

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

## 食品及饲料添加剂

## 华恒生物 (688639.SH)

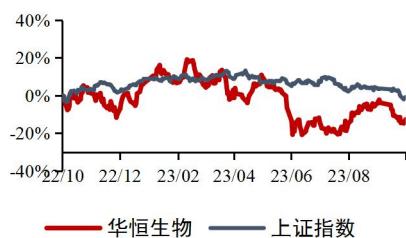
买入-B(维持)

三季度业绩创上市以来新高，氨基酸品类销售顺利

2023年10月26日

公司研究/公司快报

### 公司近一年市场表现



### 市场数据: 2023年10月25日

收盘价 (元):	92.68
年内最高/最低 (元):	193.65/82.21
流通A股/总股本(亿):	1.02/1.58
流通A股市值 (亿):	94.48
总市值 (亿):	146.01

### 基础数据: 2023年9月30日

基本每股收益:	2.03
摊薄每股收益:	2.03
每股净资产(元):	10.80
净资产收益率:	18.77

资料来源: 最闻

### 分析师:

叶中正

执业登记编码: S0760522010001

邮箱: yezhongzheng@sxzq.com

### 研究助理:

冀泳洁 博士

邮箱: jiyongjie@sxzq.com

王锐

邮箱: wangrui1@sxzq.com

### 事件描述

➤ 2023年10月26日，华恒生物发布2023年三季报，2023年前三季度公司实现营收13.64亿元，同比增长38.67%；实现归母净利润为3.2亿元，同比增长47.42%。单三季度实现营收5.14亿元，同比增长44.92%，环比增长14.38%；实现归母净利润1.29亿元，同比增长46.19%，环比增长16.97%，均创上市以来最好业绩表现。

### 事件点评

➤ 三季报业绩创上市以来新高，氨基酸品类销售顺利。得益于公司募投项目持续放量及产品品质优异，公司氨基酸类产品产销量规模增长，公司单三季度报业绩创上市以来新高。根据Wind资讯及博亚和讯数据，缬氨酸Q3均价为20.72元/kg，环比-17.97%，同比-6.83%。在产品价格下降的背景下，公司降本增效成果显著，盈利能力稳中有升，前三季度毛利率为41.29%，较上半年环比下滑0.57pct，净利率为23.41%，较上半年环比提升0.93pct。2023年前三季度公司销售费用率为2.58%，较2023年上半年下降0.23pct；管理费用率为12.17%，较2023年前三季度下降0.88pct。

➤ 设立合资公司搭建高丝族氨基酸相关产品中试平台建设，突破量产瓶颈后有望贡献业绩新增量。公司拟与关联方优泽生物共同投资设立优华生物（暂定名），自主构建高性能微生物菌种与生物酶，实施高丝族氨基酸相关产品的中试平台建设。高丝族氨基酸广泛应用于制药、食品、饲料等行业，经济价值重大，下游领域使用量大。但由于高丝族氨基酸共用代谢网络，菌株生产能力低，目前市场产品的生产效率低下。优泽生物目前在小试中部分产品的发酵产量和转化率等指标已达到行业领先水平，公司将基于自身成熟的工业化体系突破相关产品的量产瓶颈。

➤ 新产品新项目持续推进，巩固公司未来成长性。一方面，豆粕减量替代叠加产能提升，公司主力产品缬氨酸成长性强劲。根据Wind资讯及博亚和讯数据，四季度以来缬氨酸均价为21.98元/kg，较三季度均价环比提升6.11%。近年来技术进步推动了缬氨酸价格“平民化”，加速了缬氨酸在饲料领域的豆粕减量替代步伐。根据杭州维高，赤峰华恒拟建设年产2.5万吨缬氨酸、精氨酸及年产1000吨肌醇项目，预计2025年5月投产。另一方面，公司在丁二酸、丙二醇、苹果酸、肌醇、非粮生物基材料等领域的布局有序推进，平台型发展步伐有望持续兑现。

### 投资建议

➤ 我们预测2023年至2025年，公司分别实现营收19.07/31.54/44.84亿元，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明





同比增长 34.4%/65.4%/42.2%；实现归母净利润 4.31/6.3/8.72 亿元，同比增长 34.8%/46.0%/38.4%，对应 EPS 分别为 2.74/4/5.53 元，PE 为 33.8/23.2/16.7 倍，维持“买入-B”评级。

