

华恒生物 (688639.SH)

搭合成生物学平台, 丰富产品矩阵迎成长

核心观点:

- **2021H1 营收同比高增长。**华恒生物发布 2021 年半年报, 报告期内实现营业收入 3.80 亿元, 同比增长 46.88%; 实现归属上市公司股东的净利润 0.62 亿元, 同比下降 4.11%; 实现摊薄每股收益 0.58 元 (扣非后为 0.52 元), 每股经营性净现金流 1.02 元。
- **公司同时公告聘任毛建文先生为副总经理, 曾任 BASF 全球副总裁, 主管亚太区家居及工业配方业务部、大中华区区护理化学品部。**公司高管团队优秀, 创始人及董事长郭恒华女士毕业于长江商学院 EMBA, 在化工行业拥有丰富的经营和管理经验。首席科学家张学礼博士为科技部“中青年科技创新领军人才”、中国科学院“百人计划”。董秘樊义先生曾任 BASF 大中华区财务部经理、大中华区并购负责人。
- **公司同时公告拟设立华恒香料和礼合生物, 有望加速丰富香精香料和新材料等产品矩阵。**华恒香料拟主营业务为香精香料 (如檀香、玫瑰精油等) 技术的研究和开发, 礼合生物拟主营业务为生物基材料 (如 1,3-丙二醇产品等) 技术的研究和开发, 公司生物基产品布局有望提速。
- **公司同时公告拟投资 2 亿元建设 7000 吨/年 beta 丙氨酸衍生物项目。**搭酶催化和生物发酵的合成生物学平台, 大有可为。公司目前已布局生物基产品包括丙氨酸、缬氨酸、泛酸钙、熊果苷、亮氨酸等, 客户包括 BASF、诺力昂、味之素、德之馨、帝斯曼等世界化工巨头。碳中和合成生物学因其碳排放、原材料、成本等诸多优势, 有望加速发展。
- **盈利预测及投资建议。**预计华恒生物 2021-2023 年 EPS 分别为 1.54、2.06 和 2.84 元/股。参考可比公司估值, 给予 2021 年业绩 50 倍 PE 估值, 对应合理价值 77.00 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**需求大幅下滑; 产能建设进度低于预期; 生产经营事故; 行业产能无序扩张; 原材料价格大幅波动等。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	491	487	757	1,026	1,375
增长率 (%)	16.7	-0.8	55.4	35.5	34.0
EBITDA (百万元)	173	157	243	273	374
归母净利润 (百万元)	126	121	167	223	307
增长率 (%)	67.4	-4.2	37.7	33.7	37.8
EPS (元/股)	1.56	1.50	1.54	2.06	2.84
市盈率 (P/E)	-	-	35.62	26.65	19.34
ROE (%)	34.3	24.7	23.4	22.7	22.6
EV/EBITDA	0.06	-0.05	24.77	22.07	16.13

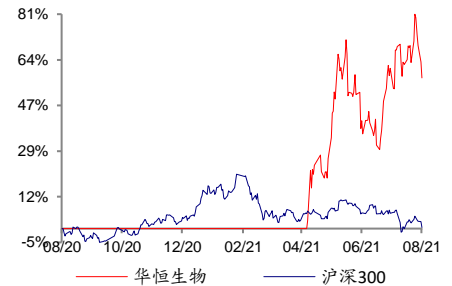
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	55.00 元
合理价值	77.00 元
报告日期	2021-08-18

相对市场表现



分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



dengxianhe@gf.com.cn

分析师:

何雄



SAC 执证号: S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意, 邓先河, 何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人:

郭齐坤 021-38003580

guoqikun@gf.com.cn

目录索引

一、2021H1 营收同比大幅提高，后续项目丰富	4
二、“碳达峰碳中和”下，合成生物学大有可为	5
三、搭建合成生物学平台，和跨国巨头深度合作	7
四、设立华恒香料和礼合生物，有望丰富产品矩阵.....	8
五、激励制度完善，核心管理团队优秀.....	9
六、盈利预测和投资建议.....	10
七、风险提示	13

