

## 华恒生物(688639)

### 单产品低景气风险释放，高成长属性愈发凸显

#### 事件：

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年公司实现营业收入 19.4 亿元，同比增长 37%；实现归母净利润 4.5 亿元，同比增长 40%；实现扣非后归母净利润 4.4 亿元，同比增长 44%。同时，公司拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.5 股，每 10 股派发现金红利 9.0 元（含税）。

2024 年一季度，公司实现营业收入 5.0 亿元，同比增长 25%，环比下降 13%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比增长 7%，环比下降 33%。

#### ➤ 缬氨酸 Q1 价格触底拖累增长，单产品周期下行风险释放

23 年公司业绩大幅提升，氨基酸和维生素均有较好表现。23 年氨基酸产品销售量同比 30% 至 7.72 万吨，产品营收提升了 26%；维生素业务表现更为亮眼，营收同比提升 575%，营收占比约 13%，毛利率提升 18.5pct 至 55.1%。公司 24Q1 业绩环比下滑，略低于预期，主要是缬氨酸业务表现不佳所致。由于行业竞争加剧，缬氨酸 24Q1 均价环比 23Q4 下滑 16% 至 1.55 万元/吨。展望后市，猪价上涨趋势有望推动饲料需求持续修复，缬氨酸价格有望底部回升。另外，随着公司苹果酸、丁二酸、肌醇等产品营收占比的持续增长，缬氨酸单一品种比重持续下降，单一品种周期属性影响逐渐减弱。

#### ➤ 多种新产品项目陆续投放，高成长属性愈发凸显

继丙、缬氨酸顺利实现商业化后，公司生物法丁二酸、PDO 新产品瞄准千亿新材料大市场，苹果酸产品有望对 280 万吨的全球柠檬酸市场形成替代。并且公司与郑裕国院士合作，进一步布局拥有逾 300 亿元规模的蛋氨酸市场。截至目前，公司 5 万吨 PDO、5 万吨丁二酸、5 万吨苹果酸项目均已建成并投产。另有交替年产 2.5 万吨缬氨酸及精氨酸项目、年产 1000 吨肌醇项目、蛋氨酸项目、色氨酸项目等正在推进，高成长属性愈发凸显，持续商业化能力不断得到验证。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-26 年营收分别为 31/39/48 亿元，对应增速分别为 61%/25%/23%，归母净利润分别为 6.2/8.6/11.0 亿元，对应增速分别为 38%/39%/28%，EPS 分别为 3.94/5.46/6.98 元，3 年 CAGR 为 35%。可比公司 2024 年平均 PE 为 31 倍，鉴于考虑到公司合成生物学产业商业化能力强，且多种新产品顺利投产落地，我们给予公司 2024 年 35 倍 PE，目标价 137.9 元，上调为“买入”评级。

**风险提示：**新项目推进不及预期的风险、产品价格大幅波动风险、产线染菌风险、核心菌种被泄露的风险、部分产品客户集中度较高的风险

行业：基础化工/化学制品  
 投资评级：买入（上调）  
 当前价格：104.90 元  
 目标价格：137.90 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	157.54/157.19
流通 A 股市值(百万元)	16,489.46
每股净资产(元)	12.08
资产负债率(%)	56.65
一年内最高/最低(元)	173.63/82.21

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：柴沁虎  
 执业证书编号：S0590522020004  
 邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊  
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn  
 联系人：李绍程  
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1419	1938	3114	3894	4805
增长率(%)	48.69%	36.63%	60.65%	25.05%	23.40%
EBITDA(百万元)	395	608	958	1332	1628
归母净利润(百万元)	320	449	621	861	1100
增长率(%)	90.23%	40.32%	38.34%	38.53%	27.80%
EPS(元/股)	2.03	2.85	3.94	5.46	6.98
市盈率(P/E)	51.6	36.8	26.6	19.2	15.0
市净率(P/B)	11.2	9.0	7.1	5.5	4.3
EV/EBITDA	42.1	34.2	18.4	13.0	10.3

