

华恒生物（688639.SH）

3Q24 公司盈利有待改善，产品多元布局打开增长空间

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,419	1,938	2,460	3,477	4,613
增长率 yoy（%）	48.7	36.6	26.9	41.4	32.6
归母净利润（百万元）	320	449	259	385	457
增长率 yoy（%）	90.2	40.3	-42.2	48.3	18.9
ROE（%）	21.6	24.5	13.3	17.7	18.6
EPS 最新摊薄（元）	1.40	1.96	1.13	1.68	2.00
P/E（倍）	21.1	15.0	26.0	17.6	14.8
P/B（倍）	4.6	3.7	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 10 月 28 日，华恒生物发布 2024 年三季报，公司 2024 前三季度营业收入为 15.39 亿元，同比上涨 12.82%；归母净利润 1.70 亿元，同比下跌 46.90%；扣非净利润 1.66 亿元，同比下跌 47.41%。对应 3Q24 公司实现营业收入 5.23 亿元，同比上涨 1.66%，环比上涨 1.43%；归母净利润 0.20 亿元，同比下跌 84.32%，环比下跌 68.04%。

点评：2024 年前三季度公司业绩有所承压，缬氨酸价格下滑。2024 年前三季度公司总体销售毛利率为 28.13%，较上年同期下跌 13.16pcts。2024 前三季度财务费用同比上升 663.31%；销售费用同比上升 33.43%；管理费用同比上升 24.18%；研发费用同比上升 17.07%。2024 前三季度公司净利率为 10.92%，较上年同期下降 12.49pcts。公司 3Q24 归母净利润下跌主要原因是缬氨酸产品价格较去年同期下跌，同时，公司经营规模持续扩大，相关费用较去年同期增加。

公司 2024 年前三季度经营活动产生的现金流同比下降。2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 1.05 亿元，同比下降 71.73%，主要因为购买商品、接受劳务支付的现金增加。投资性活动产生的现金流量净额为 -6.31 亿元，同比增长 18.51%。筹资活动产生的现金流量净额为 6.10 亿元，同比增加 40.87%。期末现金及现金等价物余额为 4.45 亿元，同比上涨 145.86%。应收账款 2.31 亿元，同比增加 15.98%，应收账款周转率上升，从 2023 年同期 5.94 次变为 6.46 次。存货周转率下降，从 2023 年同期 5.27 次变为 3.81 次。

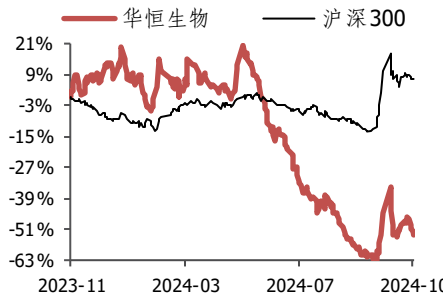
公司产品矩阵持续丰富，下游市场利好产品落地。根据 wind 数据，3Q24 缬氨酸 / 肌醇市场均价分别为 13.66/46.86 元 / 千克，同比分别为 -34.07%/-67.24%。2024 年一季度以来，缬氨酸产品价格持续下行，目前已降至底部区间，下行空间有限；同时，公司在巴彦淖尔基地大规模量产发酵法 L-缬氨酸产品，产能位居行业前列，市场占有率及产品销量仍有望保持增长。此外，公司新产品 1,3-丙二醇、丁二酸、苹果酸、色氨酸、精氨酸等产品按计划投产放量，且公司已在多相关领域下游市场积累优质客户资源，为新产品的市场推广奠定了良好基础。我们认为，经营规模的扩大与产品品类多元化的稳步推进，有望对冲主营产品价格下降的影响，以量补价，公司业

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2024 年 11 月 1 日收盘价（元）	33.60
总市值（百万元）	8,390.73
流通市值（百万元）	7,672.53
总股本（百万股）	249.72
流通股本（百万股）	228.35
近 3 月日均成交额（百万元）	174.25

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

- 《1H24 公司业绩短期承压，看好氨基酸等新产品放量前景》2024-09-06
- 《全球丙氨酸龙头，产品矩阵扩张打开成长天花板》2024-01-02

绩有望回暖。

豆粕替代助推氨基酸产品需求增长。氨基酸产品方面，在精准营养、低蛋白质饲料及豆粕减量替代行动的推广与饲养行业弱势运行的情况下，豆粕+氨基酸的方案有望加快替代部分豆粕需求，氨基酸需求进一步增长。目前大豆供应形势维持宽松，但进口大豆成本略有回升，与国产大豆价差缩小，国产高油大豆需求受到一定提振。国内外豆粕期价震荡，而叠加对于国外大豆减量的预期，大豆和豆粕价格将有所回升，进一步推动氨基酸需求增长。我们认为，这一趋势将对氨基酸市场产生积极影响，拉动相关产品的需求和行业发展，为氨基酸市场带来更加广阔的发展空间与机遇。

成立生物基聚酯纺织产业联盟,加强 PDO-PTT 产业链上下游协同创新。2024年9月26日，由公司牵头的“生物基聚酯纺织产业联盟”在安徽合肥正式成立。作为生物基聚酯 PTT 的关键原料，1,3-PDO 稳定供应被海外长期主导。公司 5 万吨生物基 1,3-PDO 在产品品质、供应稳定性、成本等方面建立优势，实现“PDO—PTT 聚合—纺丝—功能化纤维—面料—终端产品”上下产业链全面国产化。我们认为，该联盟的建立能够有序推进原材料国产替代和核心材料产业破局，实现上下游一体化推进，以增量模式带动存量发展，推动生物基纤维产业链进入优质成长阶段。