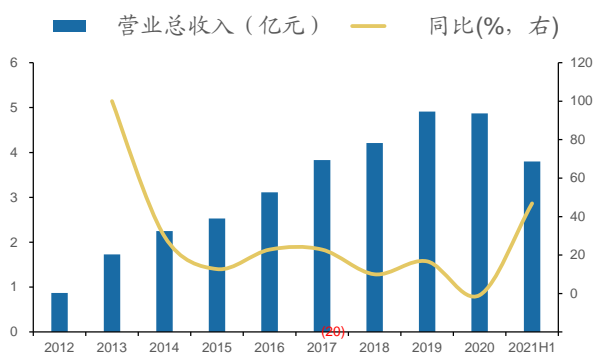
图表索引

图 1: 华恒生物营业收入趋势向上	4
图 2: 华恒生物归母净利润	4
图 3: 华恒生物毛利率	4
图 4: 华恒生物 ROE	4
图 5: 合成生物学概念及应用方向	5
图 6: 生物基化学品二氧化碳减排力度显著	6
图 7: 生物基相较石油基化学品减排百分比	6
图 8: 全球合成生物学的市场规模 (亿美元)	6
图 9: 全球合成生物学领域投资额 (亿美元)	7
图 10: 全球合成生物学融资交易数量及金额 (亿美元)	7
图 11: 华恒生物目前参股、控股企业	8
表 1: 华恒生物销售规模靠前客户情况	7
表 2: 华恒生物获得的知识产权情况	8
表 3: 公司部分核心人员履历	9
表 4: 董事及核心技术人员持股情况	9
表 5: 华恒生物营收拆分 (单位: 百万元)	11
表 6: 华恒生物可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2021.08.17 收盘)	12

一、2021H1 营收同比大幅提高，后续项目丰富

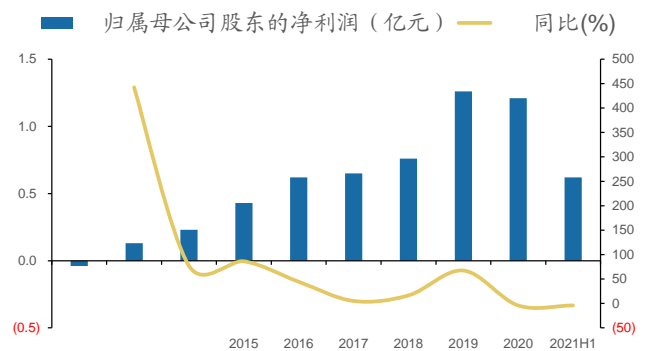
2021H1营收同比高增长，业绩同比基本持平。华恒生物发布2021年半年报，报告期内实现营业收入3.80亿元，同比增长46.88%；实现营业利润0.68亿元，同比下降8.48%；实现归属上市公司股东的净利润0.62亿元，同比下降4.11%，按最新1.08亿股的总股本计，实现摊薄每股收益0.58元（扣非后为0.52元），半年度每股经营性净现金流1.02元。第二季度实现营业收入2.15亿元，同比增长66.75%；实现营业利润0.32亿元，同比下降6.52%；实现归属上市公司股东的净利润0.31亿元，同比下降0.05%；折合单季度EPS为0.29元。

图 1：华恒生物营业收入趋势向上



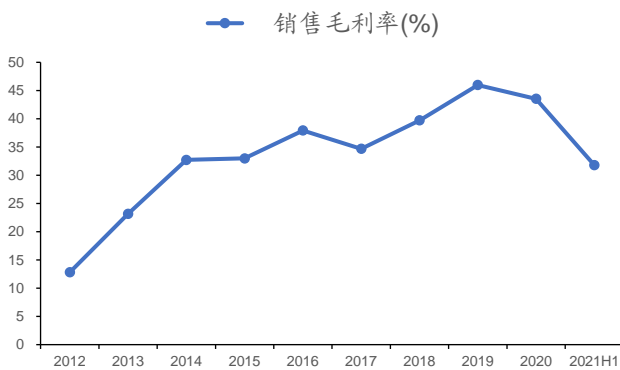
数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

图 2：华恒生物归母净利润



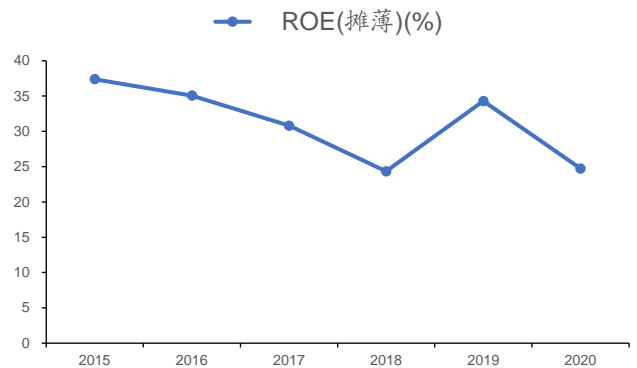
数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

图 3：华恒生物毛利率



数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

图 4：华恒生物ROE



数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

期间费用方面，公司2021H1销售费用同比下降44.47%至458.15万元，主要因运杂费纳入营业成本核算。管理费用同比增长108.37%至3193.15万元，主要因上市相关费用增加。财务费用同比下降172.46%至-48.52万元，主要因利息收入增加所致。因子公司巴彦淖尔华恒建设投入增加所致，在建工程较年初增加30.42%至2.76亿元。

