

## Q2 短期业绩承压，看好 PDO 长期放量节奏

2024 年 08 月 28 日

► **事件：**2024 年 8 月 28 日，公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现营收 10.16 亿元，同比增长 19.57%；实现归母净利润 1.50 亿元，同比降低 21.72%；实现扣非后归母净利润 1.48 亿元，同比降低 22.14%。其中 2024Q2，公司实现营收 5.15 亿元，同比增长 14.64%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比降低 42.63%，环比降低 27.08%；实现扣非后归母净利润 0.62 亿元，同比降低 44.58%，环比降低 28.31%。

► **缬氨酸价格下降+新品费用提升系利润下降主因。**据 wind 引用自博亚和讯数据，缬氨酸因 23 年行业产能快速释放，导致其价格自 23 年下半年开始下滑。23 年缬氨酸均价为 22.82 元/kg，其中 23H1 缬氨酸均价为 25.94 元/kg；24H1 缬氨酸均价为 15.10 元/kg，同比下降 41.43%；同时，公司新产品 1,3-丙二醇、丁二酸、苹果酸、色氨酸、精氨酸等产品按计划投向市场，经营规模进一步扩大，相关费用益有所增加，系公司利润下降主要因素。

► **生物基产品 (PDO/丁二酸)：看好长期市场空间。**1,3 丙二醇系 PTT 等高性能聚酯纤维的重要生产原料，有望受益下游 PTT 纤维的发展而快速增长；但 PDO-PTT 产业发展一度受制于国外巨头美国杜邦的技术垄断，特别是 PDO 的生物法合成一直未能实现有效的大规模突破。公司 1,3-丙二醇生物法的研发和量产取得的成功，不仅是技术上的突破，更是有效解决了长期依赖进口原料的问题，为国内 PDO-PTT 产业链的独立自主提供了强有力的支撑；丁二酸作为重要的有机合成原料及有机合成中间体，可用于生产生物基 PBS、BDO 等产品，同时也可广泛应用于食品、医药、农业等领域，具备良好的市场前景。

► **精、色氨酸：小品种氨基酸的进一步延伸。**2024 年 3 月、8 月，公司分别发布公告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/色氨酸技术授权公司使用。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，色氨酸因对人和动物的生长发育、新陈代谢起着重要作用，被称为第二必需氨基酸，近年来产品价格高位震荡，且欧合生物突破的生物法技术克服了传统蛋白水解法的缺点，同时具备生产条件温和、产品纯度高、生产成本低等优势。我们认为，精、色氨酸的产品布局有利于丰富公司产品结构，巩固和提升公司在行业内的地位。

► **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 2024-2026 年将实现归母净利 4.51 亿元、6.56 亿元和 8.84 亿元，EPS 分别为 1.97 元、2.87 元和 3.87 元，对应 8 月 28 日收盘价的 PE 分别为 16、11 和 8 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	2,165	2,849	3,774
增长率 (%)	36.6	11.7	31.6	32.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	449	451	656	884
增长率 (%)	40.3	0.5	45.3	34.7
每股收益 (元)	1.96	1.97	2.87	3.87
PE	16	16	11	8
PB	4.0	3.4	2.8	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 32.02 元



**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

**分析师 李金凤**

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@mszq.com

### 相关研究

- 1.华恒生物 (688639.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：23 年全年业绩高速增长，看好公司长期发展空间-2024/04/23
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

## 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	2,165	2,849	3,774
营业成本	1,153	1,342	1,701	2,248
营业税金及附加	11	12	16	21
销售费用	50	56	71	94
管理费用	122	136	177	234
研发费用	109	121	159	210
EBIT	511	524	759	1,011
财务费用	3	32	43	46
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	3	9	12	16
营业利润	511	501	728	981
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	506	501	728	981
所得税	60	51	74	100
净利润	447	450	654	881
归属于母公司净利润	449	451	656	884
EBITDA	610	653	945	1,250

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	353	439	569	648
应收账款及票据	304	401	528	699
预付款项	29	29	37	49
存货	226	236	299	396
其他流动资产	137	180	188	200
流动资产合计	1,050	1,286	1,621	1,992
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,092	1,968	2,785	3,564
无形资产	86	106	126	146
非流动资产合计	2,920	3,685	4,405	5,125
资产合计	3,970	4,971	6,026	7,117
短期借款	915	1,615	2,015	2,215
应付账款及票据	589	412	522	689
其他流动负债	172	183	216	264
流动负债合计	1,676	2,210	2,753	3,169
长期借款	305	458	458	458
其他长期负债	163	181	181	181
非流动负债合计	468	639	639	639
负债合计	2,145	2,848	3,392	3,808
股本	158	229	229	229
少数股东权益	-1	-2	-4	-6
股东权益合计	1,826	2,122	2,634	3,309
负债和股东权益合计	3,970	4,971	6,026	7,117

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	36.63	11.72	31.57	32.45
EBIT 增长率	56.02	2.49	44.87	33.17
净利润增长率	40.32	0.50	45.34	34.73
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.52	38.05	40.30	40.44
净利润率	23.17	20.84	23.02	23.42
总资产收益率 ROA	11.31	9.08	10.88	12.42
净资产收益率 ROE	24.58	21.24	24.86	26.66
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.63	0.58	0.59	0.63
速动比率	0.40	0.39	0.40	0.43
现金比率	0.21	0.20	0.21	0.20
资产负债率 (%)	54.02	57.30	56.29	53.50
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	47.00	48.36	49.16	49.02
存货周转天数	56.51	62.08	56.69	55.68
总资产周转率	0.65	0.48	0.52	0.57
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.96	1.97	2.87	3.87
每股净资产	7.99	9.29	11.54	14.50
每股经营现金流	1.32	1.18	3.56	4.73
每股股利	0.90	0.62	0.90	1.22
<b>估值分析</b>				
PE	16	16	11	8
PB	4.0	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA	14.10	13.18	9.11	6.88
股息收益率 (%)	2.81	1.94	2.83	3.81

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	447	450	654	881
折旧和摊销	99	128	185	239
营运资金变动	-260	-343	-63	-76
经营活动现金流	301	270	813	1,082
资本开支	-1,263	-848	-905	-959
投资	128	0	0	0
投资活动现金流	-1,127	-871	-893	-943
股权募资	7	0	0	0
债务募资	1,166	879	400	200
筹资活动现金流	1,025	688	209	-60
现金净流量	206	86	129	79

## 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