定向增发募资，补充资金支撑持续发展。根据公司 2024 年 10 月 30 日发布的《2022 年度向特定对象发行 A 股股票发行结果暨股本变动公告》，本次共发行人民币普通股 2112.25 万股，发行规模约 7 亿元。此次募集资金主要用于公司“年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地建设项目”，“年产 5 万吨生物基苹果酸生产建设项目”和补充流动资金。我们认为，此次定向增发可缓解公司资金压力，利于公司维稳现金流，进一步打开产品品类多元空间，赋能公司业绩增长。

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 24.60/34.77/46.13 亿元，实现归母净利润分别为 2.59/3.85/4.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.13/1.68/2.00 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 26.0X、17.6X、14.8X。我们基于以下几个方面：1) 公司新产品有序投入市场，经营规模持续扩大，释放利润弹性；2) 主营产品产能稳定，缬氨酸价格下行空间有限，有望实现以量补价；3) 公司加强 PDO-PTT 产业链上下游协同创新，且补充资金支持生产建设与扩大产能，业绩有望持续修复。我们看好公司产品矩阵扩充及 PDO 产品发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：核心技术风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险；境外销售风险；在建项目不及预期风险；安全环保风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	863	1050	1525	1964	2562
现金	147	353	448	633	840
应收票据及应收账款	321	304	489	632	854
其他应收款	14	10	20	23	34
预付账款	16	29	28	53	55
存货	136	226	313	446	577
其他流动资产	230	127	227	177	202
非流动资产	1164	2920	3427	4115	4705
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	763	1092	1656	2431	3126
无形资产	73	86	94	100	109
其他非流动资产	328	1742	1677	1584	1470
资产总计	2027	3970	4951	6079	7266
流动负债	389	1676	2592	3538	4494
短期借款	79	915	1739	2213	3003
应付票据及应付账款	222	589	619	1080	1209
其他流动负债	88	172	234	246	282
非流动负债	157	468	416	367	316
长期借款	0	305	253	204	152
其他非流动负债	157	163	163	163	163
负债合计	545	2145	3009	3906	4810
少数股东权益	1	-1	-2	-3	-4
股本	108	158	228	228	228
资本公积	624	603	533	533	533
留存收益	759	1110	1288	1550	1862
归属母公司股东权益	1480	1827	1945	2176	2460
负债和股东权益	2027	3970	4951	6079	7266

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	357	301	232	837	646
净利润	319	447	259	384	456
折旧摊销	59	99	116	180	255
财务费用	-7	3	86	113	141
投资损失	-8	-3	-5	-5	-2
营运资金变动	-63	-281	-226	163	-208
其他经营现金流	57	37	2	2	4
投资活动现金流	-342	-1127	-717	-813	-868
资本支出	456	1269	622	868	845
长期投资	107	128	0	0	0
其他投资现金流	7	15	-95	55	-23
筹资活动现金流	6	1025	-243	-312	-362
短期借款	61	836	824	474	791
长期借款	0	305	-52	-49	-52
普通股增加	0	49	71	0	0
资本公积增加	36	-21	-71	0	0
其他筹资现金流	-91	-144	-1015	-737	-1101
现金净增加额	27	206	-729	-288	-584

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1419	1938	2460	3477	4613
营业成本	870	1153	1719	2417	3256
营业税金及附加	8	11	14	19	26
销售费用	29	50	57	86	111
管理费用	113	122	175	233	319
研发费用	79	109	137	195	258
财务费用	-7	3	86	113	141
资产和信用减值损失	-3	-3	-2	-2	-4
其他收益	11	21	17	16	16
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	8	3	5	5	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	342	511	291	434	517
营业外收入	6	2	3	3	3
营业外支出	6	6	4	4	5
利润总额	343	506	291	432	515
所得税	24	60	32	48	59
净利润	319	447	259	384	456
少数股东损益	-1	-2	0	-1	-1
归属母公司净利润	320	449	259	385	457
EBITDA	400	613	490	729	917
EPS (元/股)	1.40	1.96	1.13	1.68	2.00

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	48.7	36.6	26.9	41.4	32.6
营业利润 (%)	83.6	49.4	-42.9	48.9	19.2
归属母公司净利润 (%)	90.2	40.3	-42.2	48.3	18.9
获利能力					
毛利率 (%)	38.7	40.5	30.1	30.5	29.4
净利率 (%)	22.5	23.0	10.5	11.0	9.9
ROE (%)	21.6	24.5	13.3	17.7	18.6
ROIC (%)	19.1	14.3	8.1	10.3	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.9	54.0	60.8	64.3	66.2
净负债比率 (%)	2.3	54.0	87.4	89.4	100.9
流动比率	2.2	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	1.8	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.5	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	5.4	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.40	1.96	1.13	1.68	2.00
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.56	1.32	1.01	3.66	2.82
每股净资产 (最新摊薄)	6.48	7.99	8.51	9.52	10.76
估值比率					
P/E	21.1	15.0	26.0	17.6	14.8
P/B	4.6	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	16.5	12.6	17.0	11.9	10.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686