

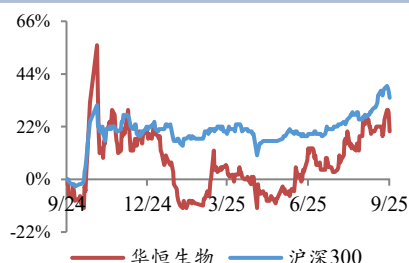
Q2 业绩环比改善，新产品放量持续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-04

收盘价（元） 35.88
近 12 个月最高/最低（元） 47.64/25.60
总股本（百万股） 250
流通股本（百万股） 250
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 90
流通市值（亿元） 90

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.24 年业绩符合预期，静待新产品放量 2025-05-07

2.华恒生物：Q3 营收稳定增长业绩承压，关注新产品放量节奏 2024-10-30

主要观点：

● 事件描述

2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 14.89 亿元，同比+46.54%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比-23.26%；实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比-22.20%。其中，2025 年二季度公司实现营业收入 8.02 亿元，同比+55.61%，环比+16.74%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比+1.05%，环比+24.86%；实现扣非归母净利润 0.64 亿元，同比+3.99%，环比+26.32%。

● 销量增加带动营收高增，产品价格下行压缩利润空间

主营产品销量增加，拉动 H1 营收大幅度增长。公司上半年实现营业收入 14.89 亿元，同比+46.54%。其中，氨基酸产品和维生素产品分别实现营业收入 10.57、0.80 亿元，分别同比+42.29%、-4.87%；毛利率分别为 30.58%、12.43%，分别同比-5.94pct、-23.33%。报告期内，氨基酸系列产品受精准营养、低蛋白质饲料及豆粕减量替代推广政策影响，需求持续增长，实现营收同比大幅度增长。

费用增加与主营产品价格下行叠加导致净利润同比下降。由于竞品豆粕跌价及行业新增产能较多、持续供过于求等因素，主营产品价格持续走低，压缩利润空间。根据百川盈孚数据，25H1 缬氨酸/色氨酸/精氨酸/异亮氨酸/肌醇市场均价 13.78/49.86/26.44/28.04/30.52 元/kg，Q2 市场均价 13.38/45.52/25.50/26.91/27.67 元/kg，环比 -5.58%/-16.01%/-6.87%/-7.75%/-17.08%。成本方面，淀粉与葡萄糖等原材料价格波动，赤峰基地丁二酸联产项目等产能爬坡增加固定成本分摊。费用方面，管理费用同比增长 51.74%，主要系公司管理人员平均薪酬增长、软件服务费增加所致；财务费用同比增长 104.33%，主要系汇率波动造成汇兑净收益减少（公司境外业务占比总营收 48.86%）、利息支出增加所致。

● 研发高投入驱动技术迭代，柔性生产增强抗风险能力

公司持续加码研发投入，推进产业 AI 数字化转型，以柔性生产技术提高抗风险能力。2025 年上半年，公司研发费用达 6867.33 万元，同比增长 8.40%，占营业收入比例为 4.61%。高研发投入带来显著成果转化，上半年新增发明专利 6 项、实用新型专利 3 项，累计拥有发明专利 84 项、实用新型专利 80 项，技术储备覆盖菌株构建、发酵控制、分离提取等生物制造全流程。公司创新性地推进“生物+AI”战略，成立 AI 数字化实验室，引进专业人才，整合菌株平台、工艺放大体系及大规模生产能力，加速前沿技术向实际产品的转化。此外，公司对现有装置进行技术改造，苹果酸项目生产装置可交替柔性生产