公司后续项目丰富，包括现有产能扩建和新产品投放，有望成为业绩新增长极：

- (1) **beta丙氨酸衍生物项目：**公司同时公告为完善产业链，进一步扩展业务范围，提高收益水平，拟投资不超过20000万元人民币，建设“安徽华恒生物科技

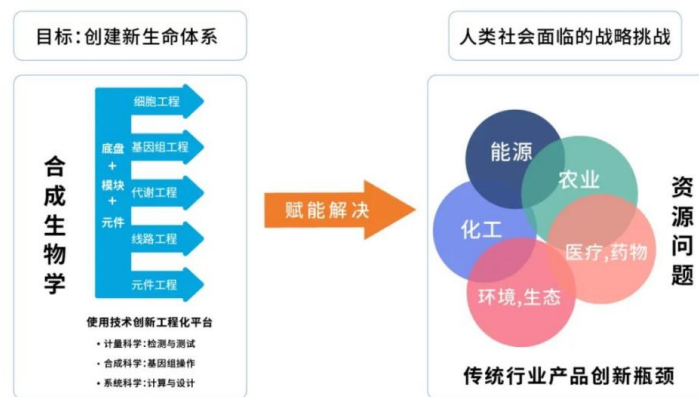
股份有限公司生产beta丙氨酸衍生物项目”。

- (2) **三支链氨基酸及其衍生物项目**：公司于2021年6月11日公告，拟投资不超过25000万元人民币，建设“巴彦淖尔华恒生物科技有限公司年产16000吨三支链氨基酸及其衍生物项目”。
- (3) **IPO项目**：包括“交替年产2.5万吨丙氨酸、缬氨酸项目”、“发酵法丙氨酸5000吨/年技改扩产项目”等。

二、“碳达峰碳中和”下，合成生物学大有可为

华恒生物所处的合成生物学行业诞生于21世纪初，是生物学、工程学、化学和信息技术等相互交叉融合的一个新兴领域。合成生物学核心思想是通过工程学的方法改造生命（细胞等）或从源头开始构建一套生命系统，以帮助人类实现治疗疾病、生产产品、治理环境等目标。合成生物技术应用领域广阔，与传统化工制造相比，合成生物学产业通常以可再生生物资源为原料，可摆脱石油资源依赖，降低能耗，大幅减少二氧化碳、废水等污染物排放，具有高效、绿色、可持续的优势特性。

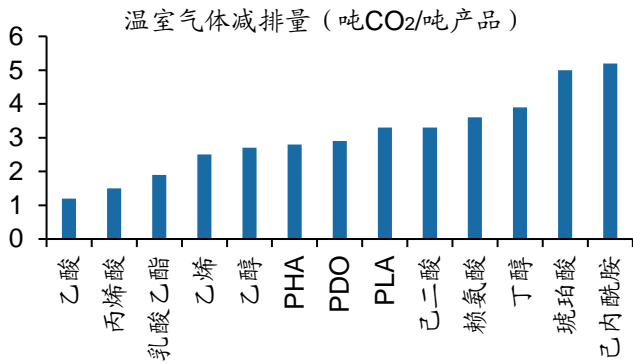
图 5：合成生物学概念及应用方向



资料来源：CB Insights，广发证券发展研究中心

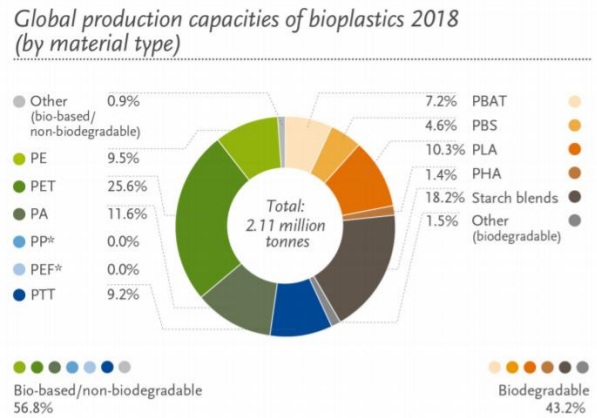
华恒生物是一家以合成生物技术为核心，主要从事生物基产品研发、生产、销售的高新技术企业。公司主要产品包括丙氨酸系列产品、L-缬氨酸、D-泛酸钙和 α -熊果苷等，均为生物基产品。碳中和推动化工行业向生物合成转型。前期欧美引领碳中和浪潮，部分欧盟国家征收碳税执行力度非常严格，中国制定了碳达峰、碳中和“3060目标”，低碳新时代经济不可阻挡。

