

2023 年 04 月 26 日
华恒生物 (688639.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

食品及饲料添加剂

Q1 业绩同比高增长，拟签订肌醇技术许可合同拓宽产品矩阵

■ **事件：**华恒生物发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22FY 公司实现营业收入 14.19 亿元，同比+48.69%；实现归母净利润 3.20 亿元，同比+90.23%；公司拟每 10 股转增 4.5 股派发现金红利 9 元（含税）。23Q1 公司实现营业收入 4 亿元，同比+48.02%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比+47.03%。

据公告，公司拟与欧合生物签署《技术许可合同》，获得其植酸和肌醇高产菌株及其发酵纯化技术独占实施许可，期限为 20 年。

■ **22FY 募投项目稳步放量，毛利率提升，23Q1 业绩延续高增长。**据公告，22FY 公司募投项目巴彦淖尔 2.5 万吨交替生产丙氨酸、缬氨酸项目和秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目达产，氨基酸产品销量同比+24%至 5.9 万吨，毛利率同比+6.8pct 至 42.4%，公司厌氧发酵工艺解决了传统好氧发酵部分碳源进入三羧酸循环导致糖酸转化率低，成本及能耗高的行业痛点，乘“玉米豆粕减量替代”政策下 L-缬氨酸需求增长东风，23Q1 业绩延续高增长，实现毛利润 1.55 亿元，同比+48%，毛利率 38.8%，同比-0.1pct，费用率（四费&税金）为 16.5%，随着巴彦淖尔三支链氨基酸及其衍生物项目和长丰 β-丙氨酸衍生物项目建设逐步完成，公司产品综合竞争力将持续增强。

■ **公司拟与欧合生物签订肌醇技术许可合同，拓宽产品矩阵。**肌醇主要应用于食品、医药等领域，以肌醇为原料的减肥降脂保健食品、功能饮料和含有肌醇减压降脂药品在欧美市场备受青睐，具有很大市场发展潜力，近年来水产饲料业行业产量规模持续壮大，肌醇作为维生素添加剂使用量逐年提高。我国是肌醇主要生产国，据智研咨询和海关数据，2021 年度我国肌醇行业产能约 1.85 万吨，产量近万吨，出口 7341 吨，肌醇传统的加压水解法从米糠或麸皮中提取植酸钙，经过加压水解生产肌醇，生产效率低且易造成环境污染，酶催化法则因产物分离提纯复杂，酶生产成本高且不稳定，近年来环保政策趋严叠加下游需求市场景气提升，国内肌醇价格大幅攀升，2022 年均价近 15.5 万元/吨，欧合生物开发的植酸和肌醇高产菌株及其发酵纯化技术聚焦生物发酵法生成肌醇，发酵条件温和，占地面积小，起始原料是可再生的葡萄糖，成本优势明显，此次公司技术许可合同签署有望加快肌醇项目落地，拓宽公司产品矩阵。

■ **布局生物基新材料单体，合成生物学平台加速成长。**据公告，公司在赤峰启动建设年产 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 万吨生物基 PDO 项目，在秦皇岛基地启动建设年产 5 万吨生物基苹果酸项目，丁二酸下游生物塑料 PBS 和生物基 BDO 市场符合碳中和政策，苹果酸一定程度上具有代替大宗柠檬酸的潜力，

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

203 元

股价 (2023-04-25)

159.37 元

交易数据

总市值(百万元) 17,275.71

流通市值(百万元) 11,139.21

总股本(百万股) 108.40

流通股本(百万股) 69.90

12 个月价格区间 86.25/184.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.2	1.9	74.2
绝对收益	-2.8	-3.3	78.1