苹果酸或色氨酸，丁二酸项目生产装置可交替柔性生产丁二酸、L-缬氨酸和肌醇，以此提高设备利用率、增强对单一产品市场波动的抗风险能力。

● 持续完善产能布局，生物基新材料效益凸显

公司新项目正在持续推进，重点加码 1,3-丙二醇的投入。对新项目方面，赤峰基地丁二酸联产缬氨酸/肌醇项目和年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地建设苹果酸联产色氨酸项目，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有望逐步释放产能并贡献增量，进一步丰富公司产品矩阵。其中，生物基新材料 1,3-丙二醇、丁二酸具有原料为可再生材料、成本较低、过程绿色环保等众多优点，具有较强的经济效益和社会效益。报告期内，赤峰华恒子公司实现扭亏，净利润 0.52 亿元，彰显生物基新材料的盈利潜能。公司进一步加大了对 1,3-丙二醇等生物基新材料单体的产业化投入，在与东华大学共建“生物基化学纤维联合实验室”，牵头成立生物基聚酯纺织产业联盟等合作的基础上，有效推动了 1,3-丙二醇在 PTT 纤维等领域的市场化落地。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.66、3.72、4.78 亿元，对应 PE 分别为 34、24、19 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 产品价格持续下跌的风险；
- (4) 原材料及能源成本大幅波动的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2178	2564	2933	3380
收入同比 (%)	12.4%	17.7%	14.4%	15.2%
归属母公司净利润	190	266	372	478
净利润同比 (%)	-57.8%	40.4%	39.8%	28.5%
毛利率 (%)	24.9%	26.6%	29.1%	30.5%
ROE (%)	7.4%	9.4%	11.6%	13.0%
每股收益 (元)	0.82	1.06	1.49	1.91
P/E	39.28	33.72	24.11	18.76
P/B	3.14	3.17	2.80	2.44
EV/EBITDA	25.41	18.26	14.29	11.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	1352	1479	1345	1484					
现金	423	563	218	299					
应收账款	284	382	364	496					
其他应收款	17	30	15	38					
预付账款	27	37	40	45					
存货	407	242	494	343					
其他流动资产	195	225	214	263					
非流动资产	3638	4420	5163	5771					
长期投资	7	10	14	19					
固定资产	1607	2109	2561	2948					
无形资产	138	173	210	248					
其他非流动资产	1886	2128	2378	2557					
资产总计	4989	5899	6508	7255					
流动负债	1604	1901	2146	2329					
短期借款	682	844	987	1073					
应付账款	564	657	751	829					
其他流动负债	358	400	409	427					
非流动负债	827	1177	1177	1277					
长期借款	638	988	988	1088					
其他非流动负债	190	190	190	190					
负债合计	2431	3078	3324	3606					
少数股东权益	-6	-10	-19	-33					
股本	250	250	250	250					
资本公积	1209	1209	1209	1209					
留存收益	1106	1372	1744	2222					
归属母公司股东权益	2565	2831	3203	3681					
负债和股东权益	4989	5899	6508	7255					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	200	695	620	942					
净利润	185	262	364	464					
折旧摊销	140	265	339	413					
财务费用	26	24	30	31					
投资损失	-1	-4	-4	-4					
营运资金变动	-145	148	-109	39					
其他经营现金流	325	113	472	425					
投资活动现金流	-930	-1042	-1078	-1017					
资本支出	-923	-1043	-1078	-1017					
长期投资	-10	-3	-4	-4					
其他投资现金流	3	4	4	4					
筹资活动现金流	781	488	113	155					
短期借款	-233	162	143	86					
长期借款	333	350	0	100					
普通股增加	92	0	0	0					
资本公积增加	606	0	0	0					
其他筹资现金流	-17	-24	-30	-31					
现金净增加额	62	140	-345	81					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	2178	2564	2933	3380					
营业成本	1635	1882	2080	2351					
营业税金及附加	14	15	18	20					
销售费用	64	68	80	93					
管理费用	158	181	205	238					
财务费用	23	24	30	31					
资产减值损失	-3	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	1	4	4	4					
营业利润	199	289	402	511					
营业外收入	3	0	0	0					
营业外支出	1	0	0	0					
利润总额	201	289	402	511					
所得税	17	27	38	47					
净利润	185	262	364	464					
少数股东损益	-5	-4	-8	-14					
归属母公司净利润	190	266	372	478					
EBITDA	361	573	767	951					
EPS (元)	0.82	1.06	1.49	1.91					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2025E	2027E
成长能力				
营业收入	12.4%	17.7%	14.4%	15.2%
营业利润	-61.0%	44.9%	39.1%	27.3%
归属于母公司净利润	-57.8%	40.4%	39.8%	28.5%
获利能力				
毛利率 (%)	24.9%	26.6%	29.1%	30.5%
净利率 (%)	8.7%	10.4%	12.7%	14.2%
ROE (%)	7.4%	9.4%	11.6%	13.0%
ROIC (%)	4.9%	5.7%	7.2%	8.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.7%	52.2%	51.1%	49.7%
净负债比率 (%)	95.0%	109.1%	104.4%	98.8%
流动比率	0.84	0.78	0.63	0.64
速动比率	0.51	0.58	0.33	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.47	0.47	0.49
应收账款周转率	8.23	7.70	7.86	7.86
应付账款周转率	2.84	3.08	2.96	2.98
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.06	1.49	1.91
每股经营现金流 (摊薄)	0.80	2.78	2.48	3.77
每股净资产	10.27	11.32	12.81	14.72
估值比率				
P/E	39.28	33.72	24.11	18.76
P/B	3.14	3.17	2.80	2.44
EV/EBITDA	25.41	18.26	14.29	11.64

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。