

基础化工

2025年04月25日

华恒生物 (688639)

—— 25Q1 业绩改善显著，新产品陆续贡献增量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2025年04月24日

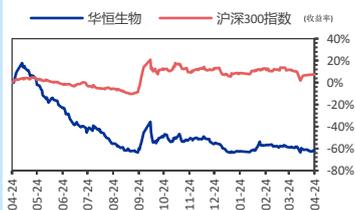
收盘价(元)	27.69
一年内最高/最低(元)	130.50/25.60
市净率	2.6
息率(分红/股价)	3.25
流通A股市值(百万元)	6,323
上证指数/深证成指	3,297.29/9,878.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	10.48
资产负债率%	49.38
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：缬氨酸价格下滑致利润承压，关注新产品放量迎业绩拐点》 2025/03/02

《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

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
(8621)23297818x
zhouchao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年报：**报告期内，公司实现营收 21.78 亿元 (YoY+12%)，归母净利润 1.90 亿元 (YoY-58%)，扣非归母净利润 1.77 亿元 (YoY-60%)，销售毛利率 24.92%，同比-15.60pct，净利率 8.47%，同比-14.57pct，销售、管理、财务费用率合计 11.21%，同比+2.17pct。其中，24Q4 单季度实现营收 6.39 亿元 (YoY+11%，QoQ+22%)，归母净利润 0.20 亿元 (YoY-85%，QoQ-3%)，扣非归母净利润 0.12 亿元 (YoY-91%，QoQ-36%)，业绩继续承压，基本符合预期。24Q4 单季度公司销售毛利率 17.20%，同、环比分别变动-21.47pct、-4.20pct，净利率 2.59%，同、环比分别变动-19.57pct、-1.24pct。公司公告 24 年度利润分配预案：拟每股派发红利 0.25 元 (含税)，合计派发现金红利占年度归母净利润比例 32.88%。
- **公司发布 2025 年一季报：**公司实现营收 6.87 亿元 (YoY+37%，QoQ+8%)，归母净利润 0.51 亿元 (YoY-41%，QoQ+160%)，扣非归母净利润 0.51 亿元 (YoY-41%，QoQ+337%)，单季度业绩触底回升，略超预期。25Q1 单季度公司销售毛利率 24.31%，同、环比分别变动-9.27pct、+7.11pct，净利率 7.15%，同、环比分别变动-10.00pct、+4.56pct。
- **24 年丙氨酸等产品贡献相对稳定利润，但缬氨酸竞争加剧导致价格下行，全年业绩持续承压。**根据 24 年报数据披露，公司氨基酸业务实现销量 9.71 万吨 (YoY+26%)，营收 21.78 亿元 (YoY+12%)，毛利率 30.00%，同比-13.32pct；维生素业务营收 2.07 亿元 (YoY-5%)，毛利率 20.77%，同比-34.33pct；其他业务营收 3.73 亿元 (YoY+59%)，毛利率 5.82%，同比-3.45pct。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 37%。同时随着国内竞争对手 24 年陆续进入海外市场，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。根据 24 年报数据披露，公司境外收入 10.32 亿元 (YoY+30%)，毛利率 31.92%，同比-13.73pct；境内收入 7.73 亿元 (YoY-15%)，毛利率 24.80%，同比-19.29pct。此外，随着公司经营规模扩大，相关费用较 23 年同期有所增加，拖累了业绩。
- **25Q1 缬氨酸价格环比改善，新产品上量带动营收规模持续扩大，单季度业绩环比提升显著。**根据博亚和讯数据，L-缬氨酸 25Q1 均价 14.95 元/公斤 (YoY-4%，QoQ+9%)，产品盈利环比修复。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，以及巴彦淖尔基地“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”的有序推进，新产品的逐步上量也带动公司业绩进入拐点。但需要注意的是，随着氨基酸需求进入淡季，缬氨酸价格开始逐步下调，根据博亚和讯数据，截至 4 月 22 日，市场价格 13.5 元/公斤，较 25Q1 均价下滑 10%，或将对后续业绩带来一定压力。但我们认为随着公司精/色氨酸、苹果酸、PDO 等新品后续持续上量，将有效对老产品价格下滑的影响。
- **投资分析意见：**考虑 L-缬氨酸价格后续仍存压力，下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.56、4.15 亿元 (3.63、5.65 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 5.73 亿元，当前市值对应 PE 为 27、17、12X，公司季度营收保持较好增长，预计新产品有望逐步贡献利润增量，看好公司多元化产品布局，根据 Wind 一致预期，可比公司嘉必优、蔚蓝生物 2025 年平均 PE 为 29X，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

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,178	687	2,955	3,990	4,775
同比增长率(%)	12.4	37.2	35.7	35.0	19.7
归母净利润(百万元)	190	51	256	415	573
同比增长率(%)	-57.8	-41.0	35.3	62.0	38.0
每股收益(元/股)	0.82	0.20	1.03	1.66	2.30
毛利率(%)	24.9	24.3	26.1	27.1	28.4
ROE(%)	7.4	2.0	9.3	13.4	16.2
市盈率	36	27	17	12	12

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,938	2,178	2,955	3,990	4,775
其中: 营业收入	1,938	2,178	2,955	3,990	4,775
减: 营业成本	1,153	1,635	2,183	2,910	3,418
减: 税金及附加	11	14	19	25	30
主营业务利润	774	529	753	1,055	1,327
减: 销售费用	50	64	89	120	143
减: 管理费用	122	158	192	239	263
减: 研发费用	109	124	160	200	240
减: 财务费用	3	23	28	21	17
经营性利润	490	160	284	475	664
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3	-3	0	0	0
加: 投资收益及其他	24	41	22	22	22
营业利润	511	199	306	497	686
加: 营业外净收入	-5	2	0	0	0
利润总额	506	201	306	497	686
减: 所得税	60	17	37	59	82
净利润	447	185	270	437	604
少数股东损益	-2	-5	13	22	30
归属于母公司所有者的净利润	449	190	256	415	573

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 索取有关披露资料或登录 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@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.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，可以向我们的销售员索取。

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。