

华康股份(605077)

报告日期: 2023年04月27日

时来天地皆同力, 奋楫扬帆赓续行

——华康股份 2023Q1 点评

投资要点

□ 华康股份发布 2023Q1 业绩, 业绩略超预期

俄乌“黑天鹅”事件下, 22Q2 以来我国代糖产业出口替代持续演绎, 公司作为隐形冠军持续强受益。2023Q1 公司实现收入 6.5 亿元, 同比增长 60.4%, 其中晶体醇实现收入 5.0 亿元, 同比增长 63.8%, 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 79.0%, 收入利润均实现高成长。业绩高速增长源于去年同期基数低, 协同年初以来山梨糖醇等晶体醇产品供不应求所致。根据海关总署数据, 今年 1-3 月我国山梨醇、木糖醇出口金额同比分别增长 81.5%、27.1%, 代糖订单转移红利仍在继续。

□ 毛利率攀升, 控费水平持续稳健

毛利率方面, 2023Q1 实现毛利率 23.22%, 同比大幅攀升 4.16pcts, 主要源于产品结构优化, 即高毛利晶体醇收入占比持续攀升。**费用率方面**, 2023Q1 公司销售费用率 1.19%、管理费用率 3.01%, 同比基本持平; 研发费用绝对值 0.19 亿元, 去年同期 0.22 亿元。**净利率方面**, 2023Q1 公司归母净利率 13.84%, 同比+1.44pcts, 攀升幅度弱于毛利率主要源于非经常性损益的减少, 去年同期公司实现联营及合营企业投资收益 0.13 亿元。

□ 出口替代红利有望长期延续, 紧抓历史机遇扬帆奋进

1) 订单转移不只是短期催化, 代糖出口替代有望成为长期趋势。受益于俄乌事件下的订单转移红利, 2023Q1 公司实现境外收入 3.92 亿元 (同比+78.8%)。根据海关总署数据, 去年以来代糖重要品种山梨醇出口俄罗斯金额逐季攀升, 22Q2 至 23Q1 季度环比分别为 87%/70%/17%/43%, 目前出口俄罗斯山梨醇金额占我国山梨醇总出口比重已从去年 Q1 的 5% 升至 16%。规模的快速攀升, 结合已延续 1 年多的稳定供货, 我们预计我国代糖制造企业已初获新客户信任并已形成一定粘性, 转移订单有望长期可持续。

2) 直销占比超 9 成, 深度绑定优质客户, 新工厂落地后产能有望快速消化。公司拟发行可转债投建新厂已获上交所受理。该项目预计总产能 100 万吨, 一阶段建设期 2 年, 拟涵盖阿洛酮糖、山梨糖醇、麦芽糖醇等高毛利产品, 旨在进一步丰富产品结构, 巩固竞争优势。公司常年以直销模式为主, 23Q1 直销收入占比 91%, 已形成对优质大客户的深度绑定, 我们看好新工厂落地后产能快速消化, 业绩迅速释放。

□ 盈利预测与估值

公司主营业务为代糖制造, 我们预计 2023-2025 年公司实现收入 26.08/29.22/33.53 亿元, 同比增 18.54%/12.05%/14.76%, 预计实现归母净利润 4.02/5.02/5.91 亿元, 同比增速为 26.03%/24.67%/17.74%, 对应 EPS 为 1.76/2.20/2.59 元/股, 对应 PE 为 16/13/11 倍。考虑到我国无糖时代刚刚到来, 代糖需求方兴未艾, 结合公司前景广阔且具备一定竞争力, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

产品价格波动、汇率波动、海运成本波动、市场竞争加剧等。

投资评级: 买入(维持)

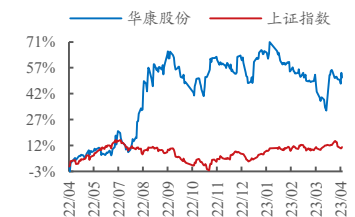
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

研究助理: 钟烨晨
 zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 28.63
总市值(百万元)	6,540.74
总股本(百万股)	228.46

