

# 华恒生物 (688639.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 氨基酸放量业绩略超预期，新品种打 开成长天花板

国金证券研究所

市价 (人民币): 159.37 元

相关报告:

1. 《乘行业之东风，技术创新促进多维扩张-华恒生物公司深度》，2022.11.11

### 业绩简评

4月25日，2022年年报&2023一季报发布，2022年收入14.19亿元(+48.69%)，扣非归母净利润3.04亿元(+108.95%)；2023Q1单季度实现收入4.00亿元(+48.02%)，扣非归母净利润0.78亿元(+45.97%)。

### 经营分析

**氨基酸持续扩产成本优势加大，海外销售盈利能力提升。**公司厌氧发酵在成本、碳排放、发酵周期和转化率等方面优势显著，22年生产量6.4万吨(+30.99%)。2022年氨基酸产品收入11.66亿元(+44.74%)，毛利率42.37%，增加6.81个百分点。境内营收5.17亿元(+29.86%)，毛利率39.98%，增加3.31个百分点；境外营收7.02亿元(+58.48%)，毛利率43.88%，增加9.87个百分点。

**L-缬氨酸需求高涨，产能释放市占率有望提升。**饲料原料豆粕蛋白价格高企等因素带动氨基酸精确配方饲料发展，根据中国发酵行业协会数据显示，全球缬氨酸市场规模保持着迅猛增长态势。公司巴彦淖尔基地逐步大规模量产发酵法L-缬氨酸产品，市场占有率将逐步提升，发展势头良好。

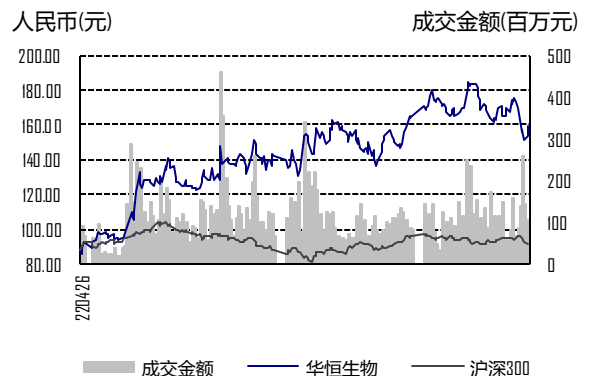
**多元化布局打开成长天花板，新布局15万吨以上新品种产能。**公司积极布局多样化的产品生产线。公司当前拟使用合成生物法生产D-泛酸钙、1,3丙二醇和丁二酸等产品。1)公司生物发酵方法生产D-泛解酸内酯，大幅节省了能源耗用，提升了产品经济性。2)公司逐步完成巴彦淖尔基地三支链氨基酸及其衍生物项目和长丰基地beta丙氨酸衍生物项目建设。3)在赤峰基地启动建设年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产5万吨的生物基PDO项目。4)在秦皇岛基地启动建设年产5万吨生物基苹果酸建设项目。

### 盈利预测、估值与评级

公司是丙氨酸行业的全球龙头，厌氧发酵技术的领先者，依托优势产品的扩产以及新型产品的投放，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.29/5.94/8.06亿元，分别同比增长34.00%/38.41%/35.77%，维持“增持”评级。

### 风险提示

菌种泄露风险、菌种研发落后风险、主要客户流失风险、市场竞争加剧风险、股东和董监高减持风险



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	954	1,419	2,034	2,928	3,982
营业收入增长率	95.81%	48.69%	43.35%	43.97%	36.00%
归母净利润(百万元)	168	320	429	594	806
归母净利润增长率	38.92%	90.23%	34.00%	38.41%	35.77%
摊薄每股收益(元)	1.558	2.952	3.956	5.476	7.435
每股经营性现金流净额	0.89	3.30	4.72	6.55	9.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.22%	21.62%	24.51%	28.19%	31.12%
P/E	82.97	52.59	40.28	29.10	21.44
P/B	11.80	11.37	9.87	8.20	6.67

