

华恒生物（688639）

新项目稳步推进，一季度盈利能力改善

证券研究报告

2025 年 06 月 08 日

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	持有（调低评级）
当前价格	34.13 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)	249.72
A 股总市值(百万元)	8,523.08
流通 A 股市值(百万元)	8,523.08
每股净资产(元)	10.48
资产负债率(%)	49.38
一年内最高/最低(元)	95.15/25.60

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

- 《华恒生物-季报点评:氨基酸跌价拖累业绩,期待新项目投产》2024-11-07
- 《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

事件：华恒生物发布 2024 年年报，实现营业收入 21.78 亿元，同比增长 12.4%；归属于上市公司股东的净利润 1.9 亿元，同比下降 58%。按 2.5 亿股的总股本计，实现每股收益 0.82 元，每股经营现金流为 0.8 元。

产能释放带动产销规模增加，缬氨酸价格走低拖累盈利。2024 年公司营业收入同比增加 2.4 亿元，归属于上市公司股东净利润同比减少 2.6 亿元。从经营主体看，母公司、秦皇岛华恒（主要生产丙氨酸等）、巴彦淖尔华恒（主要生产缬氨酸等）、赤峰基地分别实现营业收入 13.71、7.5、8.0、7.0 亿元，yoy+17%/+31%/-9%/+2051%；实现净利润 2.28（yoy+28%）、1.44（yoy-6%）、0.67（yoy-73%）、0.13（去年亏损）亿元。秦皇岛基地营收规模保持了良好增长，而赤峰基地伴随新产能投产销售规模显著增长（公司按计划推动新产品 1,3-丙二醇、丁二酸、苹果酸、色氨酸、精氨酸等产业化落地与市场推广工作，经营规模进一步扩大）。从产品端看，公司氨基酸产品实现营收 15.09 亿元，占总营收的 69%，为主要营收来源。2024 年氨基酸产品产量 9.94 万吨，同比增加 2.07 万吨，销量 9.71 万吨，同比增加 1.99 万吨，产销量同比增加是推动收入规模上涨的主要原因。从价格上看，公司氨基酸产品均价同比下滑 18%至 1.55 万元/吨。其中根据 wind，24 年缬氨酸价格同比压力较大，均价为 14.44 元/千克，yoy-36.5%。

从一季度情况看，公司收入端同环比均维持良好增长，我们推测缬氨酸价格的趋于稳定（根据 wind,Q1 市场均价为 15.01 元/千克）以及公司赤峰等基地产品产能释放均有贡献。

公司 2024 年实现毛利 5.43 亿元，同比减少 2.43 亿元；毛利率为 24.9%，同比下降 15.6 个百分点。公司一季度综合毛利率 24.3%，同比下滑 9.3 个百分点，环比提升 7.1 个百分点，推测主要因缬氨酸价格一季度企稳回升。

在建工程持续推进，新项目落地投放有望为 25 年提供重要增量。公司目前仍有赤峰基地年产 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，秦皇岛基地建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目，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等在推进建设过程中，伴随项目的落地和销售，有望成为后续重要增量。

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 2025~2027 年归母净利润分别为 2.93、3.71、4.18 亿元（26、27 年前值为 4.8、5.5 亿元），下调为“持有”的投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,938.27	2,177.94	2,970.61	3,778.69	4,278.32
增长率(%)	36.63	12.37	36.40	27.20	13.22
EBITDA(百万元)	706.81	450.26	585.41	704.54	782.52
归属母公司净利润(百万元)	449.06	189.52	293.07	370.82	417.59
增长率(%)	40.32	(57.80)	54.64	26.53	12.61
EPS(元/股)	1.80	0.76	1.17	1.48	1.67
市盈率(P/E)	18.98	44.97	29.08	22.98	20.41
市净率(P/B)	4.67	3.32	3.02	2.77	2.53
市销率(P/S)	4.40	3.91	2.87	2.26	1.99
EV/EBITDA	29.02	19.72	16.07	13.18	11.75

资料来源：wind，天风证券研究所

事件

华恒生物发布 2024 年年报，实现营业收入 21.78 亿元，同比增长 12.4%；实现营业利润 2 亿元，同比下降 61%；归属于上市公司股东的净利润 1.9 亿元，同比下降 58%。按 2.5 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.82 元，每股经营现金流为 0.8 元。2025 年一季度公司实现营业收入 6.87 亿元，同比增长 37.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.51 亿元，同比下降 41%；单季度 EPS 0.2 元。公司拟实施 2024 年年度利润分配，以总股本 2.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 2.5 元现金红利（含税）。

