

小品种氨基酸持续扩张，精制项目拓展高端下游

2024年03月06日

➤ **事件概述。**2024年3月6日，公司发布《关于签订技术许可合同暨关联交易的公告》及《关于全资子公司对外投资的公告》。(1)《关于签订技术许可合同暨关联交易的公告》称，公司拟与关联方欧合生物签署《技术许可合同》，**欧合生物将其拥有的生物法生产精氨酸技术授权公司使用**，该技术许可的性质为独占实施许可，独占实施许可期限为20年；(2)《关于全资子公司对外投资的公告》称，公司拟以全资子公司巴彦淖尔为实施主体，投资不超过7亿元人民币，**建设“交替年产6万吨三支链氨基酸、色氨酸和1万吨精制氨基酸项目”**，本次投资项目资金来源主要为自筹资金，预计建设期为24个月。

➤ **精氨酸市场前景良好，生物法技术优势凸显。**精氨酸是一种多功能的半必需或条件性必需的碱性氨基酸，已经广泛应用于动物营养、医药保健、个人护理等领域。**其生产方法主要为毛发水解法和生物法**，毛发水解法具有生产工艺操作复杂、生产成本较高，且容易造成环境污染的问题，无法大规模生产应用；**而欧合生物开发的生物法生产精氨酸技术克服了蛋白水解法制备精氨酸过程中存在的工艺复杂、环境污染严重等缺点，且具备生产条件温和、产品纯度高和生产成本低等的优势。**目前行业主流生产企业主要有日本味之素、韩国大象、韩国希杰、阜丰生物、伊品生物等。我们认为，公司具备良好的合成生物技术平台及客户资源优势，能够为精氨酸的产业化落地及市场推广提供良好基础；精氨酸产品布局有利于进一步丰富产品结构，为公司创造新的利润增长点。

➤ **继续扩充三支链氨基酸、色氨酸产能，氨基酸精制拓展高端下游。**色氨酸又被称为第二必需氨基酸，广泛应用于医药、食品和饲料添加剂领域。色氨酸有三种同分异构体，L-色氨酸、D-色氨酸及两种异构体的消旋混合物DL-色氨酸，只有L-色氨酸参与人体的代谢功能。L-色氨酸主要工艺为天然水解法、化学法及生物法，其中天然法具有成本高、污染严重和工艺复杂等问题，无法大规模生产，化学法则面临生产步骤繁琐、环境污染较大、无法保证产品安全性的缺点，对比来看，**生物法工艺具有成本低、工艺环保、生产效率高等突出优势，成为未来色氨酸工业化生产的首选技术。**公司在巴彦淖尔基地已有的1.6万吨支链氨基酸的基础上，继续扩充三支链氨基酸、色氨酸产品产能，且计划布局1万吨精制氨基酸项目，氨基酸产品纯度、附加值有望进一步提升，有利于长期盈利能力提升。

➤ **投资建议：**公司是合成生物学领先企业，主业丙氨酸、缬氨酸厌氧工艺行业领先，三大新产品有望贡献新的利润增量。我们预计公司2023-2025年将实现归母净利4.50亿元、6.82亿元和8.66亿元，EPS分别为2.86元、4.33元和5.50元，对应3月6日收盘价的PE分别为39、26和20倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动，市场竞争加剧，核心技术或核心技术人员流失。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,419	1,939	3,060	4,090
增长率(%)	48.7	36.7	57.9	33.6
归属母公司股东净利润(百万元)	320	450	682	866
增长率(%)	90.2	40.8	51.4	27.0
每股收益(元)	2.03	2.86	4.33	5.50
PE	55	39	26	20
PB	12.0	9.7	7.5	5.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月6日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

112.60元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李金凤

执业证书：S0100122070041

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

- 1.华恒生物(688639.SH)2023年度业绩快报点评：归母净利润同增41%，产品线丰富，看好长期发展-2024/02/26
- 2.华恒生物(688639.SH)2023年三季报点评：3Q2023归母净利润同比增长46%，进一步布局高丝族氨基酸业务-2023/10/26
- 3.华恒生物(688639.SH)2023年半年报点评：2Q2023归母净利润同比大幅增长49%，积极推进生物基项目建设-2023/08/29
- 4.华恒生物(688639.SH)深度报告：合成生物学领军企业，生物基产品布局打开新空间-2023/08/11
- 5.华恒生物(688639.SH)2022年年报及2023年一季报点评：氨基酸增长符合预期，多元化布局打开新空间-2023/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,419	1,939	3,060	4,090
营业成本	870	1,154	1,845	2,521
营业税金及附加	8	11	17	23
销售费用	29	40	63	84
管理费用	113	126	200	267
研发费用	79	112	176	235
EBIT	328	511	783	990
财务费用	-7	14	30	35
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	8	7	12	16
营业利润	342	504	764	970
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	343	504	764	970
所得税	24	54	82	104
净利润	319	450	682	866
归属于母公司净利润	320	450	682	866
EBITDA	387	582	875	1,138

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	147	186	227	352
应收账款及票据	321	438	692	924
预付款项	16	41	65	89
存货	136	184	294	402
其他流动资产	244	100	116	130
流动资产合计	863	949	1,394	1,897
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	763	893	1,017	1,762
无形资产	73	85	94	104
非流动资产合计	1,164	2,223	2,739	3,220
资产合计	2,027	3,172	4,133	5,117
短期借款	79	629	829	929
应付账款及票据	222	274	438	599
其他流动负债	88	121	185	251
流动负债合计	389	1,024	1,452	1,779
长期借款	0	137	137	137
其他长期负债	157	177	177	177
非流动负债合计	157	313	313	313
负债合计	545	1,337	1,765	2,092
股本	108	158	158	158
少数股东权益	1	1	0	0
股东权益合计	1,482	1,835	2,367	3,025
负债和股东权益合计	2,027	3,172	4,133	5,117

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	48.69	36.65	57.85	33.64
EBIT 增长率	76.94	56.01	53.08	26.49
净利润增长率	90.23	40.76	51.42	26.98
盈利能力 (%)				
毛利率	38.66	40.50	39.72	38.35
净利润率	22.56	23.24	22.29	21.18
总资产收益率 ROA	15.79	14.20	16.51	16.93
净资产收益率 ROE	21.62	24.56	28.82	28.63
偿债能力				
流动比率	2.22	0.93	0.96	1.07
速动比率	1.77	0.64	0.66	0.75
现金比率	0.38	0.18	0.16	0.20
资产负债率 (%)	26.91	42.16	42.72	40.88
经营效率				
应收账款周转天数	66.99	67.12	67.12	67.12
存货周转天数	56.84	58.44	58.44	58.44
总资产周转率	0.81	0.75	0.84	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	2.86	4.33	5.50
每股净资产	9.40	11.64	15.02	19.20
每股经营现金流	2.27	2.40	3.96	5.61
每股股利	0.90	0.87	1.32	1.68
估值分析				
PE	55	39	26	20
PB	12.0	9.7	7.5	5.9
EV/EBITDA	47.01	31.23	20.78	15.98
股息收益率 (%)	0.80	0.77	1.17	1.49

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	319	450	682	866
折旧和摊销	59	71	92	148
营运资金变动	-26	-168	-173	-155
经营活动现金流	357	378	624	884
资本开支	-456	-869	-608	-629
投资	102	200	0	0
投资活动现金流	-342	-913	-596	-613
股权募资	6	0	-12	0
债务募资	61	691	196	100
筹资活动现金流	6	573	14	-146
现金净流量	27	38	41	125

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026