### 风险提示

➤ 原材料价格波动风险；市场竞争风险；下游需求增长不及预期；宏观环境风险。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	954	1,419	1,907	3,154	4,484
YoY(%)	95.8	48.7	34.4	65.4	42.2
净利润(百万元)	168	320	431	630	872
YoY(%)	38.9	90.2	34.8	46.0	38.4
毛利率(%)	32.3	38.7	39.9	37.9	37.5
EPS(摊薄/元)	1.07	2.03	2.74	4.00	5.53
ROE(%)	14.2	21.6	23.8	26.5	27.6
P/E(倍)	86.8	45.6	33.8	23.2	16.7
P/B(倍)	12.3	9.9	8.0	6.2	4.6
净利率(%)	17.6	22.6	22.6	20.0	19.4

资料来源：最闻，山西证券研究所



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	853	863	934	1519	1699	<b>营业收入</b>	954	1419	1907	3154	4484
现金	122	147	191	315	448	营业成本	646	870	1147	1959	2803
应收票据及应收账款	211	321	266	522	474	营业税金及附加	7	8	11	19	27
预付账款	34	16	51	60	97	营业费用	15	29	49	81	116
存货	106	136	183	361	417	管理费用	65	113	124	205	291
其他流动资产	380	244	243	261	261	研发费用	53	79	106	175	248
<b>非流动资产</b>	622	1164	2024	2903	3644	财务费用	-0	-7	12	45	68
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-3	-1	-2	-3
固定资产	463	763	1149	1955	2729	公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
无形资产	44	73	78	84	89	投资净收益	5	8	3	4	5
其他非流动资产	115	328	797	864	825	<b>营业利润</b>	186	342	460	672	932
<b>资产总计</b>	1474	2027	2958	4423	5342	营业外收入	7	6	6	7	7
<b>流动负债</b>	183	389	963	1869	2006	营业外支出	2	6	3	3	3
短期借款	18	79	653	1179	1301	<b>利润总额</b>	191	343	463	676	935
应付票据及应付账款	100	222	202	522	514	所得税	23	24	32	47	64
其他流动负债	65	88	108	168	191	<b>税后利润</b>	168	319	431	629	871
<b>非流动负债</b>	108	157	157	157	157	少数股东损益	0	-1	-0	-0	-1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	168	320	431	630	872
其他非流动负债	108	157	157	157	157	EBITDA	236	403	561	860	1210
<b>负债合计</b>	291	545	1119	2026	2162						
少数股东权益	0	1	1	0	-0						
股本	108	108	158	158	158						
资本公积	588	624	598	598	598						
留存收益	499	759	1061	1501	2111						
归属母公司股东权益	1183	1480	1837	2397	3180						
<b>负债和股东权益</b>	1474	2027	2958	4423	5342						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	96	357	494	724	1114	<b>成长能力</b>					
净利润	168	319	431	629	871	营业收入(%)	95.8	48.7	34.4	65.4	42.2
折旧摊销	48	59	81	136	211	营业利润(%)	40.8	83.6	34.5	46.1	38.7
财务费用	-0	-7	12	45	68	归属于母公司净利润(%)	38.9	90.2	34.8	46.0	38.4
投资损失	-5	-8	-3	-4	-5	<b>盈利能力</b>					
营运资金变动	-128	-63	-27	-82	-31	毛利率(%)	32.3	38.7	39.9	37.9	37.5
其他经营现金流	14	57	-0	-0	-0	净利率(%)	17.6	22.6	22.6	20.0	19.4
<b>投资活动现金流</b>	-512	-342	-937	-1011	-946	ROE(%)	14.2	21.6	23.8	26.5	27.6
<b>筹资活动现金流</b>	477	6	-87	-115	-156	ROIC(%)	13.8	20.5	18.1	19.0	20.9
<b>每股指标(元)</b>						<b>偿债能力</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.07	2.03	2.74	4.00	5.53	资产负债率(%)	19.7	26.9	37.8	45.8	40.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	2.27	3.14	4.60	7.07	流动比率	4.7	2.2	1.0	0.8	0.8
每股净资产(最新摊薄)	7.51	9.40	11.52	15.07	20.04	速动比率	3.7	1.8	0.7	0.6	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	5.8	5.3	6.5	8.0	9.0
						应付账款周转率	6.9	5.4	5.4	5.4	5.4
						<b>估值比率</b>					
						P/E	86.8	45.6	33.8	23.2	16.7
						P/B	12.3	9.9	8.0	6.2	4.6
						EV/EBITDA	60.0	35.6	26.5	17.8	12.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