数据来源：公司公告、iFind、国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价

#### 相关报告

1、《华恒生物(688639)：持续成长的合成生物学产业领军企业》2024.02.03

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	147	353	311	389	481	营业收入	1419	1938	3114	3894	4805
应收账款+票据	326	318	652	815	1006	营业成本	870	1153	1921	2344	2918
预付账款	16	29	64	80	99	营业税金及附加	8	11	19	23	29
存货	136	226	331	404	503	营业费用	29	50	65	78	91
其他	238	123	122	153	189	管理费用	192	231	379	458	527
<b>流动资产合计</b>	<b>863</b>	<b>1050</b>	<b>1480</b>	<b>1841</b>	<b>2277</b>	财务费用	-7	3	53	45	26
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-3	-8	-10	-13
固定资产	763	1092	1805	2653	2786	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
在建工程	189	1529	914	250	250	投资净收益	8	3	6	6	6
无形资产	73	86	72	58	43	其他	8	21	14	14	14
其他非流动资产	139	214	214	214	214	<b>营业利润</b>	<b>342</b>	<b>511</b>	<b>690</b>	<b>955</b>	<b>1221</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1164</b>	<b>2920</b>	<b>3005</b>	<b>3174</b>	<b>3292</b>	营业外净收益	1	-5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2027</b>	<b>3970</b>	<b>4486</b>	<b>5015</b>	<b>5569</b>	<b>利润总额</b>	<b>343</b>	<b>506</b>	<b>690</b>	<b>956</b>	<b>1221</b>
短期借款	79	915	953	689	205	所得税	24	60	70	97	124
应付账款+票据	222	589	589	719	895	<b>净利润</b>	<b>319</b>	<b>447</b>	<b>620</b>	<b>858</b>	<b>1097</b>
其他	88	172	225	276	342	少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-3
<b>流动负债合计</b>	<b>389</b>	<b>1676</b>	<b>1767</b>	<b>1684</b>	<b>1443</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>320</b>	<b>449</b>	<b>621</b>	<b>861</b>	<b>1100</b>
长期带息负债	0	305	246	190	130	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	157	163	163	163	163	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>157</b>	<b>468</b>	<b>410</b>	<b>353</b>	<b>293</b>	营业收入	48.69%	36.63%	60.65%	25.05%	23.40%
<b>负债合计</b>	<b>545</b>	<b>2145</b>	<b>2177</b>	<b>2037</b>	<b>1736</b>	EBIT	76.44%	51.48%	45.79%	34.74%	24.61%
少数股东权益	1	-1	-3	-5	-8	EBITDA	66.08%	53.81%	57.44%	39.10%	22.24%
股本	108	158	158	158	158	归属于母公司净利润	90.23%	40.32%	38.34%	38.53%	27.80%
资本公积	624	603	603	603	603	<b>获利能力</b>					
留存收益	748	1066	1551	2222	3080	毛利率	38.66%	40.52%	38.32%	39.81%	39.27%
<b>股东权益合计</b>	<b>1482</b>	<b>1826</b>	<b>2309</b>	<b>2978</b>	<b>3833</b>	净利率	22.51%	23.04%	19.90%	22.04%	22.83%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2027</b>	<b>3970</b>	<b>4486</b>	<b>5015</b>	<b>5569</b>	ROE	21.62%	24.58%	26.88%	28.85%	28.64%
<b>现金流量表</b>						ROIC	37.83%	34.55%	24.04%	26.47%	29.91%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	319	447	620	858	1097	资产负债率	26.91%	54.02%	48.53%	40.62%	31.18%
折旧摊销	59	99	215	331	381	流动比率	2.2	0.6	0.8	1.1	1.6
财务费用	-7	3	53	45	26	速动比率	1.8	0.4	0.6	0.7	1.1
存货减少(增加为“-”)	-29	-91	-104	-73	-99	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-63	-281	-419	-102	-102	应收账款周转率	5.3	7.5	5.8	5.8	5.8
其它	78	125	101	70	96	存货周转率	6.4	5.1	5.8	5.8	5.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>357</b>	<b>301</b>	<b>465</b>	<b>1129</b>	<b>1399</b>	总资产周转率	0.7	0.5	0.7	0.8	0.9
资本支出	-408	-1263	-300	-500	-500	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	102	128	0	0	0	每股收益	2.0	2.9	3.9	5.5	7.0
其他	-37	8	3	3	3	每股经营现金流	2.3	1.9	3.0	7.2	8.9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-342</b>	<b>-1127</b>	<b>-297</b>	<b>-497</b>	<b>-497</b>	每股净资产	9.4	11.6	14.7	18.9	24.4
债权融资	61	1141	-21	-320	-544	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	49	0	0	0	市盈率	51.6	36.8	26.6	19.2	15.0
其他	-54	-165	-189	-234	-268	市净率	11.2	9.0	7.1	5.5	4.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>1025</b>	<b>-210</b>	<b>-554</b>	<b>-811</b>	EV/EBITDA	42.1	34.2	18.4	13.0	10.3
<b>现金净增加额</b>	<b>27</b>	<b>206</b>	<b>-42</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	EV/EBIT	49.6	40.8	23.7	17.3	13.4

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

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

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