

## 华恒生物 (688639)

证券研究报告  
2024年11月07日

## 氨基酸跌价拖累业绩，期待新项目投产

**事件：**华恒生物发布2024年三季度报，实现营业收入15.39亿元，同比增长12.82%；归属于上市公司股东的净利润1.70亿元，同比下滑46.90%。按2.5亿股的总股本计算，实现每股收益0.74元，每股经营现金流为0.46元。

其中第三季度实现营业收入5.23亿元，同比增长1.66%；归属于上市公司股东的净利润0.20亿元，同比下滑84.32%。

**缬氨酸价格下行拖累业绩，销售规模仍维持良好增势。**公司单三季度营业收入同、环比均保持了小幅增长，但单季度毛利率同比下滑19个百分点，环比下滑8.3个百分点至21.4%；同时四项费用环比仅小幅增长，同比增加约0.3亿元（主要为管理费用和财务费用增加）。

我们推测，公司缬氨酸、肌醇等产品价格下滑或是盈利水平下降的主要原因，根据wind数据，第三季度缬氨酸市场均价为1.37万元/吨，同比下滑34%，环比下滑约8%；第三季度肌醇价格为4.69万元/吨，同比下滑67.2%，环比下滑21%。

此外，产品价格下跌幅度较大情况下，公司营收仍然保持增长，我们推测氨基酸系列产品销售规模仍有提升，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。

**在建工程持续推进，期待新项目投产贡献增量。**2024年上半年，公司年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料项目、年产5万吨生物基1,3-丙二醇项目、年产5万吨生物基苹果酸项目工程进度分别为90%、75%、80%；24年3月公司公告的“交替年产6万吨三支链氨基酸、色氨酸和1万吨精制氨基酸项目”工程进度为5%。

继24年3月公司就生物法精氨酸技术与杭州欧合生物科技有限公司签署《技术许可合同》后，8月27日公司公告，拟与欧合生物签署《技术许可合同》，欧合生物将其拥有的生物法生产色氨酸技术授权公司使用，进一步丰富公司产品结构，提升行业地位。

**盈利预测与估值：**综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司2024~2026年归母净利润分别为2.4、4.8、5.5亿元（前值为6.6、8.4、10.3亿元），维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**竞争加剧致产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期、汇率波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,418.65	1,938.27	2,054.12	3,301.53	4,194.25
增长率(%)	48.69	36.63	5.98	60.73	27.04
EBITDA(百万元)	464.95	706.81	457.88	760.48	863.05
净利润(百万元)	320.03	449.06	243.62	484.59	551.64
增长率(%)	90.23	40.32	(45.75)	98.91	13.84
EPS(元/股)	1.28	1.80	0.98	1.94	2.21
市盈率(P/E)	27.78	19.80	36.49	18.35	16.12
市净率(P/B)	6.00	4.87	4.17	3.59	3.11
市销率(P/S)	6.27	4.59	4.33	2.69	2.12
EV/EBITDA	35.32	29.02	20.93	12.47	10.81

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35.6元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	249.72
流通A股股本(百万股)	228.35
A股总市值(百万元)	8,890.17
流通A股市值(百万元)	8,129.23
每股净资产(元)	8.13
资产负债率(%)	60.56
一年内最高/最低(元)	130.50/26.52

## 作者

唐婕 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

张峰 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《华恒生物-年报点评报告:23年业绩高增，新产品布局逐步完善合成生物平台》2024-04-29
- 《华恒生物-季报点评:单季度业绩持续增长，拓展高丝族氨基酸业务》2023-10-31
- 《华恒生物-半年报点评:单季度净利润创历史新高，生物基项目稳步推进》2023-09-06

