

华恒生物 (688639.SH)

2023年净利润创新高，高质量推进新产品项目建设

买入

核心观点

2023年公司归母净利润创新高，氨基酸产销量持续增长。公司公布《2023年年度报告》《2024年第一季度报告》：近年来，公司产品和技术从氨基酸、维生素等扩充到生物基新材料单体，已成为全球平台型合成生物学龙头。**2023年**，得益于氨基酸产品产销量持续增长且毛利率提升、维生素产品放量等，公司实现营业收入19.38亿元（同比+36.63%）；归母净利润4.49亿元（同比+40.32%），创下历史新高。拟向全体股东每10股派发现金红利9.00元（含税），并拟以资本公积向全体股东每10股转增4.5股。2023年，公司氨基酸产品、维生素产品、其他产品毛利率分别为43.32%、55.1%、42.51%。**2024Q1**，氨基酸产销同比增长，缬氨酸价格下滑对毛利率有所拖累，公司实现主营收入5.01亿元（同比+25.12%）；归母净利润8657.41万元（同比+6.62%）。

经营活动现金净流量持续为正值，高质量推进新产品项目建设。公司具有高效、先进的研究开发与工程产业化能力。**研发上**，2023年/2024Q1公司研发费用率5.6%/5.7%。**项目建设上**，截至2024Q1末，公司在建工程为16.78亿元。公司目前规划的主要新产品包括：生物基新材料单体（1,3-丙二醇、丁二酸）、氨基酸产品（异亮氨酸、色氨酸、精氨酸）以及苹果酸等。2024年，公司将进一步加快推动巴彦淖尔基地“交替年产6万吨三支链氨基酸、色氨酸和年产1万吨精制氨基酸项目”、赤峰基地“生物法交替年产2.5万吨缬氨酸、精氨酸及年产1000吨肌醇建设项目”的共同实施和落地。华恒生物公司持续高质量推进新产品项目建设、提升成本和产业链优势。多年来，公司ROE长期在15%以上，2023/2024Q1公司加权ROE分别为27.06%/4.63%，相对高于行业的平均回报。

缬氨酸价格下跌后企稳反弹，丁二酸、苹果酸、异亮氨酸、PDO、色氨酸、精氨酸、蛋氨酸等产品销售仍值得期待。2023Q4起缬氨酸价格承压，由22.68元/kg下跌至14.68元/kg，公司将持续积极推进欧洲等海外市场销售增长。此外，丁二酸、苹果酸、异亮氨酸、PDO产品、色氨酸、精氨酸、蛋氨酸等需求前景广阔，公司将进一步加快新产品的市场推广速度，放量值得期待，公司成长性持续显现。

风险提示：技术被赶超或替代的风险、下游需求不及预期、新项目建设及产业化进度不及预期、原材料成本上涨、客户集中度较高、汇兑风险等风险。

投资建议：考虑到2024Q1，缬氨酸及肌醇产品景气度仍有一定压力，新产品的市场推广仍需要一定过程。我们小幅下调公司2024年盈利预测、维持2025年预测，并新增2026年盈利预测：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.22/7.90/9.10（2024年调整前为6.40亿元），同比增速分别为38.5%/26.9%/15.2%；摊薄EPS为3.95/5.01/5.77元（2024年调整前为5.91元）。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,419	1,938	3,415	4,549	5,874
(+/-%)	48.7%	36.6%	76.2%	33.2%	29.1%
归母净利润(百万元)	320	449	622	790	910
(+/-%)	90.2%	40.3%	38.5%	26.9%	15.2%
每股收益(元)	2.95	2.85	3.95	5.01	5.77
EBIT Margin	22.5%	25.5%	19.9%	18.9%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	21.6%	24.6%	26.8%	26.7%	24.7%
市盈率 (PE)	36.9	38.2	27.6	21.7	18.8
EV/EBITDA	32.6	32.6	23.1	17.8	15.6
市净率 (PB)	7.97	9.38	7.37	5.80	4.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	108.81元
总市值/流通市值	17142/17104百万元
52周最高价/最低价	173.63/82.21元
近3个月日均成交额	102.66百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华恒生物(688639.SH)-平台型合成生物学龙头，扩充“氨基酸+维生素+新材料”产品矩阵》——2024-01-02

