

华恒生物（688639）

证券研究报告

2023 年 09 月 06 日

单季度净利润创历史新高，生物基项目稳步推进

事件：公司发布 2023 年半年报，实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 35.14%；实现营业利润 2.27 亿元，同比增长 49.53%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 48.26%；按 1.57 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 1.22 元（扣非后为 1.21 元），每股经营现金流为 1.65 元。其中第二季度实现营收 4.50 亿元，同比增长 25.42%；实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 49.18%；折合单季度 EPS 为 0.70 元。

上半年氨基酸类产品产销量增加，缬氨酸价格同比上行也为收入增长带来动力：公司上半年业绩增长主要来源于氨基酸类产品产销量增加；从价格上看，2023 年上半年公司缬氨酸产品价格同比实现上涨，根据博亚和讯，2022 年上半年缬氨酸市场均价为 23.15 元/千克，2023 年上半年缬氨酸市场均价为 25.99 元/千克，同比上行 12.27%。2023 年第二季度，缬氨酸市场均价为 25.26 元/千克，同比上行 6.19%。盈利能力方面，公司 2023 年上半年实现毛利 3.56 亿元，同比增加 1.14 亿元，yoy+47.08%，毛利率为 41.86%，同比增加 3.4 个百分点；2023 年二季度实现毛利 2.0 亿元，同比增加 0.64 亿元，yoy+46.64%，毛利率为 44.56%，同比增加 6.47 个百分点。

高度重视研发工作，持续增加研发投入。2023 年上半年公司期间费用合计 1.3 亿元，同比增加 0.33 亿元，yoy+34.0%，期间费用率为 21.65%，同比增加 0.77 个百分点。公司高度重视技术创新与研发工作，2023 年上半年研发费用 0.54 亿元，同比增加 0.21 亿元，yoy+63.6%，研发费用率 6.4%。新增发明专利 9 项，新增实用新型专利 7 项，累计获得专利数为 180 项。

在建工程稳步推进，增资睿嘉康丰富公司下游产品技术布局。2023 年上半年，公司赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目已于 2023 年 4 月取得环境影响报告书的批复函，秦皇岛华恒已于 2023 年 3 月和 4 月分别取得年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目的环评批复函，赤峰智合已于 2023 年 7 月取得生物法年产 5 万吨 1,3-丙二醇建设项目的环评批复函。8 月 11 号，公司发布公告称，拟出资人民币 500 万元认购参股公司武汉睿嘉康生物科技有限公司新增注册资本人民币 2.0576 万元，本次增资完成后，公司持有睿嘉康 11.0345% 的股权。睿嘉康专注于绿色合成生物制造领域的研发与应用，主要针对非粮厌氧有机醇酸管线的生物燃料、生物材料进行布局与研究。本次向睿嘉康增资，有助于加深公司与睿嘉康在非粮生物质原料发酵技术方面的合作，丰富公司生物制造所需碳源及下游产品技术布局。

盈利预测与估值：综合考虑公司主营产品产销情况、成本端变化，预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 4.3、6.1、7.5 亿元(前值为 4.7、6.6、8.1 亿元)，维持“买入”的投资评级。

风险提示：产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	954.10	1,418.65	1,892.55	3,027.10	3,957.43
增长率(%)	95.81	48.69	33.41	59.95	30.73
EBITDA(百万元)	281.97	464.95	568.64	782.75	961.23
归属母公司净利润(百万元)	168.24	320.03	431.88	610.64	754.90
增长率(%)	38.92	90.23	34.95	41.39	23.63
EPS(元/股)	1.07	2.03	2.74	3.88	4.79
市盈率(P/E)	93.63	49.22	36.47	25.80	20.87
市净率(P/B)	13.31	10.64	8.69	7.03	5.69
市销率(P/S)	16.51	11.10	8.32	5.20	3.98
EV/EBITDA	47.94	35.32	26.77	19.37	15.65

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	99.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	157.54
流通 A 股股本(百万股)	101.94
A 股总市值(百万元)	15,752.44
流通 A 股市值(百万元)	10,193.01
每股净资产(元)	10.10
资产负债率(%)	32.82
一年内最高/最低(元)	193.65/82.21

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

邢颜凝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070006
xingyanning@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《华恒生物-年报点评报告:业绩符合预期，新产品布局逐步完善合成生物平台》 2023-05-04
- 2 《华恒生物-公司点评:投建 5 万吨生物法 PDO，逐步完善合成生物平台》 2022-12-11
- 3 《华恒生物-季报点评:三季度业绩超预期，定增彰显发展决心》 2022-10-28

