

## 基础化工

2025 年 03 月 02 日

## 华恒生物 (688639)

—— 缬氨酸价格下滑致利润承压，关注新产品放量迎业绩拐点

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 02 月 28 日

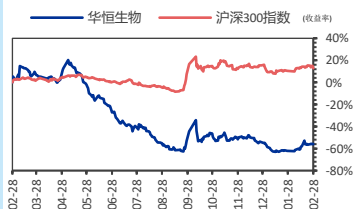
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 收盘价 (元)        | 31.54              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 130.50/26.11       |
| 市净率            | 4.2                |
| 息率 (分红/股价)     | 2.85               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 7,202              |
| 上证指数/深证成指      | 3,320.90/10,611.24 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 每股净资产 (元)       | 8.13    |
| 资产负债率%          | 60.56   |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 250/228 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-     |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《华恒生物 (688639) 点评：缬氨酸价格企稳，静待新项目放量，预计 25 年公司业绩将迎拐点》 2025/01/20

《华恒生物 (688639) 点评：Q3 业绩持续承压，等待新产品放量保障成长》 2024/11/04

## 证券分析师

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

## 研究支持

周超 A0230123090004  
zhouchao@swsresearch.com

## 联系人

周超



rch.com

申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司发布 2024 年度业绩快报：**报告期内，公司预计实现营收 21.84 亿元 (YoY+13%)，归母净利润 2.00 亿元 (YoY-56%)，扣非归母净利润 1.86 亿元 (YoY-58%)。其中，24Q4 预计实现营收 6.45 亿元 (YoY+12%，QoQ+23%)，归母净利润 0.30 亿元 (YoY-77%，QoQ+48%)，实现扣非归母净利润 0.20 亿元 (YoY-83%，QoQ+12%)，单季度业绩符合预期。2024 年公司产销量持续增长，但是利润端同比显著下滑，主要原因：1) 缬氨酸价格持续下行，竞争从国内渗透到海外市场，导致业务盈利受到影响；2) 新项目精氨酸、色氨酸以及丁二酸、PDO 等试生产及爬坡、放量低于预期；3) 伴随公司经营规模扩大，相关费用同比增长。
- **2024 年缬氨酸竞争加剧导致价格下行，丙氨酸、肌醇等产品贡献相对稳定利润，24Q4 缬氨酸价格企稳回升。**根据博亚和讯数据，24 年以来公司 L-缬氨酸产品市场价格显著下滑，24 年均价为 14.41 元/公斤，同比 23 年 22.74 元/公斤下滑 58%。此外，随着国内竞争对手陆续进入海外市场，前期在出口占据较大比例的华恒受到冲击，核心产品价格下滑导致公司业绩显著下滑。值得注意的是，在 24Q3 缬氨酸进入非理性竞争后导致价格最低下滑至年内最低点 12.50 元/公斤之后 (10 月 10 日)，行业多数企业进入亏损状态，而需求端进入旺季，缬氨酸乃至赖氨酸、苏氨酸等饲料添加剂价格逐步上行。但从季度环比角度看，V 字型的价格走势导致 Q4 均价未有提升，24Q4 缬氨酸均价 13.66 元/公斤，同比下滑 26%，环比基本持平，导致公司单季度业绩依旧承压。25 年伊始，豆粕、玉米等价格陆续上涨，剔除季节性需求淡季对价格的影响，我们预计全年缬氨酸价格有望持稳，整体盈利较去年低位将有明显改善。此外，24 年公司另一核心产品 L-丙氨酸维持高景气，贡献稳定利润，肌醇等产品也持续上量。
- **积极推进项目建设调试及放量爬坡，精/色氨酸、苹果酸、PDO 等新品有望陆续上量，叠加缬氨酸价格企稳，预计 25 年公司季度业绩将迎来拐点。**随着公司高质量完成赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目，公司产品、技术从氨基酸、维生素等扩充到生物基新材料单体，进一步打开了发展空间。同时，巴彦淖尔基地“交替年产 6 万吨三支链氨基酸、色氨酸和年产 1 万吨精制氨基酸项目”、赤峰基地“生物法交替年产 2.5 万吨缬氨酸、精氨酸及年产 1000 吨肌醇建设项目”有序推进，为公司带来新增量。此外，7 月 31 日，公司公众号发布，华恒生物全资子公司恒裕生物“生物法生产 L-蛋氨酸关键技术及工业应用”通过科技成果鉴定，恒裕生物已建成国内首条 3000 吨/年生物法生产 L-蛋氨酸生产线。未来若该产品能够成功实现商业化，百万吨的市场空间将成为公司下一个重要成长点。我们预计 25 年随着公司新产品的有序上量，缬氨酸 24Q4 以来价格的修复，公司业绩将进入拐点。
- **投资分析意见：**根据公司 2024 年业绩快报，小幅下调 2024 归母净利润预测为 2.00 亿元 (原值为 2.03 亿元)，维持 2024-2026 年归母净利润预测为 3.63、5.65 亿元，当前市值对应 PE 为 39、22、14X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 核心技术泄露、技术人员流失及技术更迭风险；2) 原材料和能源价格大幅波动风险；3) 新项目建设进度、产品达产进度及销售不确定性的风险。

## 财务数据及盈利预测

|             | 2023  | 2024Q1-3 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|----------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,938 | 1,539    | 2,184 | 3,260 | 4,462 |
| 同比增长率 (%)   | 36.6  | 12.8     | 12.7  | 49.3  | 36.8  |
| 归母净利润 (百万元) | 449   | 170      | 200   | 363   | 565   |
| 同比增长率 (%)   | 40.3  | -46.9    | -55.5 | 81.5  | 55.8  |
| 每股收益 (元/股)  | 2.84  | 0.74     | 0.80  | 1.45  | 2.26  |
| 毛利率 (%)     | 40.5  | 28.1     | 27.1  | 28.7  | 29.7  |
| ROE (%)     | .     | .        | .     | .     | .     |
| 市盈率         | .     | .        | .     | .     | .     |

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入                  | 1,419 | 1,938 | 2,184 | 3,260 | 4,462 |
| 其中: 营业收入               | 1,419 | 1,938 | 2,184 | 3,260 | 4,462 |
| 减: 营业成本                | 870   | 1,153 | 1,592 | 2,324 | 3,135 |
| 减: 税金及附加               | 8     | 11    | 12    | 18    | 25    |
| 主营业务利润                 | 541   | 774   | 580   | 918   | 1,302 |
| 减: 销售费用                | 29    | 50    | 68    | 98    | 134   |
| 减: 管理费用                | 113   | 122   | 157   | 218   | 277   |
| 减: 研发费用                | 79    | 109   | 120   | 160   | 200   |
| 减: 财务费用                | -7    | 3     | 23    | 28    | 26    |
| 经营性利润                  | 327   | 490   | 212   | 414   | 665   |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -3    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | 0     | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 加: 投资收益及其他             | 19    | 24    | 15    | 15    | 14    |
| 营业利润                   | 342   | 511   | 227   | 429   | 679   |
| 加: 营业外净收入              | 1     | -5    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额                   | 343   | 506   | 227   | 429   | 679   |
| 减: 所得税                 | 24    | 60    | 27    | 51    | 81    |
| 净利润                    | 319   | 447   | 200   | 378   | 598   |
| 少数股东损益                 | -1    | -2    | 0     | 15    | 33    |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 320   | 449   | 200   | 363   | 565   |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                               |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swsresearch.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。