2023 年净利润创新高，公司经营业绩表现靓丽

2024 年 4 月 21 日晚，公司公布《2023 年年度报告》及《2024 年第一季度报告》：2023 年全年，得益于氨基酸产品产销量持续增长且毛利率提升、维生素产品放量且毛利率较高等，公司实现营业收入 19.38 亿元（同比+36.63%）；归母净利润 4.49 亿元（同比+40.32%）；基本每股收益 2.84 元/股。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 9.00 元（含税），并拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.5 股。2023 年，公司氨基酸产品、维生素产品、其他产品毛利率分别为 43.32%、55.1%、42.51%。2024Q1，氨基酸产销同比持续增长，缬氨酸价格下滑较多拖累毛利率，公司主营收入 5.01 亿元（同比+25.12%）；归母净利润 8657.41 万元（同比+6.62%）；负债率 56.65%，财务费用 460.23 万元，毛利率 33.58%。2023 年/2024Q1 公司研发费用率 5.6%/5.7%。多年来，公司 ROE 长期在 15% 以上，2023 年公司加权/摊薄 ROE 分别达到 27.06%/24.58%；2024Q1 公司加权/摊薄 ROE 分别为 4.63%/4.55%。

从现金流看，从 2013 年迄今，公司的经营活动现金净流量持续为正值。2023 年年底，投资规模扩大、固定资产增加，投资活动现金净流量减少 7.85 亿元至 -11.27 亿元；受借款融资增加影响，筹资活动现金净流量也明显增长。

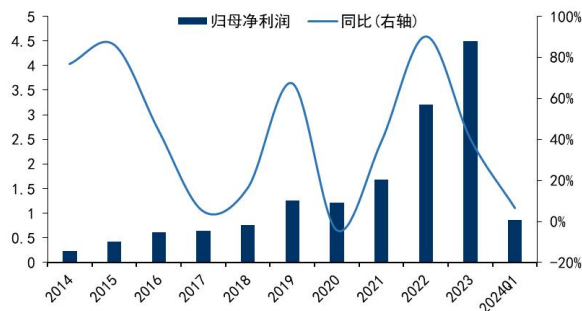
从产品布局来说，2023 年，公司按计划推进建设赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基、年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇（PDO）、秦皇岛基地建设年产 5 万吨生物基苹果酸等建设项目。项目团队以最高的施工质量、最短的建设周期，创造了新的“华恒速度”，2024 年，上述项目均可实现连续量产。

图1：华恒生物：营业收入变化情况



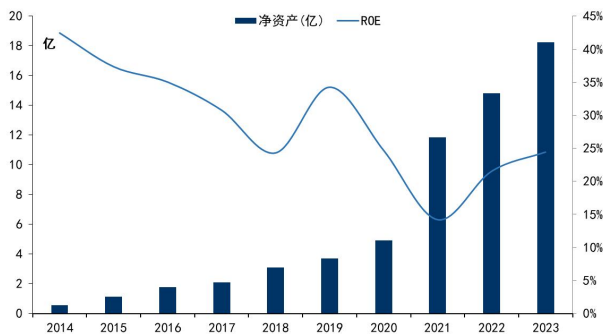
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华恒生物：归母净利润变化情况



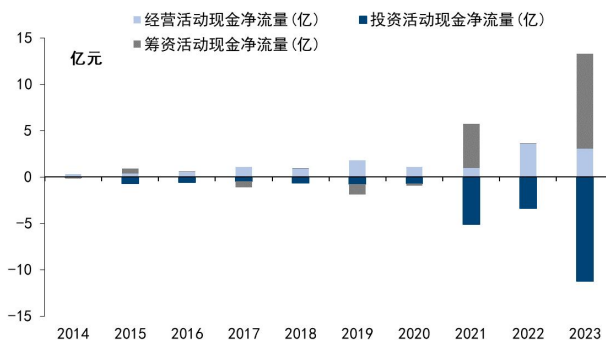
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华恒生物：净资产及ROE变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（ROE为摊薄ROE）