点评

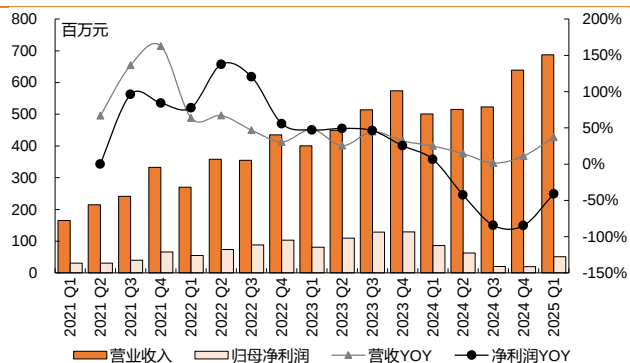
产能释放带动产销规模增加，缬氨酸价格走低拖累盈利

2024 年公司营业收入同比增加 2.4 亿元，归属于上市公司股东净利润同比减少 2.6 亿元。从经营主体看，母公司、秦皇岛华恒（主要生产丙氨酸等）、巴彦淖尔华恒（主要生产缬氨酸等）、赤峰基地分别实现营业收入 13.71、7.5、8.0、7.0 亿元，yoy+17%/+31%/-9%/+2051%；实现净利润 2.28（yoy+28%）、1.44（yoy-6%）、0.67（yoy-73%）、0.13（去年亏损）亿元。秦皇岛基地营收规模保持了良好增长，而赤峰基地伴随新产能投产销售规模显著增长（公司按计划推动新产品 1,3-丙二醇、丁二酸、苹果酸、色氨酸、精氨酸等产业化落地与市场推广工作，经营规模进一步扩大）。

从产品端看，公司氨基酸产品实现营收 15.09 亿元，占总营收的 69%，为主要营收来源。2024 年氨基酸产品产量 9.94 万吨，同比增加 2.07 万吨，销量 9.71 万吨，同比增加 1.99 万吨，产销量同比增加是推动收入规模上涨的主要原因。从价格上看，公司氨基酸产品均价同比下滑 18%至 1.55 万元/吨。其中根据 wind，24 年缬氨酸价格同比压力较大，均价为 14.44 元/千克，yoy-36.5%。

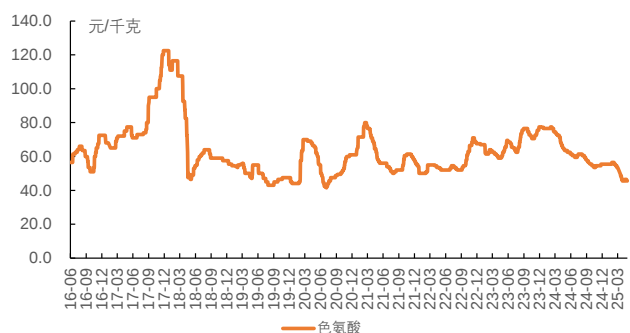
从一季度情况看，公司收入端同环比均维持良好增长，我们推测缬氨酸价格的趋于稳定（根据 wind,Q1 市场均价为 15.01 元/千克）以及公司赤峰等基地产品产能释放均有贡献。

图 1：单季度营业收入、归母净利润及增速



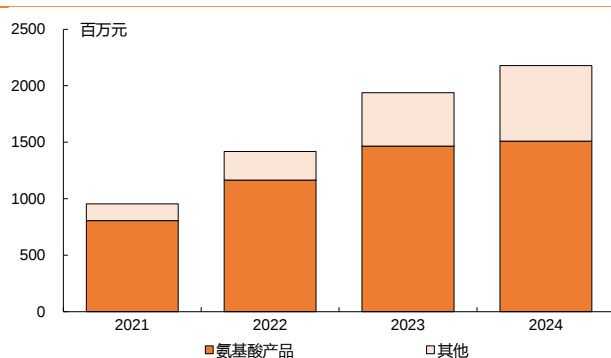
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：国内缬氨酸价格



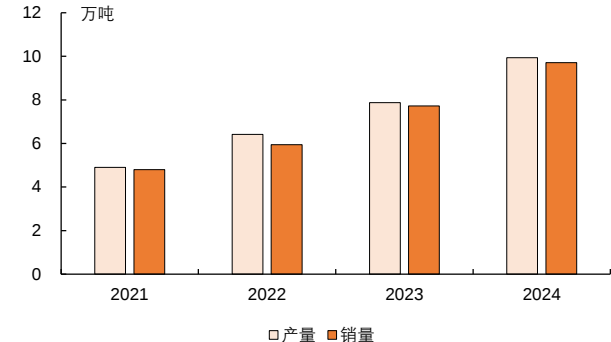
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司营业收入-分产品