事件

公司发布 2023 年半年报，实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 35.14%；实现营业利润 2.27 亿元，同比增长 49.53%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 48.26%；按 1.57 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 1.22 元（扣非后为 1.21 元），每股经营现金流为 1.65 元。其中第二季度实现营收 4.50 亿元，同比增长 25.42%；实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 49.18%；折合单季度 EPS 为 0.70 元。

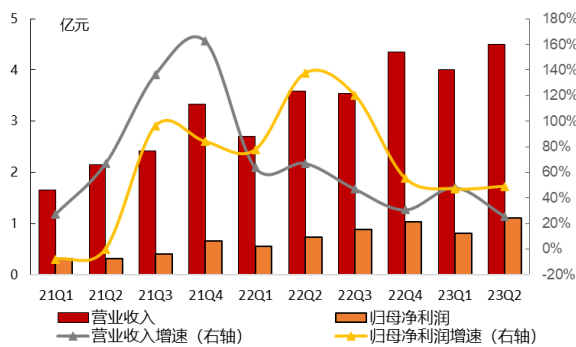
点评

上半年氨基酸类产品产销量增加，缬氨酸价格同比上行也为收入增长带来动力

公司发布 2023 年半年报，实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 35.14%；实现营业利润 2.27 亿元，同比增长 49.53%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 48.26%；按 1.57 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 1.22 元（扣非后为 1.21 元），每股经营现金流为 1.65 元。全资子公司秦皇岛华恒、巴彦淖尔华恒分别实现营业收入 2.7/3.6 亿元，同比增长 28.2%/45.9%，实现净利润 0.8/1.1 亿元，同比大幅增长 38.8%/39.3%。

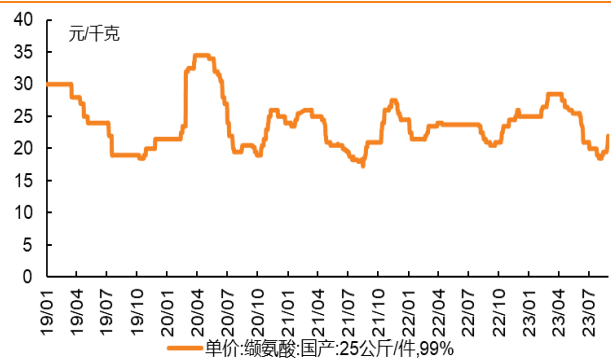
公司上半年业绩增长，主要来源于氨基酸类产品产销量增加。从价格上看，2023 年上半年公司缬氨酸产品价格同比实现上涨，根据博亚和讯，2022 年上半年缬氨酸市场均价为 23.15 元/千克，2023 年上半年缬氨酸市场均价为 25.99 元/千克，同比上行 12.27%。2023 年第二季度，缬氨酸市场均价为 25.26 元/千克，同比上行 6.19%。

图 1：单季度营业收入、净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

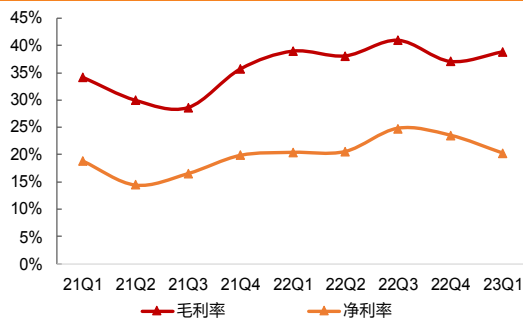
图 2：国内缬氨酸市场均价



资料来源：Wind、博亚和讯，天风证券研究所

盈利能力方面，公司 2023 年上半年实现毛利 3.56 亿元，同比增加 1.14 亿元，yoy+47.08%，毛利率为 41.86%，同比增加 3.4 个百分点；2023 年二季度实现毛利 2.0 亿元，同比增加 0.64 亿元，yoy+46.64%，毛利率为 44.56%，同比增加 6.47 个百分点。