股票走势图



相关报告

- 《【浙商大消费】华康股份年报点评: 风好正是扬帆时, 不待扬鞭自奋蹄》 2023.03.27
- 《【浙商大消费】华康股份 2022Q3 点评: 紧抓历史机遇踔厉奋进, 业绩实现超高增长》 2022.10.27
- 《【浙商大消费】华康股份事件点评: 拟发行可转债 9.9 亿元, 助力再创一个华康》 2022.09.05

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2200	2608	2922	3353
(+/-) (%)	38.02%	18.54%	12.05%	14.76%
归母净利润	319	402	502	591
(+/-) (%)	34.88%	26.03%	24.67%	17.74%
每股收益(元)	1.40	1.76	2.20	2.59
P/E	20.49	16.26	13.04	11.07

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2138	2254	2520	3164
现金	1040	1348	1487	1993
交易性金融资产	0	23	31	18
应收账款	369	334	394	442
其它应收款	0	14	14	12
预付账款	12	25	24	25
存货	279	338	357	401
其他	438	172	213	274
非流动资产	1767	1974	2275	2570
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	123	78	86	96
固定资产	1243	1446	1655	1892
无形资产	242	302	383	480
在建工程	110	108	107	67
其他	49	40	44	36
资产总计	3905	4228	4796	5734
流动负债	770	729	782	1126
短期借款	260	161	180	456
应付款项	341	412	427	486
预收账款	0	0	0	0
其他	168	156	175	184
非流动负债	480	441	453	458
长期借款	345	345	345	345
其他	134	96	108	113
负债合计	1249	1170	1236	1584
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2656	3058	3560	4150
负债和股东权益	3905	4228	4796	5734

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	272	675	476	620
净利润	319	402	502	591
折旧摊销	112	95	113	134
财务费用	(27)	(9)	(14)	(12)
投资损失	(33)	(91)	(48)	(10)
营运资金变动	(413)	342	(88)	(72)
其它	313	(64)	11	(11)
投资活动现金流	64	(235)	(376)	(412)
资本支出	(364)	(288)	(312)	(321)
长期投资	(64)	44	(8)	(9)
其他	492	9	(55)	(82)
筹资活动现金流	392	(134)	39	298
短期借款	140	(99)	19	276
长期借款	325	0	0	0
其他	(74)	(34)	19	22
现金净增加额	728	307	139	506

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2200	2608	2922	3353
营业成本	1695	2010	2162	2414
营业税金及附加	11	13	14	16
营业费用	36	42	48	55
管理费用	71	94	117	134
研发费用	100	118	104	119
财务费用	(27)	(9)	(14)	(12)
资产减值损失	9	10	11	13
公允价值变动损益	(10)	(10)	(10)	(10)
投资净收益	33	91	48	10
其他经营收益	20	20	20	20
营业利润	349	431	537	633
营业外收支	(6)	1	1	1
利润总额	343	432	539	634
所得税	24	30	37	43
净利润	319	402	502	591
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	319	402	502	591
EBITDA	473	544	664	782
EPS (最新摊薄)	1.40	1.76	2.20	2.59

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	38.02%	18.54%	12.05%	14.76%
营业利润	30.66%	23.46%	24.66%	17.80%
归属母公司净利润	29.08%	26.03%	24.67%	17.74%
获利能力				
毛利率	22.94%	22.94%	26.00%	28.00%
净利率	14.51%	15.43%	17.17%	17.61%
ROE	12.54%	14.08%	15.16%	15.32%
ROIC	10.06%	11.63%	12.43%	12.07%
偿债能力				
资产负债率	31.99%	27.68%	25.77%	27.62%
净负债比率	53.37%	45.38%	44.88%	53.03%
流动比率	2.78	3.09	3.22	2.81
速动比率	2.42	2.63	2.77	2.45
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.64	0.65	0.64
应收账款周转率	7.55	7.43	7.56	7.31
应付账款周转率	6.54	6.05	5.78	5.90
每股指标(元)				
每股收益	1.40	1.76	2.20	2.59
每股经营现金	1.19	2.96	2.08	2.72
每股净资产	11.62	13.39	15.58	18.17
估值比率				
P/E	20.49	16.26	13.04	11.07
P/B	2.46	2.14	1.84	1.58
EV/EBITDA	13.90	10.49	8.42	6.88

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>