比较激烈，整体产业格局一般。

维生素(3.5星):

维生素业务产品同质化，企业之间比拼成本竞争。原有的维生素企业未来产能规划比较充裕，中长期行业供给处于偏过剩状态，行业外的新进入者在当前环境进入会面临激烈的竞争压力。维生素的行业生命周期处于成熟阶段，模式变革及行业品类替代风险低，产业格局较好。

仿制药(2.5星):

公司是仿制药行业中的尾部公司，仿制药品种较多，公司仅研发和销售一小部分的药品，有一定的牌照壁垒，但是研发上并无突出优势，多个仿制药品种同时存在数量较多的竞争厂商，公司下游主要面对医保局的集采，因此对下游的议价能力处于相对弱势方。

羊毛脂及衍生品(3星):

作为维生素D3的上游行业，产业属性类似，偏向同质化竞争，企业之间比拼成本控制。全球仅4家企业具有规模化生产能力，技术壁垒比较高，呈现寡头竞争格局。羊毛脂上游主要是羊毛纺织企业，格局分散，公司对上游有较好的议价能力。但公司自身产能规划比较激进，下游不一定能消化未来公司的新增产能，一定程度上削弱了公司对下游的议价权。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深，主要是掌握了维生素D3的核心中间体NF级胆固醇的规模化生产方法，全球仅有4家具备规模化生产能力，给公司带来较大的成本优势和规模优势。公司在维生素D上的渠道复用和经验积累为公司拓展其他维生素品种提供一定的基础。仿制药业务护城河主要体现在取得药物注册批文的牌照壁垒和管理运营壁垒，管理层在药物研发次序和集采招投标的策略极大程度决定最终的销售情况。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
维生素	(4星) 经壹评级调整后该业务ROE为15.2%，ROIC为12.5%，维生素D3业务全球市占率约40%左右，行业排名第一，业务控制力为4星。未来公司将在更多维生素品种上发力，拓宽护城河宽度。	(4.5星) 维生素业务护城河由线下渠道、规模经济、技术优势和利基市场垄断构成。公司维生素D业务市占率高，对下游渠道的触达广，在拓展其他维生素品种的销售时有较大的渠道优势。另外，高市占率保证了一定的规模效应，同时部分维生素的中间体在生产上具有一定的技术壁垒，以上因素共同促使公司在维生素这个规模较小的行业中形成一定的利基市场垄断。维生素行业进入成熟期，技术变化慢，龙头公司有望依靠规模领先持续获得竞争优势，护城河持续性较好。
仿制药	(3.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为51.7%，ROIC为12.4%，超额盈利能力非常突出，主要得益于仿制药轻资产的商业模式。全行业仿制药品种较多，公司仅销售和研发相当小一部分的品种，因此市占率非常低，但业务控制力为4星，现金流情况较好。	(4星) 仿制药业务护城河主要有牌照优势和管理运营优势构成。一方面仿制药的销售需要取得药监局的药物注册批文，另一方面管理层判断的研发方向和集采价格策略会极大程度影响最终的销售规模。公司管理层在公司任职多年，有丰富的行业经验，护城河持续性较好。
羊毛脂及衍生品	(2星) 经壹评级调整后该业务ROE为3.5%，ROIC为3.4%，业务全球市占率约40%，行业排名第一，业务控制力为4星。盈利指标不突出主要系公司在该业务做了过多的资本投入尚未形成对应的产出，但该业务技术壁垒较高，全球仅4家企业掌握规模化生产方法。	(4.5星) 羊毛脂及衍生品护城河主要由技术优势构成。全球仅有4家企业掌握规模化生产NF级胆固醇的方法，公司产能规划全球第一，占全球产能占比达58%，中长期维度对这个细分产业链保持非常强的话语权，且行业整体盈利情况不足以吸引资本流入，竞争格局有望长期保持稳定，护城河持续性较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司未来在维生素品种上还具有拓展空间，且有新的仿制药品种通过集采形成销售，但长期盈利能力小幅下行等假设，我们对花园生物采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

业务1：维生素

收入假设：

- 1) 维生素D业务进入成熟期，显性期和半显性期公司保持市场份额的稳定，销量跟随行业平稳实现低个位数增长。
- 2) 维生素A、B6、E、生物素等产品显性期按照产能募投计划准时投产，陆续于2026-2029年实现投产并形成销售，半显性期后相关产品销量跟随行业平稳实现低个位数增长。
- 3) 随着维生素行业供给进一步的增加，显性期内各产品价格持续下行创历史新低，半显性期行业供给趋向平稳，相关产品价格企稳。

盈利能力假设：

- 1) 考虑到公司生产其他维生素品种不具备成本优势，且相关产品价格预计未来呈现下降趋势，毛利率假设5年内逐步下滑，半显性期行业供给趋向平稳，公司毛利率企稳。
- 2) 新生产的维生素品种与公司原来主营的维生素D业务类型相似，假设相关费用率在显性期和半显性期均维持平稳。

业务2：羊毛脂及衍生品

收入假设：

- 1) 下游维生素D的需求平稳增长，化妆品等消费领域需求增长速率相对较快，预计未来5年营收CAGR在5-10%之间，半显性期增速进一步下探至3-5%。

盈利能力假设：

- 1) 短期该业务毛利率因为新产能投放，毛利率处于历史低位水平，未来五年随着新产能的逐渐爬坡预计毛利率逐渐修复至历史中枢水平（33%），行业所处阶段为成熟期，预计半显性期毛利率保持平稳。
- 2) 行业周期已处于成熟阶段，公司份额领先，产业地位突出，预计显性期和半显性期整体费用率保持平稳。

