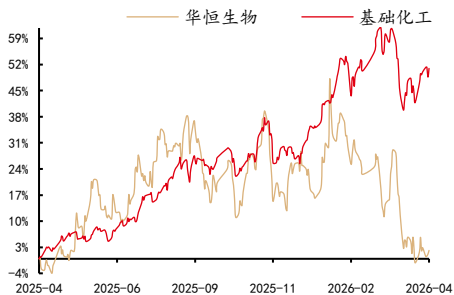


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.06
总股本/流通股本(亿股)	2.50 / 2.50
总市值/流通市值(亿元)	72 / 72
52周内最高/最低价	41.34 / 27.08
资产负债率(%)	54.4%
市盈率	53.94
第一大股东	郭恒华

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 李金凤
SAC 登记编号: S1340525120004
Email: lijinfeng@cnpsec.com

华恒生物(688639)

氨基酸维生素盈利走弱，生物基新产品贡献增量

● 事件描述

2026年3月18日，公司发布2025年年报。2025年，公司实现营收28.62亿元，同比增长31.40%；实现归母净利润1.32亿元，同比下降30.13%；实现扣非归母净利润1.20亿元，同比下降32.56%。营收端受益于规模扩张实现较快增长，但利润端承压明显，主要系主要产品缬氨酸、肌醇年平均价格同比下降，叠加新项目效益尚未体现、经营规模扩大带来费用增加所致。

● 事件点评

分业务经营情况：氨基酸量增承压，维生素盈利走弱。2025年，氨基酸系列、维生素系列及其他产品分别实现收入20.59亿元、1.44亿元、1.07亿元，分别同比增长36.43%、下降30.20%、增长20.51%；毛利率水平分别为25.98%、7.95%、29.25%，分别同比减少4.02、12.82个百分点、增加0.67个百分点。公司2025年营收实现较快增长，主要系氨基酸系列产品销量提升所致，但归母净利润同比下降30.13%，主要原因系：(1)行业阶段性供需失衡、市场竞争加剧，公司缬氨酸、肌醇等主要产品年平均价格同比下降，拉低整体盈利水平；(2)经营规模扩大带来管理费用、财务费用等各项费用同比增加，其中管理费用同比增长31.80%，财务费用同比增长93.25%；(3)新项目效益尚未完全体现，进一步影响当期利润表现。

氨基酸业务：量增价减，规模放量对冲价格压力。受欧洲反倾销及美国关税政策叠加影响，2025年氨基酸行业阶段性供需失衡、竞争加剧，公司核心产品缬氨酸、肌醇价格同比下滑，据公开数据，2025年缬氨酸市场均价为13.22元/公斤，肌醇均价为28.3元/公斤，较2024年分别下降约6.7%、39.4%；但公司积极应对市场变化，优化产能布局与工艺降本，氨基酸系列产品产销量大幅提升，2025年产量、销量同比分别增长53.10%、48.97%，收入同比增长36.43%，在价格承压下实现规模放量。

新产品与研发：产能释放与技术投入，锚定长期成长。公司持续推进1,3-丙二醇等生物基新材料产业化进程，2025年研发投入合计1.51亿元，同比增长21.89%，为技术创新与工艺升级提供坚实支撑。同时，公司加入安踏牵头的体育用品产业创新联合体，推动生物基材料在体育用品领域的应用，相关生物基新材料单体产销量同比提升。截至2025年年末，丁二酸联产缬氨酸/肌醇、生物法年产5万吨1,3-丙二醇项目已达到预定可使用状态；在建项目包括交替年产6万吨三支链氨基酸、色氨酸及年产1万吨精制氨基酸项目，以及苹果酸联产色氨酸项目。未来，公司将继续以“两个替代”为发展路径，持续保持研发高投入，推进在建项目与募投技改项目落地，丰富产品矩阵，打开长期成长空间。