图 6: 生物基化学品二氧化碳减排力度显著



数据来源: IEA Bioenergy, 广发证券发展研究中心

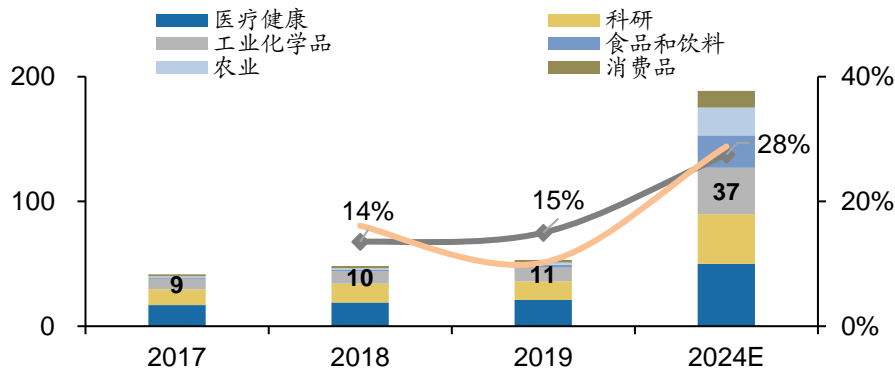
图 7: 全球生物基塑料产能 (2018年)



数据来源: IEA Bioenergy, 广发证券发展研究中心

相较于石油基产品, 生物基产品从原料来源、制造、使用处理中均能大幅削减碳排放, 据IEA Bioenergy数据, 生物合成技术成熟后, 以玉米、纤维素、甘蔗做原料通过生物合成方法生产生物基化学品减排幅度平均可达50%以上。碳中和大背景下生物基替代石油基产品将成为大势所趋。华恒生物坚持“以可再生生物资源替代不可再生石化资源, 以绿色清洁的生物制造工艺替代高能耗高污染的石化工艺”的发展路径, 应用生物制造技术工艺, 替代了传统化学合成工艺的重污染生产方式, 实现发酵过程二氧化碳零排放, 符合碳达峰碳中和的节能减排和绿色环保的发展理念。

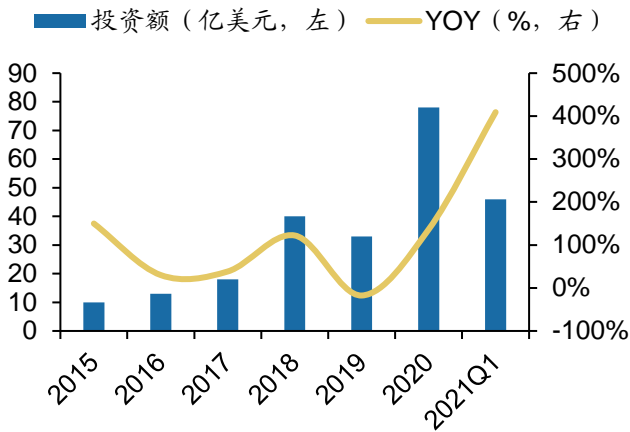
图 8: 全球合成生物的市场规模 (亿美元)



资料来源: CB Insights, 广发证券发展研究中心

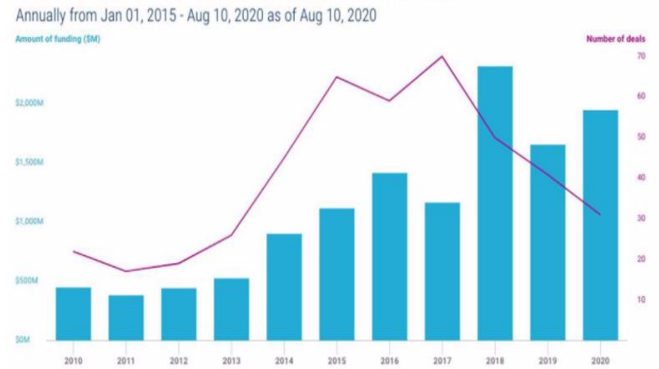
合成生物技术作为“第三次生物科技革命”的重要载体, 资本看好、投融资旺盛。合成生物技术产业化进展迅速、市场规模的持续扩大吸引各大资本争相涌入, 投资主要集中在医疗健康、可再生能源、可降解塑料、生物合成化学品等领域。据Synbiobeta数据, 2021年或将成为合成生物学投资创纪录的一年, 预计全年投资高达360亿美元, 21Q1同比20Q1增长409%。

图 9：全球合成生物学领域投资额（亿美元）



数据来源：Synbiobeta，广发证券发展研究中心

图 10：全球合成生物学融资交易数量及金额



数据来源：CB insights，广发证券发展研究中心

三、搭建合成生物学平台，和跨国巨头深度合作

公司搭建酶催化和生物发酵平台，构建了以可再生葡萄糖为原料厌氧发酵生产 L-丙氨酸的微生物细胞工厂，在国际上首次成功实现了微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸产品。在此基础上，公司不断丰富产业链，丙氨酸系列产品包括 L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸等。此外，公司进一步布局 L-缬氨酸、D-泛酸钙和 α-熊果苷等。