业务3：仿制药

收入假设：

- 1) 在售仿制药销量在显性期与半显性期保持平稳；价格端受地方集采续标影响，在显性期内小幅下降，半显性期后趋于稳定。
- 2) 已获注册批文的部分仿制药品种未来将参与国家集采，若中标可实现销售放量，每年新增销售规模约数千万元。其中 2026 年增量或较显著，因据最新集采药品公告，公司有 2 个已获批文的仿制药品种预计入围，且该品种院内销售规模较大。
- 3) 原料药业务按产能计划，在显性期内完成投产并实现销售，半显性期保持低个位数增长。骨化三醇等制剂项目当前竞争激烈，远期投产后对收入的贡献存在不确定性，暂不计入收入预测。

盈利能力假设：

- 1) 显性期内毛利率预计逐年小幅下滑，主要原因包括两点：一是在售仿制药受地方集采续标影响，价格进一步下行；二是后续原料药业务形成销售后，其毛利率低于原有业务，拉低整体毛利率水平。半显性期毛利率保持稳定。

2) 前两年公司仿制药集采结果不及预期, 后续若新仿制药品种集采进展顺利, 销售费用率预计平稳下降。同时, 原料药业务销售费用率预计低于原有仿制药业务, 因此显性期整体费用率预计呈小幅下行趋势, 逐步回归历史均值。半显性期相关费用率保持平稳。

表2: 公司整体业绩预测

花园生物	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.2	10.9	12.4	12.5	18.9	21.0	24.2	27.4
归母净利润(亿)	3.8	1.9	3.1	3.4	5.3	5.5	5.8	6.4
归母净利润增速(%)	-20.0	-49.9	60.7	9.6	56.5	3.2	6.2	10.5
经营性净利润(亿)	3.8	1.8	3.0	3.4	5.3	5.5	5.8	6.4
经营性净利润增速(%)	-22.6	-52.8	69.7	12.7	56.5	3.2	6.2	10.5
经营性归母净利润(亿)	3.8	1.8	3.0	3.4	5.3	5.5	5.8	6.4
经营性归母净利润增速(%)	-17.8	-52.8	69.7	12.7	56.5	3.2	6.2	10.5

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

维生素	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.9	3.7	5.8	6.4	11.6	13.1	15.1	17.5
收入增速(%)	-7.3	-4.9	58.3	10.8	80.8	12.3	15.5	16.0
经营性净利润(亿)	1.4	1.0	2.1	2.6	4.3	4.2	4.3	4.6
经营性净利率(%)	37.2	27.3	36.7	40.3	36.5	32.5	28.4	26.5
经营性净利润增速(%)	-37.1	-30.2	112.2	21.9	63.9	-0.2	1.0	8.2
仿制药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.0	5.7	4.3	3.5	4.5	4.7	5.7	6.3
收入增速(%)	60.8	-28.6	-25.1	-19.0	28.2	6.2	20.9	10.8
经营性净利润(亿)	1.7	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
经营性净利率(%)	21.0	7.7	12.0	12.2	13.6	14.7	15.9	17.1
经营性净利润增速(%)	-8.4	-73.8	16.7	-17.6	42.3	15.3	31.2	19.0
羊毛脂及衍生品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.1	1.4	2.1	2.3	2.5	2.8	2.9	3.1
收入增速(%)	8.6	-32.7	49.4	10.0	10.0	10.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
经营性净利率(%)	25.2	19.6	13.7	12.7	14.0	15.5	16.8	18.1
经营性净利润增速(%)	-24.1	-47.5	4.1	2.0	21.7	21.2	14.0	13.4
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
收入增速(%)	114.9	-30.5	60.8	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	51.3	35.3	32.5	28.5	28.5	28.6	28.6	28.7
经营性净利润增速(%)	191.1	-52.2	48.0	0.9	15.1	15.2	15.1	15.2

数据来源: 壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
维生素	3.0%	中低	较好	强	8.0%	15.13	4.6
羊毛脂及衍生品	3.0%	中低	较好	强	8.5%	13.96	0.5
仿制药	2.7%	中低	一般	较强	8.5%	11.42	1.4
其他业务	2.2%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
维生素(亿)	7.0	50.6	57.7	3.1	—	—	60.8
羊毛脂及衍生品 (亿)	2.9	5.5	8.4	1.1	—	—	9.5
仿制药(亿)	2.6	9.0	11.6	2.3	—	—	13.9
其他业务(亿)	0.2	1.2	1.4	0.1	—	—	1.6
公司整体测算(亿)	12.9	66.3	79.1	6.7	—	—	85.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
维生素(亿)	27.4	27.0	54.5	3.1	—	—	57.6
羊毛脂及衍生品 (亿)	6.6	2.7	9.4	1.1	—	—	10.5
仿制药(亿)	5.4	6.1	11.5	2.3	—	—	13.9
其他业务(亿)	0.9	1.0	1.8	0.1	—	—	2.0
公司整体测算(亿)	40.3	36.9	77.2	6.7	—	—	83.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等。尽管维生素行业生命周期处于成熟阶段，下游需求波动性较小，但供给侧仍不定期会有不可抗力事件发生导致相关产品价格出现大幅度波动。此外，多个维生素厂商对后续新增产能投放仍偏积极，相关产品价格下行空间判断难度较大；公司仿制药业务的销售高度依赖集采渠道的中标结果，后续能否在医药集采中持续中标存在较大不确定性。行业跟踪方面，维生素各产品价格具有高频可得渠道报价数据；羊毛脂及衍生品由于行业规模太小，相关产业信息匮乏；仿制药的中标跟踪则有官方披露的公告验证，可跟踪性较强。公司跟踪方面，花园生物与资本市场的交流频次相对较少，可跟踪性较差。综上考虑，公司整体估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。