来源：公司年报、国金证券研究所

**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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>487</b>	<b>954</b>	<b>1,419</b>	<b>2,034</b>	<b>2,928</b>	<b>3,982</b>	货币资金	62	122	147	278	379	517
增长率		95.8%	48.7%	43.3%	44.0%	36.0%	应收款项	130	229	340	332	478	650
<b>主营业务成本</b>	<b>-275</b>	<b>-646</b>	<b>-870</b>	<b>-1,118</b>	<b>-1,552</b>	<b>-2,110</b>	存货	47	106	136	150	208	283
%销售收入	56.5%	67.7%	61.3%	55.0%	53.0%	53.0%	其他流动资产	23	396	240	265	292	325
<b>毛利</b>	<b>212</b>	<b>308</b>	<b>548</b>	<b>915</b>	<b>1,376</b>	<b>1,871</b>	流动资产	262	853	863	1,025	1,357	1,775
%销售收入	43.5%	32.3%	38.7%	45.0%	47.0%	47.0%	%总资产	35.2%	57.8%	42.6%	36.6%	36.3%	37.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	长期投资	2	7	40	40	40	40
%销售收入	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	412	528	952	1,442	1,897	2,315
<b>销售费用</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>-29</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-64</b>	%总资产	55.4%	35.8%	47.0%	51.5%	50.7%	49.0%
%销售收入	3.8%	1.6%	2.1%	2.0%	1.7%	1.6%	无形资产	42	44	73	293	448	591
<b>管理费用</b>	<b>-36</b>	<b>-65</b>	<b>-113</b>	<b>-155</b>	<b>-202</b>	<b>-271</b>	非流动资产	481	622	1,164	1,775	2,385	2,946
%销售收入	7.3%	6.8%	8.0%	7.6%	6.9%	6.8%	%总资产	64.8%	42.2%	57.4%	63.4%	63.7%	62.4%
<b>研发费用</b>	<b>-30</b>	<b>-53</b>	<b>-79</b>	<b>-108</b>	<b>-143</b>	<b>-195</b>	<b>资产总计</b>	<b>743</b>	<b>1,474</b>	<b>2,027</b>	<b>2,801</b>	<b>3,742</b>	<b>4,721</b>
%销售收入	6.2%	5.5%	5.5%	5.3%	4.9%	4.9%	短期借款	55	18	79	759	1,233	1,584
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>121</b>	<b>169</b>	<b>320</b>	<b>601</b>	<b>966</b>	<b>1,322</b>	应付款项	87	122	248	224	310	421
%销售收入	24.9%	17.7%	22.5%	29.5%	33.0%	33.2%	其他流动负债	19	43	61	66	92	125
<b>财务费用</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>-93</b>	<b>-267</b>	<b>-372</b>	流动负债	162	183	389	1,050	1,635	2,130
%销售收入	1.5%	0.0%	-0.5%	4.6%	9.1%	9.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	其他长期负债	91	108	157	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	253	291	545	1,050	1,635	2,130
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>490</b>	<b>1,183</b>	<b>1,480</b>	<b>1,750</b>	<b>2,106</b>	<b>2,589</b>
%税前利润	0.0%	2.9%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	81	108	108	108	108	108
<b>营业利润</b>	<b>132</b>	<b>186</b>	<b>342</b>	<b>505</b>	<b>698</b>	<b>948</b>	未分配利润	344	463	721	979	1,335	1,818
营业利润率	27.2%	19.5%	24.1%	24.8%	23.9%	23.8%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>743</b>	<b>1,474</b>	<b>2,027</b>	<b>2,801</b>	<b>3,742</b>	<b>4,721</b>
<b>税前利润</b>	<b>140</b>	<b>191</b>	<b>343</b>	<b>505</b>	<b>698</b>	<b>948</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	28.7%	20.0%	24.2%	24.8%	23.9%	23.8%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>所得税</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>	<b>-24</b>	<b>-76</b>	<b>-105</b>	<b>-142</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.5%	11.8%	6.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.495	1.558	2.952	3.956	5.476	7.435
<b>净利润</b>	<b>121</b>	<b>168</b>	<b>319</b>	<b>429</b>	<b>594</b>	<b>806</b>	每股净资产	6.047	10.955	13.658	16.142	19.428	23.888
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.353	0.886	3.297	4.718	6.552	9.054
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>121</b>	<b>168</b>	<b>320</b>	<b>429</b>	<b>594</b>	<b>806</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.582	2.190	2.974
净利率	24.9%	17.6%	22.6%	21.1%	20.3%	20.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	24.73%	14.22%	21.62%	24.51%	28.19%	31.12%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	16.30%	11.41%	15.79%	15.31%	15.86%	17.07%
<b>净利润</b>	<b>121</b>	<b>168</b>	<b>319</b>	<b>429</b>	<b>594</b>	<b>806</b>	投入资本收益率	18.65%	12.19%	18.43%	20.34%	24.58%	26.91%
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>123</b>	<b>171</b>	<b>221</b>	主营业务收入增长率	-0.83%	95.81%	48.69%	43.35%	43.97%	36.00%
非经营收益	2	3	3	14	65	93	EBIT 增长率	-12.89%	39.18%	89.02%	87.94%	60.83%	36.82%
<b>营运资金变动</b>	<b>-49</b>	<b>-128</b>	<b>-26</b>	<b>-54</b>	<b>-120</b>	<b>-138</b>	净利润增长率	-4.18%	38.92%	90.23%	34.00%	38.41%	35.77%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>110</b>	<b>96</b>	<b>357</b>	<b>511</b>	<b>710</b>	<b>981</b>	总资产增长率	32.40%	98.43%	37.51%	38.16%	33.62%	26.14%
<b>资本开支</b>	<b>-72</b>	<b>-179</b>	<b>-456</b>	<b>-771</b>	<b>-780</b>	<b>-780</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-2	-345	102	0	0	0	应收账款周转天数	50.6	50.6	56.1	50.0	50.0	50.0
其他	0	12	12	0	0	0	存货周转天数	68.1	43.3	50.7	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-74</b>	<b>-512</b>	<b>-342</b>	<b>-771</b>	<b>-780</b>	<b>-780</b>	应付账款周转天数	87.4	52.8	67.4	50.0	50.0	50.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>596</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	292.5	177.2	196.3	171.1	138.1	112.4
<b>债权募资</b>	<b>-10</b>	<b>-36</b>	<b>61</b>	<b>577</b>	<b>474</b>	<b>351</b>	<b>偿债能力</b>						
其他	-11	-83	-60	-199	-303	-415	净负债/股东权益	-1.46%	-37.56%	-18.13%	16.06%	31.03%	33.48%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-21</b>	<b>477</b>	<b>6</b>	<b>390</b>	<b>171</b>	<b>-64</b>	EBIT 利息保障倍数	16.8	-815.6	-47.6	6.4	3.6	3.6
<b>现金净流量</b>	<b>12</b>	<b>60</b>	<b>27</b>	<b>130</b>	<b>101</b>	<b>137</b>	资产负债率	34.07%	19.74%	26.91%	37.48%	43.69%	45.12%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-11	增持	151.88	175.00~175.50

来源：国金证券研究所

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402