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

林建东

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080003

linjd@essence.com.cn

相关报告

发布定增预案，合成生物学平台加速成长 2022-10-28

需求增量可期，PDO 下游 PTT 纤维汇聚涤纶、锦纶、腈纶的特征于一身，性能优越但国内 1,3-丙二醇严重依赖进口，三个项目均有可观的市场容量，公司长年深耕于合成生物领域，已掌握项目所需的关键工艺技术，未来缬氨酸成功范例或有望复刻，平台化能力一旦成型，公司有望迎来加速成长。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的归母净利润分别为 4.40 亿元、6.36 亿元、8.50 亿元，维持增持-A 投资评级，考虑到公司是合成生物学平台且业绩增长预期较高，给予 2023 年 50 倍 PE 估值，6 个月目标价为 203 元。

■ **风险提示：**原料价格波动，产品需求增速不及预期，项目进度不及预期等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	954.1	1,418.7	1,760.1	2,464.2	3,383.1
净利润	168.2	320.0	440.4	635.7	850.1
每股收益(元)	1.55	2.95	4.06	5.86	7.84
每股净资产(元)	10.91	13.66	16.52	20.47	25.83

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	102.7	54.0	39.2	27.2	20.3
市净率(倍)	14.6	11.7	9.6	7.8	6.2
净利润率	17.6%	22.6%	25.0%	25.8%	25.1%
净资产收益率	14.2%	21.6%	24.6%	28.6%	30.4%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.8%	1.2%	1.6%
ROIC	36.1%	45.3%	40.5%	48.5%	56.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	954.1	1,418.7	1,760.1	2,464.2	3,383.1	成长性					
减:营业成本	645.6	870.2	956.0	1,355.3	1,819.3	营业收入增长率	95.8%	48.7%	24.1%	40.0%	37.3%
营业税费	6.6	8.0	15.0	17.3	23.8	营业利润增长率	40.8%	83.6%	47.5%	57.7%	26.4%
销售费用	15.3	29.3	43.7	50.5	74.4	净利润增长率	38.9%	90.2%	37.6%	44.3%	33.7%
管理费用	64.7	112.9	129.5	181.5	255.8	EBITDA 增长率	43.7%	68.6%	42.8%	56.1%	26.1%
研发费用	52.8	78.6	101.3	138.3	190.7	EBIT 增长率	46.0%	80.1%	53.5%	57.4%	25.7%
财务费用	-0.2	-6.7	-2.1	-4.9	-12.0	NOPLAT 增长率	35.9%	90.2%	39.2%	57.4%	25.7%
资产减值损失	-6.0	-0.1	-3.0	-3.0	-2.0	投资资本增长率	51.7%	55.8%	31.4%	8.5%	7.6%
加:公允价值变动收益	1.1	-0.7	-19.9	60.2	-33.5	净资产增长率	141.6%	25.2%	21.0%	26.9%	26.5%
投资和汇兑收益	5.5	8.2	4.6	6.1	6.3						
营业利润	186.3	342.0	504.5	795.5	1,005.9	利润率					
加:营业外净收支	4.4	0.9	4.3	3.2	2.8	毛利率	32.3%	38.7%	45.7%	45.0%	46.2%
利润总额	190.8	343.0	508.8	798.8	1,008.8	营业利润率	19.5%	24.1%	28.7%	32.3%	29.7%
减:所得税	22.6	23.6	68.7	107.8	136.2	净利润率	17.6%	22.6%	25.0%	25.8%	25.1%
净利润	168.2	320.0	440.4	635.7	850.1	EBITDA/营业收入	24.0%	27.2%	31.3%	34.9%	32.1%
						EBIT/营业收入	19.0%	23.1%	28.5%	32.1%	29.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	161	156	155	122	104
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	60	55	57	59	60
货币资金	121.8	147.5	140.8	416.1	923.3	流动资产周转天数	210	218	177	176	200
交易性金融资产	341.1	200.3	180.5	240.6	207.1	应收帐款周转天数	53	58	55	55	56
应收帐款	181.8	273.9	264.3	492.1	561.1	存货周转天数	29	31	29	27	27