表 1：华恒生物销售规模靠前客户情况

客户名称	营业收入 (万元)	占年度营业收入的比重
巴斯夫	22720.93	46.25%
江西天新药业股份有限公司	3589.66	7.31%
诺力昂化学品 (宁波) 有限公司	2922.02	5.95%
PrinovaGroup LLC	1716.26	3.49%
绍兴众昌化工股份有限公司	1219.41	2.48%

数据来源：华恒生物招股说明书，广发证券发展研究中心

华恒生物的核心客户巴斯夫，与公司建立了长期稳定的合作关系。巴斯夫是目前全球规模最大的 MGDA 生产企业，而 MGDA 的生产以 L-丙氨酸为原料，从而巴斯夫与公司建立了长期的销售合同。巴斯夫作为全球知名企业，资金和品牌实力雄厚，财务风险较低。2019 年，巴斯夫公司为公司产生了 2.27 亿元的营业收入，占总营收的 46.25%。

公司不断加快产品推广，旨在进一步优化客户结构。国外方面，公司与巴斯夫、味之素、德之馨、帝斯曼、伊藤忠等世界化工巨头建立了良好的合作关系；国内方面，公司与华中药业、诺力昂、天新药业等优秀化工、制药企业建立了长期的业务往来。2019 年，公司前五名客户产生的营业收入占华恒生物总营收的 65.48%，优秀稳定的客户资源预期将助益于公司稳定经营和收入增长。

表 2: 华恒生物获得的知识产权情况

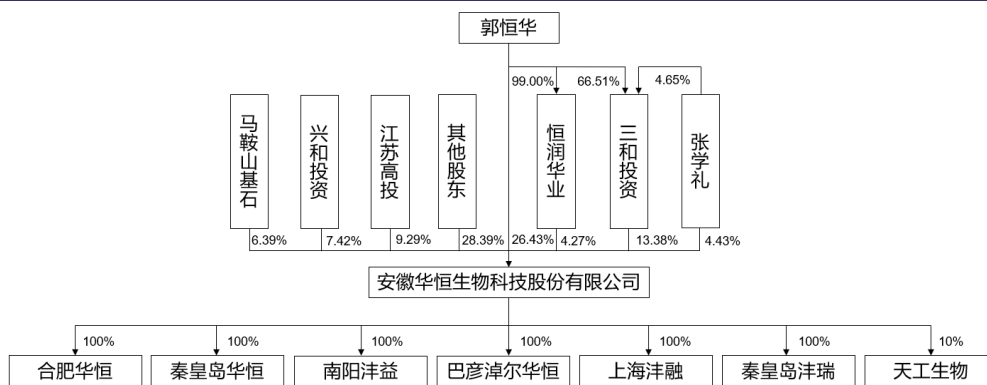
	2021H1 申 请数 (个)	2021H1 获 得数 (个)	累计申请数 (个)	累计获得数 (个)
发明专利	18	4	92	34
实用新型专利	2	8	36	31
合计	20	12	128	65

数据来源: 华恒生物 2021 年半年报, 广发证券发展研究中心

四、设立华恒香料和礼合生物, 有望丰富产品矩阵

公司同时公告拟设立华恒香料和礼合生物, 有望进一步丰富产品矩阵。公司现有一家参股子公司与六家全资子公司, 参股子公司为天工生物, 全资子公司分别为合肥华恒、秦皇岛华恒、南阳洋益、巴彦淖尔华恒、上海洋融和秦皇岛洋瑞。在河北秦皇岛、安徽合肥和内蒙古的巴彦淖尔建有研发和生产基地。为加快公司在合成生物学领域的布局, 提前布局探索新技术, 公司拟与公司关联方张学礼、郭恒华、张冬竹、樊义合资设立华恒香料科技有限公司(暂定名, 最终以工商登记部门及有权管理机构的核准为准, 简称“华恒香料”)和礼合生物材料科技有限公司(暂定名, 最终以工商登记部门及有权管理机构的核准为准, 简称“礼合生物”)。

图 11: 华恒生物目前参股、控股企业



资料来源: 华恒生物招股说明书, 广发证券发展研究中心

华恒香料拟主营业务为萜类产品(如檀香、玫瑰精油等)技术的研究和开发。其中公司认缴出资95万元, 张学礼认缴出资150万元, 郭恒华认缴出资105万元, 张冬竹认缴出资75万元, 樊义认缴出资75万元。以上出资人员均不参与华恒香料的日常经营管理。

礼合生物拟主营业务为生物基产品(如1,3-丙二醇产品等)技术的研究和开发。其中公司认缴出资500万元, 张学礼认缴出资4350万元, 郭恒华认缴出资50万元, 张冬竹认缴出资50万元, 樊义认缴出资50万元。除张学礼外, 公司及其他出资人员不参与礼合生物的日常经营管理。