资料来源：Wind，天风证券研究所

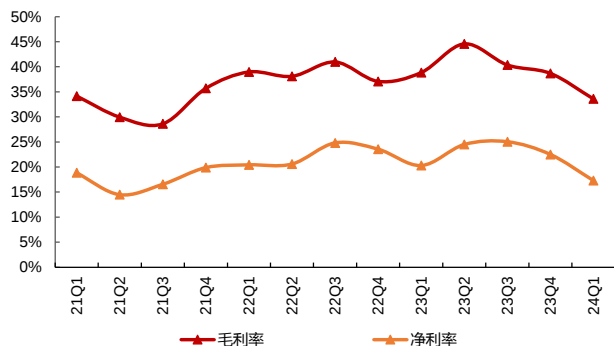
图 4：公司氨基酸系列产品产销量



资料来源：Wind，天风证券研究所

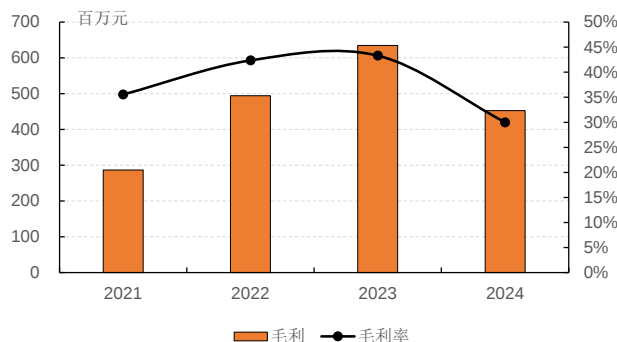
公司 2024 年实现毛利 5.43 亿元，同比减少约 2.43 亿元；综合毛利率为 24.9%，同比下降 15.6 个百分点，其中氨基酸产品实现毛利 4.53 亿元，同比减少 1.82 亿元；毛利率为 30%，同比下滑 13.3 个百分点。公司一季度综合毛利率 24.3%，同比下滑 9.3 个百分点，环比提升 7.1 个百分点，推测主要由于缬氨酸价格一季度企稳回升。

图 3：单季度毛利率、净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：氨基酸产品毛利及毛利率



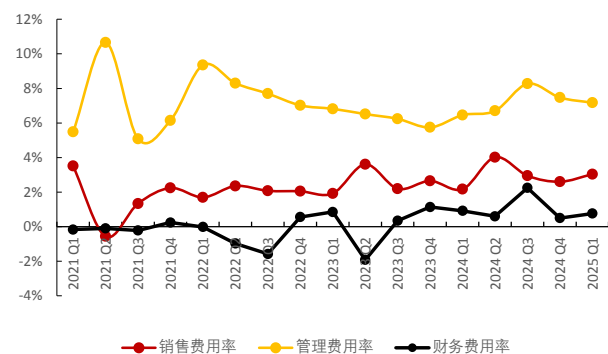
资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续维持较高研发投入，管理及财务费用有所增长

2024 年公司期间费用合计 3.68 亿元，同比增加 0.84 亿元；期间费用率为 16.9%，同比增加 2.3 个百分点。其中，销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.63、1.58、0.23 亿元，同比增加 0.13、0.36、0.20 亿元。管理费用增加较多主要系人员薪酬增加，财务费用增加主要系融资增加利息支出增加所致。

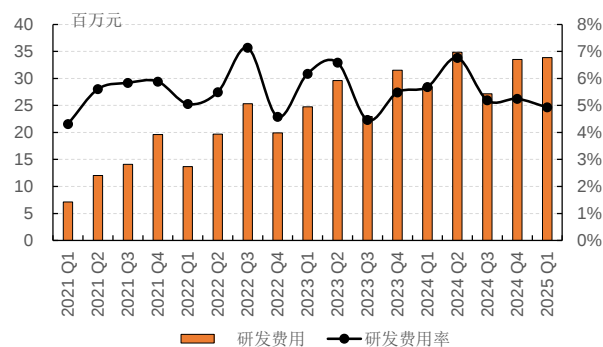
公司持续加大研发投入。2024 年公司研发费用 1.24 亿元，较 2023 年增加 0.15 亿元；研发费用率 5.7%。2024 年，公司新增发明专利 10 项，新增实用新型专利 8 项，累计获得专利数为 247 项，申请数量为 488 项。截至 24 年末，公司研发人员 228 人（持平），占公司人数比例为 13.14%；其中博士 6 人，硕士 113 人；且研发人员多集中在 40 岁以下。