图 3：单季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

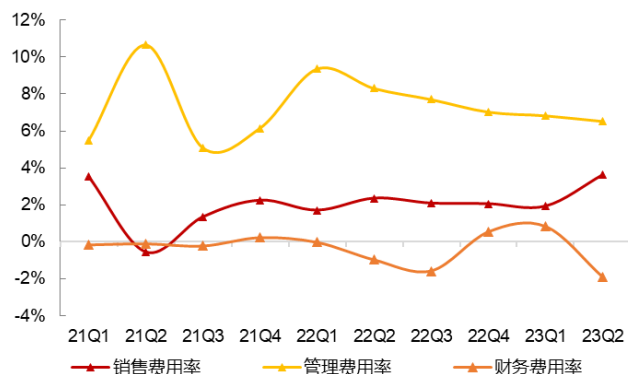
高度重视研发工作，持续增加研发投入

2023 年上半年公司期间费用合计 1.3 亿元，同比增加 0.33 亿元，yoy+34.0%，期间费用率为 21.65%，同比增加 0.77 个百分点。公司高度重视技术创新与研发工作，2023 年上半年

研发费用 0.54 亿元，同比增加 0.21 亿元，yoy+63.6%，研发费用率 6.4%。新增发明专利 9 项，新增实用新型专利 7 项，累计获得专利数为 180 项。

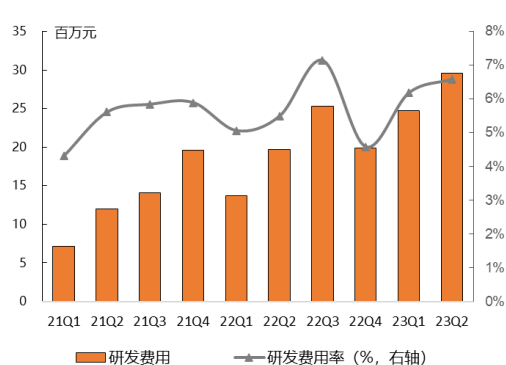
截至 2023 年上半年，公司研发人员 175 人，占公司人数比例为 15.1%；其中博士 4 人，硕士 63 人。公司掌握了与主要产品相关的一系列核心技术，涵盖菌株构建、发酵控制、分离提取、母液产物回收等生物制造的全过程。公司高度重视技术创新和自主知识产权积累，围绕发酵法和酶法两大生产工艺，逐步开始在合成生物学领域内的其他产品布局，形成合成生物技术相关的核心技术集群。未来还将继续保持对研发的高投入，开发更多种生物基新产品，推动我国多个相关产品在生物制造领域的跨越式发展。

图 4：“三费”费用率



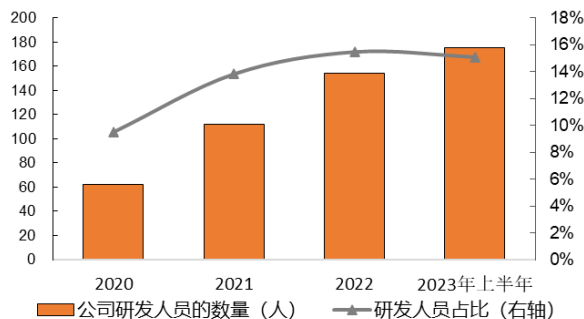
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司研发费用及费用率



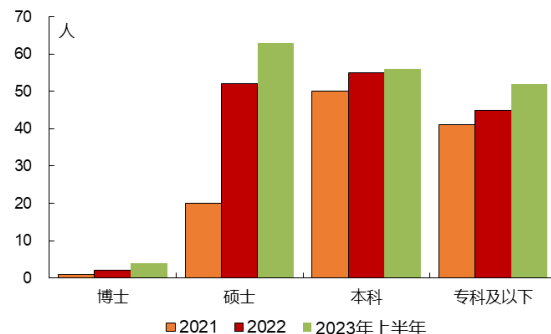
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司研发人员情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司研发人员分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

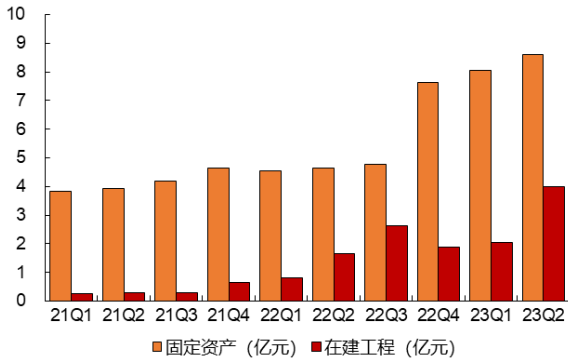
在建工程稳步推进，增资睿嘉康丰富公司下游产品技术布局

公司固定资产规模自 22Q4 明显增加，到 23Q2 达到 8.60 亿元。公司 23Q1、23Q2 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 1.69、4.78 亿元，23Q2 同环比均明显增加。