五、激励制度完善，核心管理团队优秀

公司同时公告聘任毛建文先生为副总经理，曾任BASF全球副总裁，主管亚太区家居及工业配方业务部、大中华区区护理化学品部。公司高管团队优秀，创始人及董事长郭恒华女士毕业于长江商学院EMBA，在化工行业拥有丰富的经营和管理经验。首席科学家张学礼博士为科技部“中青年科技创新领军人才”、中国科学院“百人计划”。董秘樊义先生曾任BASF大中华区财务部经理、大中华区并购负责人。

表 3: 公司部分核心人员履历

姓名	职位	工作经历
郭恒华	董事长、总经理	1998年1月至2003年7月任安徽氯碱化工集团有限公司常务副总经理；2005年4月至2013年11月任华恒有限董事长兼总经理；2011年1月至今任秦皇岛华恒执行董事兼经理；2013年11月至今任公司董事长兼总经理；2015年12月至今任合肥华恒执行董事
张学礼	董事、首席科学家	2005年至2007年于美国佛罗里达大学微生物和细胞科学系从事博士后研究工作；2007年至2010年任美国佛罗里达大学微生物和细胞科学系科研助理教授；2013年11月至今任公司董事；2016年1月至今担任公司首席科学家。
张冬竹	董事、副总经理	1995年8月至2002年10月历任安徽省科苑集团股份有限公司会计、总账会计、财务、稽核部经理、药业事业部副总经理等职务；2002年10月至2007年11月任上海悦胜实业发展有限公司财务总监；2013年11月任华恒有限董事兼副总经理；2013年11月至今任公司董事兼副总经理；2015年12月至今任合肥华恒经理。
樊义	董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书	2001年8月至2002年12月任新加坡国立大学研究助理；2003年1月至2006年8月任新加坡ASM技术有限公司产品经理；2008年3月至2015年12月历任巴斯夫大中华区财务部经理、大中华区并购负责人；2016年1月至今任公司董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书；2016年9月至今任上海洋融执行董事兼总经理；2019年4月至今任巴彦淖尔华恒监事。
刘洋	监事会主席、秦皇岛华恒执行总经理	先后主持或参与了“氨基化酶法β-丙氨酸连续转化工艺开发”、“L-丙氨酸发酵母液资源化利用”、“生物氨基化酶法β-丙氨酸的发酵中试工艺开发”等多个公司研发项目

数据来源：华恒生物招股说明书，广发证券发展研究中心

公司以三和投资作为核心员工的持股平台，逐步建立起完善的激励制度。公司董事郭恒平、首席科学家张学礼、董事张冬竹、董事史云中、董事樊义、核心技术人员唐思青与刘洋通过直接持股以及三和投资等间接持股方式，分别持有公司股份2.96%、5.10%、0.0015%、4.10%、2.01%、0.82%、0.69%。激励制度的完善为公司的未来发展打下了坚实的基础。

表 4: 董事及核心技术人员持股情况

姓名	公司职务	直接持股 (万股)	间接持股 (万股)	间接持股方式	合计持有比例
郭恒华	董事长、总经理	2141.12	1073.82	通过三和投资、恒润华业持有	39.69%
郭恒平	董事	240.16	-	-	2.96%
张学礼	董事、首席科学家、核心技术人员	358.64	54.17	通过三和投资持有	5.10%
张冬竹	董事、副总经理	169.30	162.52	通过三和投资持有	4.10%

史云中	董事	-	0.12	通过江苏高投持有	0.0015%
樊义	董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书	82.14	81.05	通过三和投资持有	2.01%
唐思青	副总经理、核心技术人员	33.86	32.50	通过三和投资持有	0.82%
刘洋	监事会主席、核心技术人员	33.86	21.67	通过三和投资持有	0.69%

数据来源：华恒生物招股说明书，广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

华恒生物主要产品包括丙氨酸系列产品、L-缬氨酸、D-泛酸钙和 α -熊果苷等，均为生物基产品。公司目前储备项目包括beta丙氨酸衍生物项目、三支链氨基酸及其衍生物项目、IPO项目（包括“交替年产2.5万吨丙氨酸、缬氨酸项目”、“发酵法丙氨酸5000吨/年技改扩产项目”等）。伴随公司多项目稳步推进，具体来看：

