

华恒生物（688639.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月20日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	能源及材料	价值	73.26亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	16.14	DDM估值 上行空间	81%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	40.37亿	状态	低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	32.71	价值	79.82亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	1.50	动态估值 上行空间	98%		
		状态	低估		

核心评级结论

公司是合成生物学领域的核心企业，其主要产品L-丙氨酸、L-缬氨酸全球市占率均居首位，此外，公司在1,3-丙二醇、丁二酸、苹果酸等生物基新材料领域亦具备先发优势，有望构筑第二成长曲线。

公司成长空间较好，主要系氨基酸业务稳健打底、生物基材料打开新增长曲线。盈利趋势分化，氨基酸盈利修复、生物基新材料随产能爬坡改善、维生素承压，整体趋势尚可。产业格局整体较好，氨基酸细分龙头壁垒高，生物基新材料格局待稳固，维生素竞争激烈。护城河主要来自氨基酸细分品种的利基市场垄断与规模优势，持续性好；生物基新材料有望构建规模效应与技术壁垒，维生素暂无实质壁垒。

基于公司氨基酸业务缓慢增长盈利修复、生物基材料多品种产能陆续释放贡献增量、维生素业务维持平稳的基本假设，根据壹评级DDM估值与动态估值模型，公司估值处于低估区间。

我们区别于市场的观点

当前市场普遍聚焦华恒生物“合成生物学+氨基酸龙头”的标签，过度押注生物基材料的远期成长，却忽视了核心氨基酸业务的周期修复弹性与盈利韧性，同时对维生素业务的拖累效应、新材料放量的不确定性存在乐观偏差。我们在盈利预测中，充分考虑了新产品推广的不确定性，因此重点围绕公司基本盘的周期修复进行保守测算，以锁定确定性较高的安全边际。

风险提示

饲用氨基酸、维生素行业周期性极强，若产品价格修复不及预期，公司业绩或将直接承压；公司主要原材料为玉米，若原材料价格大幅波动，将直接影响公司盈利水平；1,3-丙二醇、丁二酸等生物基材料放量存在不确定性，若客户认证与市场拓展进度缓慢，第二增长曲线兑现将受影响；传统化工巨头、合成生物初创企业纷纷布局氨基酸、生物基材料赛道，行业竞争或日益激烈，远期盈利中枢水平或承压。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

华恒生物主营氨基酸、维生素及生物基材料等绿色生物基产品，依托厌氧发酵等核心技术实现低碳高效生产；公司为全球首家实现系列氨基酸厌氧发酵法产业化的企业，L-丙氨酸、L-缬氨酸全球市占率均居首位，在生物基新材料领域亦具备先发优势，是合成生物学领域的核心龙头企业。

2. 业务介绍

对于华恒生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

氨基酸：

氨基酸为公司核心主营板块，产品涵盖L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸等丙氨酸系列，同时包含L-缬氨酸、L-异亮氨酸等支链氨基酸，以及L-色氨酸、L-精氨酸、肌肽等多款品类，产品广泛应用于饲料营养、食品调味、日化洗护与医药中间体等场景。我们将此业务竞争市场界定为全球市场。

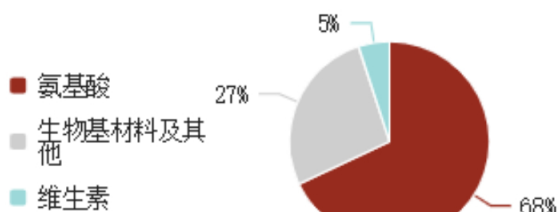
生物基材料及其他：

生物基材料属于公司重点培育的新兴业务，主要产出1,3-丙二醇、丁二酸、L-苹果酸、α-熊果苷等生物基化工原料，可用于可降解塑料、高端化纤面料、车用轻量化材料及护肤原料制作。其他主要包括玉米皮、玉米胚芽及玉米蛋白粉等副产品、客户所需的第三方互补产品及一体化解决方案。我们将此业务竞争市场界定为全球市场。

维生素：

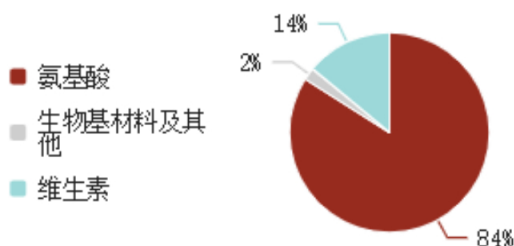
维生素业务依托内部产业链协同生产，主力产品包含D-泛酸钙、D-泛醇以及肌醇等品种，主要供给饲料添加、日常护肤、医药制造和食品营养增补等下游领域。我们将此业务竞争市场界定为全球市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