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	147.46	352.98	102.71	165.08	419.43
应收票据及应收账款	320.52	304.17	209.36	707.73	457.34
预付账款	15.95	29.22	47.56	63.57	75.60
存货	135.51	226.46	90.62	402.93	245.80
其他	243.61	137.21	81.99	98.80	118.27
<b>流动资产合计</b>	<b>863.06</b>	<b>1,050.05</b>	<b>532.24</b>	<b>1,438.11</b>	<b>1,316.44</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	762.92	1,091.69	1,942.20	2,315.85	2,598.26
在建工程	188.91	1,528.53	1,014.26	848.56	749.14
无形资产	73.17	86.28	85.13	83.89	82.55
其他	139.02	213.69	133.97	162.23	169.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,164.03</b>	<b>2,920.19</b>	<b>3,175.56</b>	<b>3,410.54</b>	<b>3,599.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,027.09</b>	<b>3,970.24</b>	<b>3,707.80</b>	<b>4,848.64</b>	<b>4,916.35</b>
短期借款	79.23	915.12	631.56	623.72	730.37
应付票据及应付账款	221.64	589.01	362.25	1,118.41	665.60
其他	68.28	159.58	138.44	180.24	208.79
<b>流动负债合计</b>	<b>369.15</b>	<b>1,663.71</b>	<b>1,132.25</b>	<b>1,922.36</b>	<b>1,604.76</b>
长期借款	0.00	304.93	300.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	156.69	163.17	142.65	154.17	153.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>156.69</b>	<b>468.10</b>	<b>442.65</b>	<b>454.17</b>	<b>453.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>545.44</b>	<b>2,144.58</b>	<b>1,574.90</b>	<b>2,376.53</b>	<b>2,058.08</b>
少数股东权益	1.15	(1.31)	(1.31)	(1.31)	(1.31)
股本	108.40	157.54	249.72	249.72	249.72
资本公积	624.47	603.46	603.46	603.46	603.46
留存收益	758.99	1,110.49	1,281.02	1,620.24	2,006.39
其他	(11.36)	(44.52)	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>1,481.65</b>	<b>1,825.66</b>	<b>2,132.90</b>	<b>2,472.12</b>	<b>2,858.27</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,027.09</b>	<b>3,970.24</b>	<b>3,707.80</b>	<b>4,848.64</b>	<b>4,916.35</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	319.34	446.60	243.62	484.59	551.64
折旧摊销	59.15	98.84	166.90	195.29	220.36
财务费用	(0.20)	4.10	8.84	8.56	8.44
投资损失	(8.24)	(2.86)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(84.68)	(383.55)	92.67	(62.29)	(56.81)
其它	72.05	138.30	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>357.43</b>	<b>301.42</b>	<b>502.04</b>	<b>616.15</b>	<b>713.63</b>
资本支出	463.14	1,773.85	522.52	390.48	402.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(805.15)	(2,900.90)	(1,014.52)	(782.48)	(794.84)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(342.00)</b>	<b>(1,127.05)</b>	<b>(492.00)</b>	<b>(392.00)</b>	<b>(392.00)</b>
债权融资	67.45	1,164.33	(323.94)	(16.40)	98.21
股权融资	(60.49)	(146.61)	63.62	(145.38)	(165.49)
其他	(0.50)	6.89	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6.46</b>	<b>1,024.61</b>	<b>(260.32)</b>	<b>(161.78)</b>	<b>(67.28)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>21.88</b>	<b>198.98</b>	<b>(250.28)</b>	<b>62.37</b>	<b>254.35</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,418.65</b>	<b>1,938.27</b>	<b>2,054.12</b>	<b>3,301.53</b>	<b>4,194.25</b>
营业成本	870.21	1,152.96	1,426.89	2,220.99	2,919.28
营业税金及附加	7.97	10.74	12.37	18.91	24.17
营业费用	29.31	50.40	71.89	95.74	113.24
管理费用	112.90	121.68	147.90	224.50	272.63
研发费用	78.61	108.82	117.08	188.19	234.88
财务费用	(6.72)	3.10	8.84	8.56	8.44
资产减值损失	(2.56)	(3.35)	(3.80)	(3.23)	(3.46)
公允价值变动收益	(0.75)	(0.31)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.24	2.86	10.00	10.00	10.00
其他	(20.61)	(19.54)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>342.04</b>	<b>510.90</b>	<b>275.35</b>	<b>551.41</b>	<b>628.15</b>
营业外收入	6.45	1.59	3.00	3.68	2.76
营业外支出	5.51	6.22	1.50	4.41	4.04
<b>利润总额</b>	<b>342.98</b>	<b>506.27</b>	<b>276.85</b>	<b>550.67</b>	<b>626.87</b>
所得税	23.64	59.67	33.22	66.08	75.22
<b>净利润</b>	<b>319.34</b>	<b>446.60</b>	<b>243.62</b>	<b>484.59</b>	<b>551.64</b>
少数股东损益	(0.69)	(2.46)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>320.03</b>	<b>449.06</b>	<b>243.62</b>	<b>484.59</b>	<b>551.64</b>
每股收益(元)	1.28	1.80	0.98	1.94	2.21

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	48.69%	36.63%	5.98%	60.73%	27.04%
营业利润	83.56%	49.37%	-46.11%	100.26%	13.92%
归属于母公司净利润	90.23%	40.32%	-45.75%	98.91%	13.84%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.66%	40.52%	30.54%	32.73%	30.40%
净利率	22.56%	23.17%	11.86%	14.68%	13.15%
ROE	21.62%	24.58%	11.42%	19.59%	19.29%
ROIC	45.28%	42.21%	9.98%	17.43%	18.26%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.91%	54.02%	42.48%	49.01%	41.86%
净负债率	-4.61%	48.95%	38.86%	30.69%	21.37%
流动比率	2.22	0.63	0.47	0.75	0.82
速动比率	1.87	0.49	0.39	0.54	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.34	6.21	8.00	7.20	7.20
存货周转率	11.74	10.71	12.96	13.38	12.93
总资产周转率	0.81	0.65	0.54	0.77	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.28	1.80	0.98	1.94	2.21
每股经营现金流	1.43	1.21	2.01	2.47	2.86
每股净资产	5.93	7.32	8.55	9.90	11.45
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.78	19.80	36.49	18.35	16.12
市净率	6.00	4.87	4.17	3.59	3.11
EV/EBITDA	35.32	29.02	20.93	12.47	10.81
EV/EBIT	40.47	33.74	32.94	16.78	14.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com