

华恒生物 (688639)

证券研究报告

2026年04月14日

产销规模持续提升，价格低位致盈利承压

事件：2025年，公司收入28.6亿元，同比+31%；归母净利润1.32亿元，同比-30.1%；扣非净利润1.2亿元，同比-32.56%；实现毛利率、净利率21.3%/4.3%，同比分别减少3.7/4.1个百分点。2025年单四季度，公司收入6.7亿元，同比+4.6%；归母净利润-0.35亿元，同比-279.4%，环比-166.77%；扣非后归母净利润-0.47亿元，同比-508.64%，环比-190.86%。单四季度销售毛利率、净利率分别为13.8%、-5.3%，同比减少3.4/7.9个百分点，环比下行8.6/12.5个百分点。

公司收入主要来自氨基酸系列产品，主营产品价格表现弱势，销量提升带来收入增长。

1) 从收入与销售地区结构来看，2025年，公司氨基酸系列产品销售收入20.6亿元，同比+36%；维生素系列产品销售收入1.4亿元，同比-30%；海内外收入基本持平，分别为11.8/11.3亿元，毛利率分别为20%/31%。

2) 2025年，公司主要产品缬氨酸、肌醇年平均价格较去年同期下降，且公司新项目效益尚未体现，对公司利润产生影响，同时，伴随公司经营规模扩大，公司各项费用较去年同期增加。根据wind，公司氨基酸系列产品缬氨酸2025年均价为13.7元/kg，同比下行5%；色氨酸2025年均价为43.9元/kg，同比-31%；精氨酸2025年均价为25.5元/kg，同比-25.55%。维生素系列产品泛酸钙2025年均价为45.9元/kg，同比-18%；肌醇2025年均价为29.9元/kg，同比下行43.3%。

3) 虽然全年主营产品单价同比表现较弱，但根据公告，销量增长抵御部分压力，2025年公司氨基酸系列产品实现生产量15.2万吨，同比+53%；实现销售量14.5万吨，同比+49%。

积极发展生物基新材料单体，推进氨基酸/维生素产品落地。公司加大对1,3-丙二醇等生物基新材料单体的产业化投入，并于2025年加入由安踏牵头的体育用品产业创新联合体，携生物基单体先进技术与材料，参与产业协同创新。同时，公司为快速推进色氨酸产品产业化落地，以及为了满足L-缬氨酸、肌醇等产品产能扩张的迫切需求，充分释放现有设备设施潜能，增加项目产值。

深化国际化发展战略，推动A+H双平台建设。2025年7月，公司与全球性化工公司赢创(Evonik)正式签署战略合作谅解备忘录，聚焦生物基氨基酸产品研发与推广，依托赢创的全球市场资源与公司的规模化发酵产能及技术优势，实现优势互补。2025年，公司启动香港联交所上市工作，推进A+H双资本市场平台建设，为公司全球化战略注入动力。

盈利预测与估值：考虑公司部分主营产品销量增长，故调整盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别为3.2、4.3、5.7亿元(前期预测26-27年归母净利润为3.11、3.64亿元)，维持“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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,177.94	2,861.84	3,819.25	4,547.11	5,437.32
增长率(%)	12.37	31.40	33.45	19.06	19.58
EBITDA(百万元)	450.26	540.16	739.87	899.10	1,085.89
归属母公司净利润(百万元)	189.52	132.41	318.64	431.89	570.37
增长率(%)	(57.80)	(30.13)	140.64	35.54	32.07
EPS(元/股)	0.76	0.53	1.27	1.73	2.28
市盈率(P/E)	37.12	53.14	22.08	16.29	12.34
市净率(P/B)	2.74	2.66	2.41	2.18	1.94
市销率(P/S)	3.23	2.46	1.84	1.55	1.29
EV/EBITDA	19.72	17.77	11.37	8.98	7.32

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	持有(维持评级)
当前价格	28.17元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	250.12
流通A股股本(百万股)	250.12
A股总市值(百万元)	7,045.76
流通A股市值(百万元)	7,045.76
每股净资产(元)	10.58
资产负债率(%)	54.42
一年内最高/最低(元)	43.60/26.56