（1）丙氨酸：华恒生物丙氨酸系列产品包括L-丙氨酸、DL-丙氨酸、 β -丙氨酸等，下游应用主要包括整合剂、维生素、保健品、调味剂等。我们看好丙氨酸在BASF等全球巨头应用端持续推广拉动的需求放量。考虑到公司丙氨酸业务受产能限制，增速在5%以下，假设华恒生物IPO项目中的“发酵法丙氨酸5000吨/年技改扩产项目”和“交替年产2.5万吨丙氨酸、缬氨酸项目”于2021年逐步投产，预计2020-2023年公司丙氨酸营收增速为5%、7%、18%、13%；2021年因原材料玉米涨价和产能爬坡原因，毛利率有所下滑，后续伴随产能利用率提高，毛利率修复，2020-2023年毛利率预计分别为46%、42%、43%、43%。（公司披露分产品营收和成本数据截至2019年，2020年分产品数据在此基础上假设，下同。）

（2）D-泛酸钙：泛酸钙价格与2020年大幅下滑，预计2020年泛酸钙营收和毛利率均明显下滑，2021-2023年伴随泛酸钙价格修复和放量，预计2020-2023年营收分别增速为-62%、67%、33%、25%，2020-2023年毛利率分别为30%、34%、35%、35%。

（3） α -熊果苷：为公司新产品，我们看好 α -熊果苷在医美行业持续放量。预计2020-2023年营收增速分别为29%、33%、33%、25%；受原材料涨价影响，2021年毛利率有所下滑，伴随产能利用率提高和成本传导，2022年后毛利率修复，预计2020-2023年毛利率65%、58%、62%、62%。

（4）缬氨酸：缬氨酸为公司IPO募投产品，我们看好缬氨酸在营养品领域持续放量，伴随公司“交替年产2.5万吨丙氨酸、缬氨酸项目”2021年投产，我们预计缬氨酸业务2021-2023年营收分别为220、290、350百万元，2022-2023年增速为32%、21%；毛利率参考工艺类似的丙氨酸，考虑到产能爬坡因素，毛利率逐步提高，预计2021-2023年毛利率分别为38%、42%、42%。

（5）三支链氨基酸：三支链氨基酸为公司2021年6月公告新项目，计划投产产品1.6万吨。我们预计该项目于2022年逐步投产，考虑产能爬坡对营收规模和毛利率的影响，我们预计2022-2023年该业绩营收分别为100、150百万元，2022-2023年毛利率预计为40%、42%。

（6）丙氨酸衍生物：公司计划投产7000吨丙氨酸衍生物项目，我们预计该项目于2023年逐步建成投产，预计2023年贡献营收150百万元，毛利率为30%。

(7) 其他化工产品: 华恒生物产品矩阵还在持续不断地扩容, 考虑2021年受原材料价格上涨对毛利率影响, 我们预计2020-2023年公司其他业务同比增速5%、13%、11%、10%, 毛利率分别为20%、18%、22%、22%。

表 5: 华恒生物营收拆分 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
丙氨酸系列					
收入	399	420	450	530	600
增长率	2%	5%	7%	18%	13%
成本	216	227	261	302	342
毛利	183	193	189	228	258
毛利率(%)	46%	46%	42%	43%	43%
D-泛酸钙					
收入	47.00	18	30	40	50
增长率	2%	-62%	67%	33%	25%
成本	15	13	20	26	33
毛利	32	5	10	14	18
毛利率(%)	67%	30%	34%	35%	35%
α熊果苷					
收入	7.00	9	12	16	20
增长率		29%	33%	33%	25%
成本	3	3	5	6	8
毛利		6	7	10	12
毛利率(%)	65%	65%	58%	62%	62%
缬氨酸					
收入			220	290	350
增长率				32%	21%
成本			136	216	216
毛利			644	74	134
毛利率(%)			38%	42%	42%
三支链氨基酸					
收入				100	150
增长率				40%	40%
成本				60	87
毛利				40	63
毛利率(%)				40%	42%
丙氨酸衍生物					
收入					150
增长率					
成本					105
毛利					45

毛利率(%)		30%			
其他业务					
收入	38.00	40	45	50	55
增长率	46%	5%	13%	11%	10%
成本	31	32	37	39	43
毛利		8	8	11	12
毛利率(%)	18.42%	20%	18%	22%	22%
合计					
收入	491	487	757	1026	1375
增长率	17%	-8%	55%	36%	34%
成本	266	275	459	649	833
毛利	225	212	298	377	542
毛利率(%)	46%	44%	39%	37%	39%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综上, 预计2021-2023年, 华恒生物收入分别为7.57/10.26/13.75亿元, 同比增长55%/36%/34%; 归母净利润1.67/2.23/3.07亿元, 同比增长37.7%/33.7%/37.8%; 对应21年36倍PE, 22年27倍PE; 对应23年19倍PE。