● 盈利预测与估值

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 34.71 亿元、42.22 亿元、51.49 亿元，同比增速分别为 21.29%、21.64%、21.95%；归母净利润分别为 1.57 亿元、2.09 亿元、2.65 亿元，同比增速分别为 18.44%、33.21%、26.75%。公司 2026-2028 年业绩对应 PE 估值分别为 45 倍、34 倍、27 倍，首次覆盖，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险，核心技术或核心技术人才流失风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2862	3471	4222	5149
增长率(%)	31.40	21.29	21.64	21.95
EBITDA(百万元)	395.15	419.99	495.81	574.77
归属母公司净利润(百万元)	132.41	156.82	208.91	264.79
增长率(%)	-30.13	18.44	33.21	26.75
EPS(元/股)	0.53	0.63	0.84	1.06
市盈率(P/E)	53.00	44.75	33.59	26.50
市净率(P/B)	2.65	2.55	2.42	2.27
EV/EBITDA	25.11	20.46	17.26	14.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2862	3471	4222	5149	营业收入	31.4%	21.3%	21.6%	22.0%
营业成本	2253	2728	3313	4033	营业利润	-35.0%	27.7%	29.0%	25.3%
税金及附加	17	20	24	30	归属于母公司净利润	-30.1%	18.4%	33.2%	26.7%
销售费用	71	83	101	124	获利能力				
管理费用	208	252	306	373	毛利率	21.3%	21.4%	21.5%	21.7%
研发费用	151	192	232	280	净利率	4.6%	4.5%	4.9%	5.1%
财务费用	44	77	89	104	ROE	5.0%	5.7%	7.2%	8.6%
资产减值损失	-14	0	0	0	ROIC	3.7%	4.2%	4.8%	5.3%
营业利润	130	166	214	268	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	2	资产负债率	54.4%	59.5%	61.8%	64.1%
营业外支出	5	4	3	4	流动比率	1.09	1.43	1.76	1.99
利润总额	126	163	212	265	营运能力				
所得税	2	12	12	12	应收账款周转率	10.31	10.49	10.19	10.36
净利润	124	152	200	252	存货周转率	4.80	4.57	4.56	4.57
归母净利润	132	157	209	265	总资产周转率	0.53	0.55	0.59	0.64
每股收益(元)	0.53	0.63	0.84	1.06	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.53	0.63	0.84	1.06
货币资金	284	984	1521	2151	每股净资产	10.58	11.02	11.60	12.34
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	392	537	615	773	PE	53.00	44.75	33.59	26.50
预付款项	48	51	66	78	PB	2.65	2.55	2.42	2.27
存货	532	662	793	972	现金流量表				
流动资产合计	1464	2461	3244	4246	净利润	124	152	200	252
固定资产	2651	2621	2576	2490	折旧和摊销	221	180	194	206
在建工程	1192	1193	1194	1225	营运资本变动	-275	89	-121	-76
无形资产	150	155	159	164	其他	35	80	102	124
非流动资产合计	4311	4298	4272	4234	经营活动现金流净额	105	501	375	506
资产总计	5775	6759	7516	8480	资本开支	-636	-157	-156	-157
短期借款	123	123	123	123	其他	-8	-16	-17	-17
应付票据及应付账款	713	1066	1162	1422	投资活动现金流净额	-643	-173	-173	-175
其他流动负债	503	531	555	586	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	1339	1720	1840	2132	债务融资	531	500	500	500
其他	1803	2303	2803	3303	其他	-127	-127	-164	-202
非流动负债合计	1803	2303	2803	3303	筹资活动现金流净额	409	373	336	298
负债合计	3143	4024	4644	5435	现金及现金等价物净增加额	-131	700	537	630
股本	250	250	250	250					
资本公积金	1218	1218	1218	1218					
未分配利润	1138	1223	1337	1482					
少数股东权益	-15	-20	-29	-41					
其他	41	65	96	136					
所有者权益合计	2632	2735	2872	3045					
负债和所有者权益总计	5775	6759	7516	8480					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048