华恒生物以重资产规模化生产构筑成本壁垒，以高研发投入夯实技术壁垒，以中等客户集中度平衡风险与成长。该模式契合合成生物学“技术-规模-成本-高端化”的发展规律，既区别于轻资产的研发型生物公司，也不同于低研发的传统化工企业，支撑公司在全球氨基酸与生物基材料领域持续巩固领先地位。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

华恒生物属于高资产强度的合成生物制造企业，呈现典型的重资产、长周期、规模化特征。2025年年报显示，公司总资产57.75亿元，其中固定资产及在建工程累计38.43亿元，占比达67%，主要为安徽、河北、内蒙古四大生产基地的发酵车间、提纯装置、环保设施及配套公用工程。

生物发酵与分离纯化工艺对设备精度、无菌环境、能耗控制要求极高，单条氨基酸生产线投资动辄数亿元，且建设期长、折旧刚性强，形成显著的资本密集型壁垒。高资产强度既构筑了行业准入门槛，也使得业绩对产能利用率、产品价格波动高度敏感，盈利弹性与周期共振特征明显。

3.2 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司以合成生物学为核心构建全链条技术壁垒，研发投入聚焦底层技术与高附加值产品，研发强度较高。2025年年报显示研发费用1.51亿元，研发费用率5.28%，显著高于传统化工行业（2%-3%）；研发人员占比超20%，核心团队具备基因编辑、代谢工程、发酵优化、分离纯化等跨学科能力。

3.3 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司客户结构特点：一是全球布局，境外收入占比四成左右，覆盖亚洲、欧洲、美洲，规避单一区域政策或需求波动风险；二是核心客户为行业巨头，前五大客户包括巴斯夫、诺力昂、牧原股份、味之素、ADM等，均为全球细分领域龙头，采购量大、付款稳定、合作周期长，构成收入基本盘；三是中小客户快速增长，近年来积极拓展日化、医药、可降解材料等新兴领域中小客户，客户集中度持续下行，根据公司年报披露，前五大客户占比从2021年40.4%降至2025年20.5%，客户结构优化成效显著。

公司客户集中度中等，既避免了高集中度的单一客户依赖风险，又通过绑定行业巨头保障收入稳定性，同时依托中小客户拓展打开成长空间，形成“稳中有进、风险可控”的客户生态。

4. 历史经营绩效

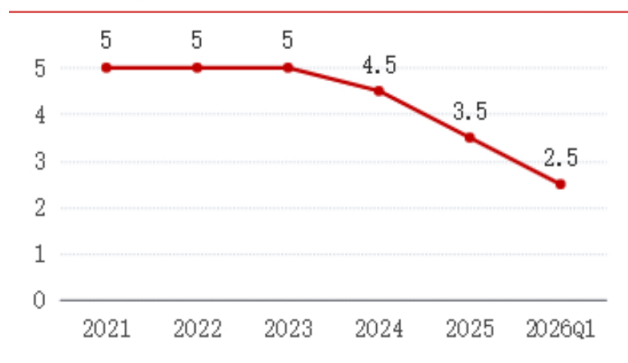
2021-2023年，华恒生物凭借氨基酸龙头地位、产能扩张红利与行业高景气度，实现盈利能力、成长能力与股东回报的全面领跑，业务控制力亦保持稳健；2024年起，受氨基酸、维生素行业供需格局恶化、产品价格下行、新兴业务放量不及预期影响，公司盈利与成长动能同步回落，股东回报能力随盈利下滑出现断崖式下行，业务控制力也受行业周期拖累小幅走弱。

公司当前正处于“行业周期底部+成长动能换挡”的关键阶段，前期高景气度下的增长红利逐步消退，后续需依赖生物基材料等高附加值业务的放量，推动盈利与成长能力修复，进而带动股东回报水平回升。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



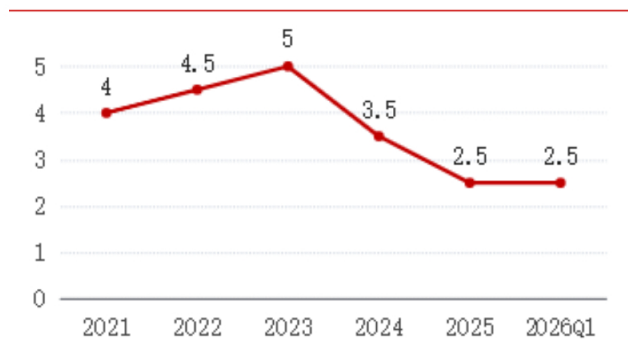
数据来源：公司财报，壹评级

2023年及之前，受益于氨基酸行业高景气度、L-丙氨酸/缬氨酸全球龙头地位，公司盈利能力稳居高位；2024年起，行业供需格局恶化，氨基酸（尤其是缬氨酸）、维生素产品（尤其是肌醇）价格进入下行周期，叠加公司产能扩张带来的折旧与财务费用压力，毛利率持续收窄，盈利水平随行业周期下行逐步回落，直至当前仍未出现明显反转信号。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