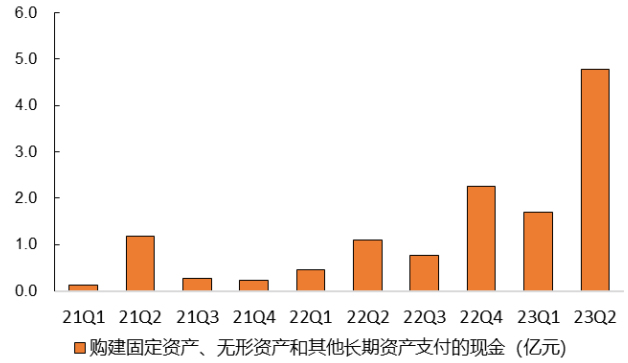
2023 年上半年，公司赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目已于 2023 年 4 月取得环境影响报告书的批复函，秦皇岛华恒已于 2023 年 3 月和 4 月分别取得年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目的环评批复函，赤峰智合已于 2023 年 7 月取得生物法年产 5 万吨 1,3-丙二醇建设项目的环评批复函。

图 8：公司固定资产及在建工程情况

图 9：公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 23 年上半年公司重要在建工程项目变动情况 (万元, %)

项目名称	本期转入固定资产金额	工程累计投入占预算比例	工程进度
合肥华恒生物工程有限公司氨基酸工业菌种研发及其中 试示范项目	0.0	63.70%	70.00%
安徽华恒生物酶法生产 beta 丙氨酸衍生物项目	49715494.3	69.15%	90.00%
秦皇岛华恒生物工程有限公司 beta-丙氨酸项目	11980879.7	50.01%	50.00%
秦皇岛华恒年产 5 万吨生物基苹果酸生产建设项目	122640.9	12.42%	10.00%
赤峰华恒年产 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	0.0	21.09%	25.00%
赤峰智合生物法年产 5 万吨 1,3-丙二醇建设项目	0.0	8.29%	10.00%
合计	61819014.8	/	/

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

8 月 11 号, 公司发布公告称, 拟出资人民币 500 万元认购参股公司武汉睿嘉康生物科技有限公司新增注册资本人民币 2.0576 万元, 本次增资完成后, 公司持有睿嘉康 11.0345% 的股权。睿嘉康专注于绿色合成生物制造领域的研发与应用, 主要针对非粮厌氧有机醇酸管线的生物燃料、生物材料进行布局与研究。本次向睿嘉康增资, 有助于加深公司与睿嘉康在非粮生物质原料发酵技术方面的合作, 丰富公司生物制造所需碳源及下游产品技术布局。

盈利预测与估值

综合考虑公司主营产品产销情况、成本端变化, 预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 4.3、6.1、7.5 亿元(前值为 4.7、6.6、8.1 亿元), 维持“买入”的投资评级。

