

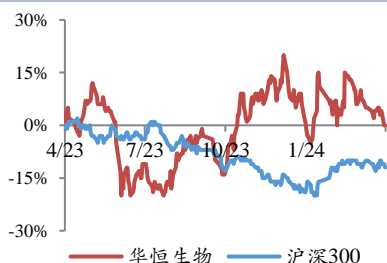
Q1 业绩同比增长环比下滑，新产品有望放量打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-23

收盘价（元）	105.10
近12个月最高/最低（元）	173.6/82.21
总股本（百万股）	158
流通股本（百万股）	158
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	166
流通市值（亿元）	166

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.Q3 业绩持续增长，投资布局高丝氨酸 2023-10-26

2.二季度业绩环比大幅增长，拓展产品矩阵打开成长空间 2023-08-29

主要观点：

● 事件描述

2024年4月21日下午，华恒生物发布2023年年报及2024年一季度报。公司2023年实现营收19.38亿元，同比增长36.63%；实现归母净利润4.49亿元，同比增长40.32%；实现扣非净利润4.38亿元，同比增长44.28%。2024年Q1实现营收5.01亿元，同比/环比变化+25.12%/-12.72%；实现归母净利润0.87亿元，同比/环比变化+6.62%/-32.56%；实现扣非净利润0.86亿元，同比/环比变化+9.70%/-30.08%。

● 产能持续扩张，主要产品逐渐放量助业绩稳健增长

公司2023年营收实现大幅增长主要系公司主要产品产能扩张，持续放量。2023年公司氨基酸产品产销齐增，生产量达7.87万吨，同比增长22.67%，销售量达7.72万吨，同比增长29.87%，实现营收14.65亿元，同比增长25.62%；维生素产品实现营收2.18亿元，同比增长574.96%。2024年Q1公司营收略低于预期主要系缬氨酸产品价格下滑及项目产线调试进度不及预期。据数据统计，2024年Q1缬氨酸均价为15550元/吨，同比/环比下滑17.42%/30.49%。

2023年公司销售毛利率为40.52%，较2022年销售毛利率38.66%有小幅增长。其中，氨基酸板块销售毛利率为43.32%，较2022年毛利率42.37%有小幅增长。2024年Q1销售毛利率为33.58%，较2023年Q4销售毛利率38.67%有一定下滑主要系缬氨酸价格承压所致。总体而言，尽管短期公司主要产品缬氨酸价格承压，毛利率有所下滑但叠加产品放量、产销同增，公司业绩依然可期。

● 产品矩阵逐渐拓展，投产进度符合预期，打开增长空间

报告期内，公司成功拓展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。公司旗下赤峰基地年产5万吨生物基1,3-丙二醇项目、5万吨生物基丁二酸项目及秦皇岛基地年产5万吨苹果酸项目顺利投产。2024年将加速推动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、巴彦淖尔交替年产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。多个新项目的投产将快速拓展公司产品矩阵，为增长注入动能。

● 投资建议

根据公司主要产品的市场情况，我们调整公司业绩预期，预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.03、8.41、11.29亿元（前值

2024-2025 年分别为 5.05 亿元、7.44 亿元)，同比增速为 34.2%、39.5%、34.3%。对应 PE 分别为 27、20、15 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料价格波动风险；
- (2) 在建项目不及预期风险；
- (3) 国际局势及汇率波动风险；
- (4) 行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1938	3283	4924	5637
收入同比 (%)	36.6%	69.4%	50.0%	14.5%
归属母公司净利润	449	603	841	1129
净利润同比 (%)	40.3%	34.2%	39.5%	34.3%
毛利率 (%)	40.5%	34.7%	33.3%	36.7%
ROE (%)	24.6%	24.8%	25.7%	25.7%
每股收益 (元)	2.84	3.82	5.34	7.17
P/E	44.33	27.48	19.69	14.66
P/B	10.86	6.82	5.06	3.76
EV/EBITDA	33.96	21.63	15.31	11.87