可比公司估值: 在基础化工上市公司中, 凯赛生物和华恒生物同为合成生物学领域企业, 但在具体产品上和华恒生物没有重叠。联化科技为中间体定制加工企业, 商业模式和客户结构与华恒生物较为类似, 但处的细分领域有较大的差异。新和成、金禾实业也生产华恒生物同属的香精香料、维生素、氨基酸等门类的产品, 但所采取的路线主要为化学合成工艺。预计华恒生物2021-2023年华恒生物EPS分别为

1.54、2.06和2.84元/股。参考可比公司估值, 2021年业绩50倍PE估值, 对应合理价值77.00元/股, 给予“买入”评级。

表 6: 华恒生物可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2021.08.17收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
凯赛生物	688065.SH	合成生物学	467.14	4.58	6.44	7.79	102.07	72.59	59.97
联化科技	002250.SZ	定制加工	258.32	1.10	6.56	8.69	234.77	39.35	29.74
新和成	002001.SZ	营养品	731.49	35.64	43.98	50.46	20.53	16.63	14.50
金禾实业	002597.SZ	香精香料	189.14	7.19	9.88	12.16	26.32	19.14	15.55

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测。

七、风险提示

需求大幅下滑；产能建设进度低于预期；生产经营事故；行业产能无序扩张；原材料价格大幅波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	186	262	327	427	568	经营活动现金流	181	110	196	248	276
货币资金	55	62	50	50	50	净利润	126	121	167	223	307
应收及预付	67	126	155	210	303	折旧摊销	33	35	73	53	63
存货	56	47	87	117	154	营运资金变动	13	-49	-47	-30	-99
其他流动资产	10	27	34	50	61	其它	9	2	4	2	5
非流动资产	375	481	747	985	1,268	投资活动现金流	-80	-74	-310	-240	-276
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-80	-72	-312	-242	-278
固定资产	293	390	614	809	1,048	投资变动	0	-2	0	0	0
在建工程	14	21	71	121	171	其他	0	0	2	2	2
无形资产	43	42	35	31	26	筹资活动现金流	-109	-21	101	-8	0
其他长期资产	24	28	26	24	22	银行借款	50	76	78	-3	6
资产总计	561	743	1,073	1,412	1,836	股权融资	0	0	27	0	0
流动负债	132	162	270	338	386	其他	-159	-97	-4	-5	-5
短期借款	50	55	133	130	135	现金净增加额	-6	12	-12	0	0
应付及预收	52	87	118	186	226	期初现金余额	54	48	62	50	50
其他流动负债	30	20	19	22	24	期末现金余额	48	60	50	50	50
非流动负债	60	91	91	91	91						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	60	91	91	91	91						
负债合计	192	253	361	429	477						
股本											
资本公积	42	42	42	42	42						
留存收益	246	367	562	833	1,209						
归属母公司股东权益	369	490	712	983	1,359						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	561	743	1,073	1,412	1,836						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	16.7%	-0.8%	55.4%	35.5%	34.0%
营业利润增长	72.8%	-9.3%	45.5%	32.2%	39.4%
归母净利润增长	67.4%	-4.2%	37.7%	33.7%	37.8%
获利能力					
毛利率	46.0%	43.5%	39.3%	36.7%	39.4%
净利率	25.7%	24.9%	22.0%	21.7%	22.3%
ROE	34.3%	24.7%	23.4%	22.7%	22.6%
ROIC	27.9%	19.3%	17.5%	17.1%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	34.3%	34.1%	33.7%	30.4%	26.0%
净负债比率	52.2%	51.7%	50.8%	43.6%	35.1%
流动比率	1.41	1.62	1.21	1.26	1.47
速动比率	0.98	1.28	0.86	0.87	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.66	0.71	0.73	0.75
应收账款周转率	10.57	5.51	7.02	7.17	6.47
存货周转率	8.85	10.34	8.67	8.75	8.90
每股指标 (元)					
每股收益	1.56	1.50	1.54	2.06	2.84
每股经营现金流	2.24	1.35	1.82	2.30	2.56
每股净资产	4.55	6.05	6.59	9.11	12.58
估值比率					
P/E	-	-	35.62	26.65	19.34
P/B	-	-	8.34	6.04	4.37
EV/EBITDA	0.06	-0.05	24.77	22.07	16.13

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	491	487	757	1,026	1,375
营业成本	265	275	459	649	833
营业税金及附加	7	6	10	13	18
销售费用	17	18	26	31	45
管理费用	33	36	49	62	86
研发费用	30	30	42	51	83
财务费用	3	7	2	4	4
资产减值损失	0	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	146	132	193	254	355
营业外收支	0	8	0	3	0
利润总额	146	140	193	257	355
所得税	19	19	26	35	48
净利润	126	121	167	223	307
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	121	167	223	307
EBITDA	173	157	243	273	374
EPS (元)	1.56	1.50	1.54	2.06	2.84

广发基础化工行业研究小组

- 何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
郭 齐 坤：研究助理，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
丁 续：研究助理，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。