图 7：“三费”费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司研发费用及费用率

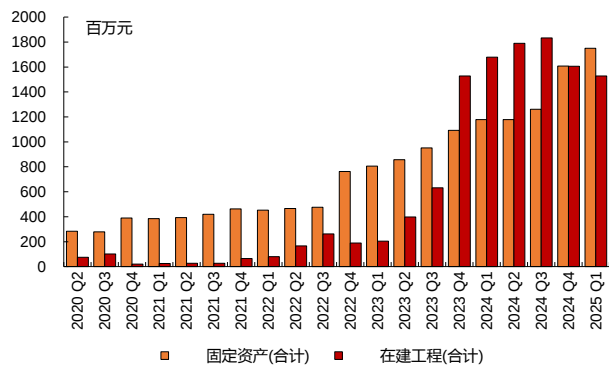


资料来源：Wind，天风证券研究所

在建工程持续推进，新项目落地投放有望为 25 年提供重要增量

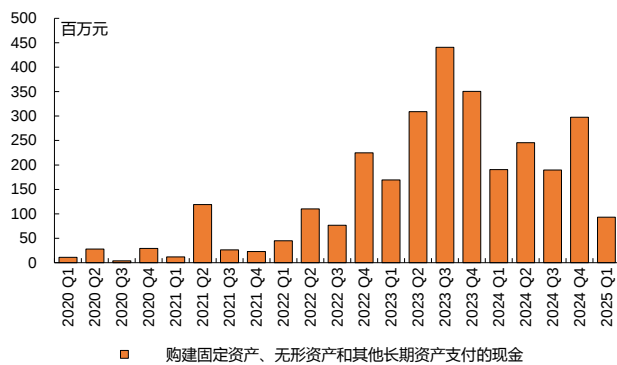
公司固定资产规模自 2022 年起明显增加，到 25Q1 达到 17.5 亿元；在建工程也伴随项目推进而显著提升（截至 25 年 Q1 为 15.29 亿元）。公司目前仍有赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目，赤峰基地生物法交替年产 2.5 万吨缬氨酸、精氨酸及年产 1000 吨肌醇建设项目巴彦淖尔基地交替年产 6 万吨三支链氨基酸、色氨酸和年产 1 万吨精制氨基酸项目等在推进建设过程中，伴随项目的落地和销售，有望成为后续重要增量。

图 5：公司固定资产及在建工程情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：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

盈利预测与估值

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 2025~2027 年归母净利润分别为 2.93、3.71、4.18 亿元（26、27 年前值为 4.8、5.5 亿元），下调为“持有”的投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	352.98	422.64	148.53	188.93	427.83
应收票据及应收账款	304.17	340.23	682.98	529.48	841.27
预付账款	29.22	26.53	65.47	39.59	79.35
存货	226.46	406.92	416.22	633.67	556.07
其他	137.21	155.43	119.89	147.37	147.54
流动资产合计	1,050.05	1,351.75	1,433.10	1,539.05	2,052.06
长期股权投资	0.00	6.85	6.85	6.85	6.85
固定资产	1,091.69	1,607.34	2,446.51	2,784.93	3,025.47
在建工程	1,528.53	1,605.63	1,052.81	871.69	763.01
无形资产	86.28	137.73	135.36	132.88	130.31
其他	213.69	280.11	212.93	234.39	238.74
非流动资产合计	2,920.19	3,637.66	3,854.46	4,030.75	4,164.38
资产总计	3,970.24	4,989.40	5,287.56	5,569.79	6,216.44
短期借款	915.12	681.98	950.95	892.65	1,042.85
应付票据及应付账款	589.01	564.03	847.06	952.76	1,089.47
其他	159.58	340.12	203.53	174.40	238.13
流动负债合计	1,663.71	1,586.13	2,001.53	2,019.81	2,370.46
长期借款	304.93	637.81	300.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	163.17	189.69	169.85	174.23	177.92
非流动负债合计	468.10	827.50	469.85	474.23	477.92
负债合计	2,144.58	2,431.03	2,471.38	2,494.04	2,848.38
少数股东权益	(1.31)	(6.27)	(6.27)	(6.27)	(6.27)
股本	157.54	249.72	249.72	249.72	249.72
资本公积	603.46	1,209.15	1,209.15	1,209.15	1,209.15
留存收益	1,110.49	1,158.42	1,363.57	1,623.15	1,915.46
其他	(44.52)	(52.65)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,825.66	2,558.38	2,816.18	3,075.76	3,368.07
负债和股东权益总计	3,970.24	4,989.40	5,287.56	5,569.79	6,216.44