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1050	1586	2822	2993	营业收入	1938	3283	4924	5637
现金	353	123	1132	1150	营业成本	1153	2144	3283	3571
应收账款	246	671	697	856	营业税金及附加	11	19	28	32
其他应收款	10	51	27	65	销售费用	50	74	115	133
预付账款	29	59	83	93	管理费用	122	227	339	383
存货	226	393	577	482	财务费用	3	14	20	20
其他流动资产	185	288	307	348	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	2920	3812	4788	5756	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	12	16	17
固定资产	1092	1499	1875	2196	营业利润	511	668	932	1261
无形资产	86	103	121	137	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1742	2211	2792	3422	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	3970	5398	7610	8749	利润总额	506	668	932	1261
流动负债	1676	2154	3529	3538	所得税	60	68	95	132
短期借款	915	1353	1861	2400	净利润	447	600	837	1129
应付账款	589	532	1298	738	少数股东损益	-2	-2	-3	0
其他流动负债	172	268	370	399	归属母公司净利润	449	603	841	1129
非流动负债	468	818	818	818	EBITDA	610	854	1174	1557
长期借款	305	655	655	655	EPS (元)	2.84	3.82	5.34	7.17
其他非流动负债	163	163	163	163					
负债合计	2145	2972	4347	4356					
少数股东权益	-1	-3	-7	-7					
股本	158	158	158	158					
资本公积	603	603	603	603					
留存收益	1066	1668	2509	3639					
归属母公司股东权益	1827	2430	3270	4400					
负债和股东权益	3970	5398	7610	8749					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	301	60	1718	743	成长能力				
净利润	447	600	837	1129	营业收入	36.6%	69.4%	50.0%	14.5%
折旧摊销	99	183	239	294	营业利润	49.4%	30.8%	39.4%	35.3%
财务费用	4	14	20	20	归属于母公司净利润	40.3%	34.2%	39.5%	34.3%
投资损失	-3	-12	-16	-17	获利能力				
营运资金变动	-260	-726	639	-683	毛利率 (%)	40.5%	34.7%	33.3%	36.7%
其他经营现金流	722	1327	198	1812	净利率 (%)	23.2%	18.4%	17.1%	20.0%
投资活动现金流	-1127	-1063	-1198	-1244	ROE (%)	24.6%	24.8%	25.7%	25.7%
资本支出	-1263	-1075	-1214	-1261	ROIC (%)	14.7%	13.5%	14.5%	15.1%
长期投资	128	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	8	12	16	17	资产负债率 (%)	54.0%	55.1%	57.1%	49.8%
筹资活动现金流	1025	774	488	520	净负债比率 (%)	117.5%	122.5%	133.2%	99.2%
短期借款	836	438	508	539	流动比率	0.63	0.74	0.80	0.85
长期借款	305	350	0	0	速动比率	0.41	0.47	0.58	0.65
普通股增加	49	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-21	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.70	0.76	0.69
其他筹资现金流	-144	-14	-20	-20	应收账款周转率	7.66	7.16	7.20	7.26
现金净增加额	206	-230	1008	18	应付账款周转率	2.84	3.82	3.59	3.51

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	36.6%	69.4%	50.0%	14.5%
营业利润	49.4%	30.8%	39.4%	35.3%
归属于母公司净利润	40.3%	34.2%	39.5%	34.3%
获利能力				
毛利率 (%)	40.5%	34.7%	33.3%	36.7%
净利率 (%)	23.2%	18.4%	17.1%	20.0%
ROE (%)	24.6%	24.8%	25.7%	25.7%
ROIC (%)	14.7%	13.5%	14.5%	15.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.0%	55.1%	57.1%	49.8%
净负债比率 (%)	117.5%	122.5%	133.2%	99.2%
流动比率	0.63	0.74	0.80	0.85
速动比率	0.41	0.47	0.58	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.70	0.76	0.69
应收账款周转率	7.66	7.16	7.20	7.26
应付账款周转率	2.84	3.82	3.59	3.51
每股指标 (元)				
每股收益	2.84	3.82	5.34	7.17
每股经营现金流 (摊薄)	1.91	0.38	10.90	4.71
每股净资产	11.60	15.42	20.76	27.93
估值比率				
P/E	44.33	27.48	19.69	14.66
P/B	10.86	6.82	5.06	3.76
EV/EBITDA	33.96	21.63	15.31	11.87

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。