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
邢颜凝	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070006	
xingyaning@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:单三季度利润同比增长，产品销量持续提升》2025-11-12
- 《华恒生物-年报点评报告:新项目稳步推进，一季度盈利能力改善》2025-06-08
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	422.64	284.12	190.96	227.36	543.73
应收票据及应收账款	340.23	391.53	923.99	434.10	1,194.94
预付账款	26.53	47.96	51.16	60.88	71.43
存货	406.92	532.13	555.39	718.61	820.23
其他	155.43	208.34	181.61	186.78	207.82
流动资产合计	1,351.75	1,464.08	1,903.13	1,627.73	2,838.15
长期股权投资	6.85	5.05	5.05	5.05	5.05
固定资产	1,607.34	2,651.26	3,194.72	3,365.53	3,474.00
在建工程	1,605.63	1,192.39	846.19	747.72	688.63
无形资产	137.73	150.04	146.06	141.98	137.80
其他	280.11	311.85	266.95	278.20	279.49
非流动资产合计	3,637.66	4,310.60	4,458.98	4,538.48	4,584.98
资产总计	4,989.40	5,774.68	6,362.11	6,166.21	7,423.13
短期借款	681.98	123.38	573.34	743.32	951.11
应付票据及应付账款	564.03	712.68	1,151.64	1,032.37	1,544.10
其他	340.12	486.26	265.13	167.29	309.00
流动负债合计	1,586.13	1,322.32	1,990.11	1,942.97	2,804.20
长期借款	637.81	1,572.43	1,272.86	811.29	802.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	189.69	231.07	194.64	205.13	210.28
非流动负债合计	827.50	1,803.50	1,467.51	1,016.42	1,012.84
负债合计	2,413.63	3,125.82	3,457.62	2,959.39	3,817.04
少数股东权益	(6.27)	(14.82)	(14.82)	(14.82)	(14.82)
股本	249.72	250.12	250.12	250.12	250.12
资本公积	1,209.15	1,217.72	1,217.72	1,217.72	1,217.72
留存收益	1,158.42	1,228.43	1,451.48	1,753.80	2,153.06
其他	(52.65)	(49.58)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,558.38	2,631.86	2,904.50	3,206.82	3,606.08
负债和股东权益总计	4,989.40	5,774.68	6,362.11	6,166.21	7,423.13

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	184.56	123.86	318.64	431.89	570.37
折旧摊销	139.59	221.04	308.72	333.74	356.80
财务费用	25.85	42.69	40.92	40.41	36.68
投资损失	(0.85)	0.92	(0.93)	(0.29)	(0.10)
营运资金变动	(219.84)	(299.00)	40.12	93.92	(236.74)
其它	70.49	15.05	(0.00)	0.00	(0.00)
经营活动现金流	199.79	104.55	707.47	899.68	727.00
资本支出	763.19	814.61	538.43	391.51	396.85
长期投资	6.85	(1.80)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,700.14)	(1,456.27)	(1,039.50)	(793.22)	(798.75)
投资活动现金流	(930.09)	(643.46)	(501.07)	(401.71)	(401.90)
债权融资	276.29	469.63	(253.56)	(332.01)	162.38
股权融资	627.34	12.03	(46.00)	(129.57)	(171.11)
其他	(122.88)	(72.44)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	780.75	409.22	(299.56)	(461.58)	(8.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	50.45	(129.69)	(93.16)	36.39	316.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,177.94	2,861.84	3,819.25	4,547.11	5,437.32
营业成本	1,635.10	2,253.22	2,796.48	3,276.02	3,864.70
营业税金及附加	13.78	16.53	22.46	27.26	31.99
销售费用	63.59	71.46	95.48	113.68	135.93
管理费用	157.89	208.10	278.81	331.94	396.92
研发费用	124.05	151.20	202.42	241.00	288.18
财务费用	22.60	43.67	40.92	40.41	36.68
资产/信用减值损失	(2.10)	(14.13)	(6.53)	(7.58)	(9.41)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.85	(0.92)	0.93	0.29	0.10
其他	(37.14)	3.07	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	199.32	129.65	377.09	509.51	673.60
营业外收入	3.42	0.68	1.90	2.00	1.52
营业外支出	1.34	4.77	4.11	3.41	4.10
利润总额	201.41	125.56	374.87	508.10	671.03
所得税	16.85	1.70	56.23	76.22	100.65
净利润	184.56	123.86	318.64	431.89	570.37
少数股东损益	(4.96)	(8.55)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	189.52	132.41	318.64	431.89	570.37
每股收益(元)	0.76	0.53	1.27	1.73	2.28

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	12.37%	31.40%	33.45%	19.06%	19.58%
营业利润	-60.99%	-34.95%	190.84%	35.12%	32.21%
归属于母公司净利润	-57.80%	-30.13%	140.64%	35.54%	32.07%
获利能力					
毛利率	24.92%	21.27%	26.78%	27.95%	28.92%
净利率	8.70%	4.63%	8.34%	9.50%	10.49%
ROE	7.39%	5.00%	10.91%	13.41%	15.75%
ROIC	8.12%	5.03%	8.68%	10.89%	14.19%
偿债能力					
资产负债率	48.72%	54.42%	54.35%	47.99%	51.42%
净负债率	43.89%	67.43%	56.99%	41.39%	33.55%
流动比率	0.84	1.09	0.96	0.84	1.01
速动比率	0.59	0.70	0.68	0.47	0.72
营运能力					
应收账款周转率	6.76	7.82	5.81	6.70	6.68
存货周转率	6.88	6.10	7.02	7.14	7.07
总资产周转率	0.49	0.53	0.63	0.73	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.53	1.27	1.73	2.28
每股经营现金流	0.80	0.42	2.83	3.60	2.91
每股净资产	10.25	10.58	11.67	12.88	14.48
估值比率					
市盈率	37.12	53.14	22.08	16.29	12.34
市净率	2.74	2.66	2.41	2.18	1.94
EV/EBITDA	19.72	17.77	11.37	8.98	7.32
EV/EBIT	28.50	29.50	19.50	14.27	10.91

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com