图4：华恒生物：公司现金流量情况

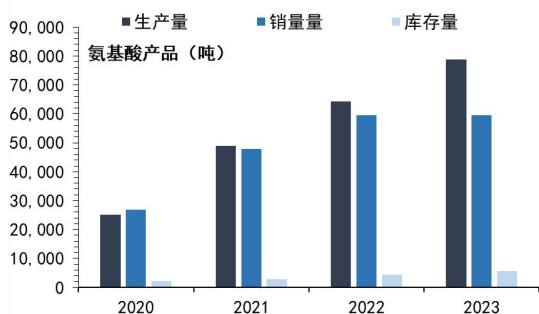


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高质量推进新产品项目建设，持续丰富产品种类

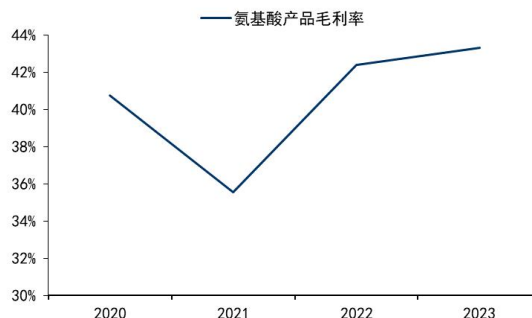
产销量上看，2023年，公司氨基酸产品产能持续增加，生产量由上年6.42万吨增加至7.87万吨（同比+22.67%）。销售量从5.94万吨增加至7.72万吨（同比+29.87%）。库存量为5,755吨（同比+30.84%）。截至目前，公司已建成并投产的主要产品包括氨基酸系列产品（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸、L-缬氨酸）、维生素系列产品（D-泛酸钙、D-泛醇、肌醇）、生物基新材料单体（1,3-丙二醇、丁二酸）和其他产品（苹果酸、熊果苷）等，可广泛应用于中间体、动物营养、日化护理、功能食品与营养、植物营养等众多领域。

图5：华恒生物：氨基酸产品产销量、库存量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：华恒生物：氨基酸产品毛利率变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

值得一提的是，2024年3月6日晚，华恒生物公告，拟以全资子公司为主体投资不超过7亿元建设“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”，建设周期为24个月，项目资金来源主要为自筹资金，该项目将扩充公司三支链氨基酸、色氨酸产品产能，同时，扩大公司业务范围，丰富产品种类，增加市场竞争力。

此外，华恒生物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。公司利用合同约定的技术成果实现产业化生产的当年起，按照每自然年度利用本技术成果生产形成的终端产品销售额（含税）的2.80%向欧合生物支付产业化提成。华恒生物将借此开展合成生物技术在精氨酸相关产品领域的研究和开发。

截至2024Q1末，公司在建工程为16.78亿元。2024年，公司将进一步加快推动巴彦淖尔基地“交替年产6万吨三支链氨基酸、色氨酸和年产1万吨精制氨基酸项目”、赤峰基地“生物法交替年产2.5万吨缬氨酸、精氨酸及年产1000吨肌醇建设项目”的共同实施和落地。公司目前规划的主要新产品包括：生物基新材料单体（1,3-丙二醇、丁二酸）、氨基酸产品（异亮氨酸、色氨酸、精氨酸）以及苹果酸等。新产品市场空间仍广阔，公司将进一步加快新产品的市场推广速度，并积极面对市场需求及竞争形势的变化。

投资建议

生物制造是我国建设科技强国的重点发展产业之一，具有极大的减排潜力。实施生物技术的产业化应用，是顺应全球生物技术的加速演进趋势。华恒生物是典型的研发与技术驱动型企业，现已经成为全球领先的生物基产品制造企业。公司以

微生物细胞工厂为核心的发酵法和以酶催化为核心的酶法生产工艺为技术支撑，目前已打造出了合成生物学“氨基酸+维生素+新材料”产品矩阵。作为全球平台型合成生物学龙头，华恒生物公司持续高质量推进新产品项目建设、提升成本和产业链优势；未来公司将继续启动卓越制造项目，建设一流生物制造能力。根据公司产能规划，我们预计未来3年公司业绩仍将保持较快增长，公司新产能将逐步释放且市场容量有望打开，我们看好公司未来有望继续保持高投入的研发，开发更多种生物基新产品，并继续保持绿色低碳的可持续发展优势，中长期成长性显著。

考虑到2024Q1，缬氨酸及肌醇产品景气度仍有一定压力，新产品的市场推广仍需要一定过程。我们小幅下调公司2024年盈利预测、维持2025年预测，并新增2026年盈利预测：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.22/7.90/9.10（2024年调整前为6.40亿元），同比增速分别为38.5%/26.9%/15.2%；摊薄EPS为3.95/5.01/5.77元（2024年调整前为5.91元），对应当前股价对应PE为27.6/21.7/18.8X。**维持“买入”评级。**

