

➤ **事件。**2024 年 4 月 22 日，公司发布 2023 年度及 2024 年一季报。2023 年全年，公司实现营收 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%；实现扣非后归母净利润 4.38 亿元，同比增长 44.28%。其中 4Q2023，公司实现营收 5.74 亿元，同比增长 32.02%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 25.36%；实现扣非后归母净利润 1.23 亿元，同比增长 21.68%。2024Q1，公司实现营收 5.01 亿元，同比增长 25.12%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比增长 6.62%；实现扣非后归母净利润 0.86 亿元，同比增长 9.70%。

➤ **缬氨酸价格下降拖累业绩表现，以量补价持续高速增长。**据 wind 引用自博亚和讯数据，缬氨酸价格自 23 年下半年开始直到 24Q1 均处于下降区间，23 年缬氨酸均价为 22816 元/吨，同比降低 1.41%；24Q1 缬氨酸均价为 15499 元/吨，同比降低 41.60%，环比下降 17.28%。虽然缬氨酸产品价格出现下降，但对应到整体氨基酸产品的业务表现方面，23 年全年公司实现氨基酸产品实现销量 7.72 万吨，同比增长 29.87%；实现收入 14.65 亿元，同比增长 25.62%；实现毛利率 43.32%，同比增加 0.95 个百分点。公司通过以量补价的方式，依然保持了全年收入、利润率的正向增长，体现了公司主营产品技术、成本及客户资源优势。进入 24Q2 以来，缬氨酸价格已经稳定在 15000 元/吨附近，伴随外部利空因素逐步消除，公司业绩面有望继续保持快速增长的趋势。

➤ **生物基新产品顺利实现投产，小品种氨基酸接力，产品矩阵持续丰富。**23 年内公司按计划推进赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目，2024 年上述项目也已全部实现连续量产，也意味着公司的产品、技术从氨基酸、维生素等产品等扩产到生物基新材料单体，进一步拓宽公司业务增长新空间。此外，公司 2024 年将继续推动巴彦淖尔基地“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“生物法交替生产 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，公司产品结构有望继续丰富，业绩也有望持续增厚。

➤ **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，三大新产品及新品种氨基酸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 6.57 亿元、8.43 亿元和 10.85 亿元，EPS 分别为 4.17 元、5.35 元和 6.89 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PE 分别为 25、20 和 15 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,938	2,862	3,608	4,553
增长率 (%)	36.6	47.6	26.1	26.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	449	657	843	1,085
增长率 (%)	40.3	46.4	28.2	28.8
每股收益 (元)	2.85	4.17	5.35	6.89
PE	37	25	20	15
PB	9.1	7.1	5.6	4.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
105.10 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) 事件点评：小品种氨基酸持续扩张，精制项目拓展高端下游-2024/03/06
2. 华恒生物 (688639.SH) 2023 年度业绩快报点评：归母净利润同增 41%，产品管线丰富，看好长期发展-2024/02/26
3. 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
4. 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
5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,938	2,862	3,608	4,553
营业成本	1,153	1,703	2,143	2,698
营业税金及附加	11	16	20	25
销售费用	50	72	90	114
管理费用	122	180	227	287
研发费用	109	159	201	253
EBIT	511	765	969	1,229
财务费用	3	47	49	44
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	3	12	16	20
营业利润	511	730	936	1,205
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	506	730	936	1,205
所得税	60	74	95	123
净利润	447	656	840	1,083
归属于母公司净利润	449	657	843	1,085
EBITDA	610	883	1,121	1,405

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	353	707	1,180	1,819
应收账款及票据	304	530	669	844
预付款项	29	37	47	59
存货	226	300	377	475
其他流动资产	137	164	173	185
流动资产合计	1,050	1,738	2,445	3,382
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,092	1,661	2,068	2,365
无形资产	86	106	126	146
非流动资产合计	2,920	3,043	3,143	3,243
资产合计	3,970	4,782	5,589	6,625
短期借款	915	1,177	1,177	1,177
应付账款及票据	589	523	657	828
其他流动负债	172	212	250	299
流动负债合计	1,676	1,911	2,085	2,304
长期借款	305	376	376	376
其他长期负债	163	167	167	167
非流动负债合计	468	543	543	543
负债合计	2,145	2,454	2,628	2,847
股本	158	158	158	158
少数股东权益	-1	-3	-5	-8
股东权益合计	1,826	2,328	2,961	3,779
负债和股东权益合计	3,970	4,782	5,589	6,625

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	36.63	47.64	26.09	26.19
EBIT 增长率	56.02	49.55	26.74	26.81
净利润增长率	40.32	46.36	28.20	28.82
盈利能力 (%)				
毛利率	40.52	40.47	40.61	40.74
净利润率	23.17	22.97	23.35	23.84
总资产收益率 ROA	11.31	13.75	15.08	16.38
净资产收益率 ROE	24.58	28.20	28.41	28.67
偿债能力				
流动比率	0.63	0.91	1.17	1.47
速动比率	0.40	0.66	0.90	1.17
现金比率	0.21	0.37	0.57	0.79
资产负债率 (%)	54.02	51.32	47.02	42.97
经营效率				
应收账款周转天数	47.00	43.39	50.08	50.06
存货周转天数	56.51	55.62	56.89	56.87
总资产周转率	0.65	0.65	0.70	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	2.85	4.17	5.35	6.89
每股净资产	11.60	14.79	18.83	24.04
每股经营现金流	1.91	2.82	6.17	7.73
每股股利	0.90	1.31	1.68	2.17
估值分析				
PE	37	25	20	15
PB	9.1	7.1	5.6	4.4
EV/EBITDA	29.13	20.13	15.86	12.66
股息收益率 (%)	0.86	1.25	1.60	2.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	447	656	840	1,083
折旧和摊销	99	118	151	175
营运资金变动	-260	-370	-61	-78
经营活动现金流	301	445	973	1,218
资本开支	-1,263	-218	-251	-275
投资	128	0	0	0
投资活动现金流	-1,127	-226	-236	-256
股权募资	7	0	0	0
债务募资	1,166	342	0	0
筹资活动现金流	1,025	136	-265	-323
现金净流量	206	354	472	640

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