风险提示

产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	121.79	147.46	287.24	332.36	444.77	营业收入	954.10	1,418.65	1,892.55	3,027.10	3,957.43
应收票据及应收账款	211.10	320.52	310.33	698.70	620.44	营业成本	645.64	870.21	1,110.84	1,861.21	2,476.91
预付账款	33.75	15.95	41.42	66.46	71.20	营业税金及附加	6.58	7.97	16.08	21.20	27.86
存货	106.21	135.51	111.34	302.26	275.68	销售费用	15.26	29.31	37.85	60.54	79.15
其他	379.65	243.61	248.31	257.85	265.27	管理费用	64.67	112.90	149.51	242.17	316.59
流动资产合计	852.50	863.06	998.64	1,657.64	1,677.36	研发费用	52.84	78.61	104.09	166.49	217.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.21)	(6.72)	(9.28)	(10.20)	(10.61)
固定资产	463.10	762.92	839.53	1,001.24	1,206.02	资产/信用减值损失	(5.50)	(2.56)	(3.68)	(3.91)	(3.38)
在建工程	65.33	188.91	233.35	380.01	468.00	公允价值变动收益	1.06	(0.75)	0.00	0.00	0.00
无形资产	43.98	73.17	72.63	71.99	71.24	投资净收益	5.48	8.24	10.00	10.00	10.00
其他	49.19	139.02	72.13	86.78	99.31	其他	(18.08)	(20.61)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	621.61	1,164.03	1,217.63	1,540.02	1,844.58	营业利润	186.34	342.04	489.78	691.78	856.49
资产总计	1,474.11	2,027.09	2,216.27	3,197.65	3,521.93	营业外收入	6.81	6.45	7.00	6.75	6.73
短期借款	18.50	79.23	30.00	30.00	30.00	营业外支出	2.36	5.51	6.00	4.62	5.38
应付票据及应付账款	99.87	221.64	179.50	647.71	453.14	利润总额	190.79	342.98	490.78	693.90	857.84
其他	46.96	68.28	75.09	151.72	135.56	所得税	22.55	23.64	58.89	83.27	102.94
流动负债合计	165.32	369.15	284.59	829.43	618.70	净利润	168.24	319.34	431.88	610.64	754.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	(0.69)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	168.24	320.03	431.88	610.64	754.90
其他	108.09	156.69	118.75	127.84	134.42	每股收益（元）	1.07	2.03	2.74	3.88	4.79
非流动负债合计	108.09	156.69	118.75	127.84	134.42						
负债合计	290.98	545.44	403.33	957.27	753.12						
少数股东权益	0.00	1.15	1.15	1.15	1.15	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	108.40	108.40	157.54	157.54	157.54	成长能力					
资本公积	588.04	624.47	592.94	592.94	592.94	营业收入	95.81%	48.69%	33.41%	59.95%	30.73%
留存收益	498.69	758.99	1,061.30	1,488.75	2,017.18	营业利润	40.79%	83.56%	43.19%	41.24%	23.81%
其他	(12.00)	(11.36)	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	38.92%	90.23%	34.95%	41.39%	23.63%
股东权益合计	1,183.13	1,481.65	1,812.94	2,240.38	2,768.81	获利能力					
负债和股东权益总计	1,474.11	2,027.09	2,216.27	3,197.65	3,521.93	毛利率	32.33%	38.66%	41.30%	38.52%	37.41%
						净利率	17.63%	22.56%	22.82%	20.17%	19.08%
						ROE	14.22%	21.62%	23.84%	27.27%	27.28%
						ROIC	36.11%	45.28%	39.37%	46.74%	45.09%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	19.74%	26.91%	18.20%	29.94%	21.38%
净利润	168.24	319.34	431.88	610.64	754.90	净负债率	-8.73%	-4.61%	-14.19%	-13.50%	-14.98%
折旧摊销	47.50	59.15	81.50	94.27	109.97	流动比率	4.66	2.22	3.51	2.00	2.71
财务费用	1.70	(0.20)	(9.28)	(10.20)	(10.61)	速动比率	4.08	1.87	3.12	1.63	2.27
投资损失	(5.48)	(8.24)	(10.00)	(10.00)	(10.00)	营运能力					
营运资金变动	(141.27)	(84.68)	(21.79)	(74.58)	(124.00)	应收账款周转率	5.81	5.34	6.00	6.00	6.00
其它	25.01	72.05	(0.00)	0.00	0.00	存货周转率	12.45	11.74	15.33	14.64	13.69
经营活动现金流	95.70	357.43	472.31	610.12	720.26	总资产周转率	0.86	0.81	0.89	1.12	1.18
资本支出	150.15	463.14	239.94	392.91	395.42	每股指标（元）					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.07	2.03	2.74	3.88	4.79
其他	(661.97)	(805.15)	(431.94)	(784.91)	(787.42)	每股经营现金流	0.61	2.27	3.00	3.87	4.57
投资活动现金流	(511.82)	(342.00)	(192.00)	(392.00)	(392.00)	每股净资产	7.51	9.40	11.50	14.21	17.57
债权融资	(36.36)	67.45	(39.95)	10.20	10.61	估值比率					
股权融资	501.78	(60.49)	(100.59)	(183.19)	(226.47)	市盈率	93.63	49.22	36.47	25.80	20.87
其他	11.56	(0.50)	0.00	0.00	0.00	市净率	13.31	10.64	8.69	7.03	5.69
筹资活动现金流	476.98	6.46	(140.54)	(172.99)	(215.86)	EV/EBITDA	47.94	35.32	26.77	19.37	15.65
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	57.65	40.47	31.25	22.03	17.67
现金净增加额	60.86	21.88	139.77	45.13	112.40						
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