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	446.60	184.56	293.07	370.82	417.59
折旧摊销	98.84	139.59	218.02	247.18	272.71
财务费用	4.10	25.85	29.09	29.52	30.31
投资损失	(2.86)	(0.85)	(3.98)	(2.57)	(2.47)
营运资金变动	(383.55)	(219.84)	46.66	(6.05)	(74.33)
其它	138.30	70.49	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	301.42	199.79	582.87	638.90	643.81
资本支出	1,773.85	763.19	521.84	397.61	398.31
长期投资	0.00	6.85	0.00	0.00	0.00
其他	(2,900.90)	(1,700.14)	(1,019.86)	(797.05)	(797.84)
投资活动现金流	(1,127.05)	(930.09)	(498.02)	(399.43)	(399.53)
债权融资	1,164.33	276.29	(323.69)	(87.82)	119.90
股权融资	(146.61)	689.74	(35.27)	(111.25)	(125.28)
其他	6.89	(185.29)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,024.61	780.75	(358.96)	(199.07)	(5.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	198.98	50.45	(274.11)	40.40	238.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,938.27	2,177.94	2,970.61	3,778.69	4,278.32
营业成本	1,152.96	1,635.10	2,116.64	2,699.73	3,063.35
营业税金及附加	10.74	13.78	17.32	22.30	25.75
销售费用	50.40	63.59	89.12	113.36	128.35
管理费用	121.68	157.89	216.85	275.84	312.32
研发费用	108.82	124.05	169.32	215.39	243.86
财务费用	3.10	22.60	29.09	29.52	30.31
资产/信用减值损失	(3.35)	(2.10)	(2.67)	(2.70)	(2.49)
公允价值变动收益	(0.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.86	0.85	3.98	2.57	2.47
其他	(19.54)	(37.14)	0.00	0.00	0.00
营业利润	510.90	199.32	333.57	422.41	474.35
营业外收入	1.59	3.42	3.82	2.95	3.40
营业外支出	6.22	1.34	4.36	3.97	3.22
利润总额	506.27	201.41	333.04	421.39	474.53
所得税	59.67	16.85	39.96	50.57	56.94
净利润	446.60	184.56	293.07	370.82	417.59
少数股东损益	(2.46)	(4.96)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	449.06	189.52	293.07	370.82	417.59
每股收益（元）	1.80	0.76	1.17	1.48	1.67

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	36.63%	12.37%	36.40%	27.20%	13.22%
营业利润	49.37%	-60.99%	67.36%	26.63%	12.30%
归属于母公司净利润	40.32%	-57.80%	54.64%	26.53%	12.61%
获利能力					
毛利率	40.52%	24.92%	28.75%	28.55%	28.40%
净利率	23.17%	8.70%	9.87%	9.81%	9.76%
ROE	24.58%	7.39%	10.38%	12.03%	12.38%
ROIC	42.21%	8.12%	9.38%	10.73%	11.55%
偿债能力					
资产负债率	54.02%	48.72%	46.74%	44.78%	45.82%
净负债率	48.95%	43.89%	39.15%	32.63%	27.17%
流动比率	0.63	0.84	0.72	0.76	0.87
速动比率	0.49	0.59	0.51	0.45	0.63
营运能力					
应收账款周转率	6.21	6.76	5.81	6.23	6.24
存货周转率	10.71	6.88	7.22	7.20	7.19
总资产周转率	0.65	0.49	0.58	0.70	0.73
每股指标（元）					
每股收益	1.80	0.76	1.17	1.48	1.67
每股经营现金流	1.21	0.80	2.33	2.56	2.58
每股净资产	7.32	10.27	11.30	12.34	13.51
估值比率					
市盈率	18.98	44.97	29.08	22.98	20.41
市净率	4.67	3.32	3.02	2.77	2.53
EV/EBITDA	29.02	19.72	16.07	13.18	11.75
EV/EBIT	33.74	28.50	25.60	20.30	18.03

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