应收票据	35.3	60.1	76.8	97.6	145.9	总资产周转天数	418	444	424	362	333
预付帐款	33.8	15.9	33.4	45.1	56.0	投资资本周转天数	216	224	254	215	169
存货	106.2	135.5	147.5	219.0	293.0						
其他流动资产	32.6	29.7	26.3	29.5	28.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.2%	21.6%	24.6%	28.6%	30.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	15.8%	20.8%	24.4%	25.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	36.1%	45.3%	40.5%	48.5%	56.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	463.1	762.9	755.0	912.2	1,048.3	销售费用率	1.6%	2.1%	2.5%	2.0%	2.2%
在建工程	63.3	185.4	346.9	223.4	-	管理费用率	6.8%	8.0%	7.4%	7.4%	7.6%
无形资产	44.0	73.2	70.7	68.3	65.8	研发费用率	5.5%	5.5%	5.8%	5.6%	5.6%
其他非流动资产	51.2	142.5	75.3	88.3	99.3	财务费用率	0.0%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
资产总额	1,474.1	2,027.1	2,117.5	2,832.3	3,428.4	四费/营业收入	13.9%	15.1%	15.5%	14.8%	15.0%
短期债务	18.5	79.2	12.6	-	-	偿债能力					
应付帐款	121.7	248.3	144.1	379.5	361.5	资产负债率	19.7%	26.9%	15.4%	19.7%	16.1%
应付票据	-	-	7.9	1.9	4.8	负债权益比	24.6%	36.8%	18.2%	24.5%	19.2%
其他流动负债	42.7	61.2	42.0	48.6	50.8	流动比率	4.66	2.22	4.21	3.58	5.31
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	4.08	1.87	3.49	3.07	4.61
其他非流动负债	108.1	156.7	118.7	127.8	134.4	利息保障倍数	-876.02	-48.70	-243.08	-161.22	-83.09
负债总额	291.0	545.4	325.4	557.8	551.5	分红指标					
少数股东权益	-	1.2	0.9	55.2	77.1	DPS(元)	0.55	-	1.30	1.92	2.49
股本	108.4	108.4	108.4	108.4	108.4	分红比率	35.5%	0.0%	32.0%	32.7%	31.7%
留存收益	1,086.7	1,383.5	1,682.9	2,110.9	2,691.4	股息收益率	0.3%	0.0%	0.8%	1.2%	1.6%
股东权益	1,183.1	1,481.6	1,792.1	2,274.5	2,876.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
净利润	168.2	319.3	440.4	635.7	850.1	EPS(元)	1.55	2.95	4.06	5.86	7.84
加:折旧和摊销	47.5	59.2	49.3	70.3	91.3	BVPS(元)	10.91	13.66	16.52	20.47	25.83
资产减值准备	5.8	-0.3	-	-	-	PE(X)	102.7	54.0	39.2	27.2	20.3
公允价值变动损失	-1.1	0.7	-19.9	60.2	-33.5	PB(X)	14.6	11.7	9.6	7.8	6.2
财务费用	1.7	-0.2	-2.1	-4.9	-12.0	P/FCF	-167.0	-4,630.4	473.1	34.3	23.5
投资收益	-5.5	-8.2	-4.6	-6.1	-6.3	P/S	18.1	12.2	9.8	7.0	5.1
少数股东损益	-	-0.7	-0.3	55.3	22.4	EV/EBITDA	59.0	42.5	30.6	19.3	14.9
营运资金的变动	-125.4	-82.7	-119.7	-104.6	-220.0	CAGR(%)	60.1%	39.8%	53.7%	60.1%	39.8%
经营活动产生现金流量	95.7	357.4	343.2	705.8	692.1	PEG	1.7	1.4	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-511.8	-342.0	-155.7	-214.2	73.3	ROIC/WACC	3.4	4.3	3.9	4.6	5.4
融资活动产生现金流量	477.0	6.5	-194.1	-216.3	-258.2	REP	5.7	3.5	3.1	2.3	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034