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司简称	投资评级	股价			EPS			PE		PB (2024. 4. 19)	总市值 (亿元)
			(2023. 4. 19)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E			
688065	凯赛生物	无评级	40.12	0.95	0.63	1.18	42.23	63.68	34.00	2.14	234.05	
688089	嘉必优	无评级	13.00	0.88	0.80	1.06	14.79	16.16	12.31	1.54	21.88	
002001	新和成	无评级	17.65	1.17	0.95	1.25	15.09	18.58	14.12	2.31	545.55	
600873	梅花生物	无评级	10.70	1.45	1.08	1.13	7.38	9.91	9.47	2.22	314.95	
平均值							19.87	27.08	17.47	2.05		
688639	华恒生物	买入	108.81	2.95	2.85	3.95	36.86	38.17	27.56	7.37	171.42	

资料来源：Wind，_国信证券经济研究所整理并预测

备注：华恒生物公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测，其余公司盈利预测为Wind一致性预测

风险提示：技术被赶超或替代的风险、下游需求不及预期、新项目建设及产业化进度不及预期、原材料成本上涨、客户集中度较高、汇兑风险等风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	147	353	200	200	200	营业收入	1419	1938	3415	4549	5874
应收款项	334	315	842	1122	1448	营业成本	870	1153	2196	2976	3966
存货净额	136	226	337	454	612	营业税金及附加	8	11	24	32	41
其他流动资产	46	156	171	227	294	销售费用	29	50	75	99	129
流动资产合计	863	1050	1550	2003	2554	管理费用	113	122	249	331	426
固定资产	188	2620	2952	3208	3427	研发费用	79	109	191	252	335
无形资产及其他	73	86	83	79	76	财务费用	(7)	3	52	53	39
投资性房地产	903	214	214	214	214	投资收益	8	3	15	15	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	3	3	2	2
资产总计	2027	3970	4798	5504	6271	其他收入	(70)	(94)	(191)	(252)	(335)
短期借款及交易性金融负债	79	942	1157	900	500	营业利润	342	511	645	823	955
应付款项	222	589	562	757	1020	营业外净收支	1	(5)	50	50	50
其他流动负债	88	146	240	330	460	利润总额	343	506	695	873	1005
流动负债合计	389	1676	1960	1987	1980	所得税费用	24	60	76	87	101
长期借款及应付债券	0	305	305	305	305	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
其他长期负债	157	163	213	263	313	归属于母公司净利润	320	449	622	790	910
长期负债合计	157	468	518	568	618	现金流量表 (百万元)					
负债合计	545	2145	2478	2555	2598	净利润	320	449	622	790	910
少数股东权益	1	(1)	(4)	(7)	(11)	资产减值准备	(6)	3	4	1	1
股东权益	1480	1827	2325	2956	3684	折旧摊销	59	99	171	248	286
负债和股东权益总计	2027	3970	4798	5504	6271	公允价值变动损失	1	(3)	(3)	(2)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	3	52	53	39
每股收益	2.95	2.85	3.95	5.01	5.77	营运资本变动	(792)	942	(531)	(118)	(107)
每股红利	0.56	0.69	0.79	1.00	1.15	其它	6	(5)	(7)	(4)	(5)
每股净资产	13.66	11.60	14.76	18.76	23.38	经营活动现金流	(412)	1486	256	915	1082
ROIC	34%	24%	23%	25%	27%	资本开支	0	(2534)	(500)	(500)	(500)
ROE	22%	25%	27%	27%	25%	其它投资现金流	141	200	0	0	0
毛利率	39%	41%	36%	35%	32%	投资活动现金流	141	(2334)	(500)	(500)	(500)
EBIT Margin	23%	25%	20%	19%	17%	权益性融资	5	7	0	0	0
EBITDA Margin	27%	31%	25%	24%	21%	负债净变化	0	305	0	0	0
收入增长	49%	37%	76%	33%	29%	支付股利、利息	(60)	(109)	(124)	(158)	(182)
净利润增长率	90%	40%	39%	27%	15%	其它融资现金流	413	654	216	(257)	(400)
资产负债率	27%	54%	52%	46%	41%	融资活动现金流	297	1054	91	(415)	(582)
息率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	26	206	(153)	0	0
P/E	36.9	38.2	27.6	21.7	18.8	货币资金的期初余额	122	147	353	200	200
P/B	8.0	9.4	7.4	5.8	4.7	货币资金的期末余额	147	353	200	200	200
EV/EBITDA	32.6	32.6	23.1	17.8	15.6	企业自由现金流	0	(1057)	(256)	403	558
						权益自由现金流	0	(98)	(87)	99	123

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032