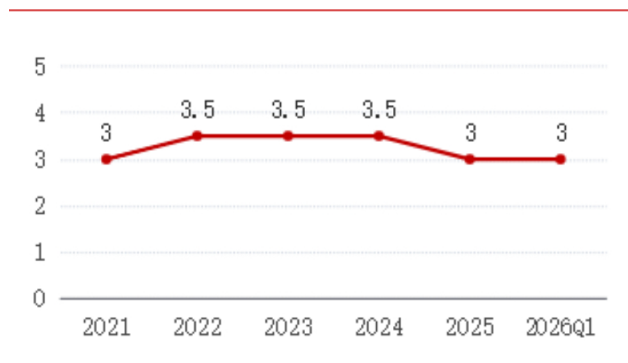
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年，在产能扩张、新产品放量与海外市场拓展的驱动下，公司营收与利润高速增长，成长动能充足；2024年起受下游饲料需求疲软、部分主要产品价格大幅下跌、生物基材料业务放量不及预期影响，营收增速显著放缓，成长能力快速回落，至2025年后底部企稳。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



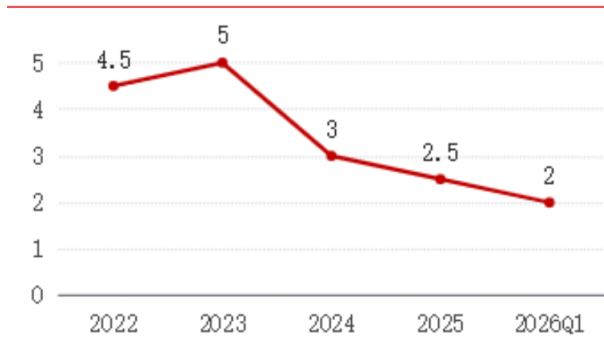
数据来源：公司财报，壹评级

前期依托龙头地位与客户粘性，公司对上下游的议价能力较强，现金流与上下游净占款水平较好；但近年来行业进入下行期，经营业绩下行拖累现金流表现，业务控制力略有下行。但整体业务控制力仍尚可，未出现明显恶化。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022-2023年高盈利、高成长带动ROE、分红率与股价表现优异，股东回报表现优异；2024年后盈利下滑叠加成长预期落空，ROE大幅回落，且公司经营业绩承压，拖累分红减少，同时二级市场估值随行业周期下行持续承压，股东回报能力随盈利与成长的双重下滑出现断崖式回落，当前处于较差水平。

5. 四维评级

公司成长空间较好，主要系氨基酸业务稳健打底、生物基材料打开新增长曲线。盈利趋势分化，氨基酸盈利修复、生物基新材料随产能爬坡改善、维生素承压，整体趋势尚可。产业格局整体较好，氨基酸细分龙头壁垒高，生物基新材料格局待稳固，维生素竞争激烈。护城河主要来自氨基酸细分品种的利基市场垄断与规模优势，持续性好；生物基新材料有望构建规模效应与技术壁垒，维生素暂无实质壁垒。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司氨基酸业务依托核心产品稳固市场份额，周期回暖叠加小品种产能释放支撑稳健经营；生物基材料契合低碳发展大势，下游替代空间广阔，具备成为新增长极的潜力；维生素行业内卷严重、周期波动大，内外多重因素制约下业务增长空间相对有限。

氨基酸(4星)：

公司氨基酸业务以L-丙氨酸、L-缬氨酸为核心品种。其中L-丙氨酸主打日化赛道，需求平稳增长、弹性有限，依托细分市场龙头地位构筑起业绩基本盘。L-缬氨酸应用于饲料领域，前期受行业新增产能冲击导致供需失衡、价格大幅回落，后续行业周期修复有望带动边际增速小幅回暖。此外，公司仍有色氨酸、精氨酸等小品种氨基酸的产能布局陆续释放，但考虑到小品种市场规模有限，预计也较难重现此前高增态势，整体业务呈现“增速放缓但仍稳健增长”的特征，成长空间良好。

生物基材料及其他(4星)：

公司生物基材料产品线布局丰富，在全球低碳发展趋势下，该品类对传统石化材料具备显著替代潜力，长期成长天花板较高。旗下1,3-丙二醇、丁二酸可应用于PTT纤维、生物基PBS塑料等领域，政策扶持叠加下游需求扩容，替代空间十分可观。若公司凭借合成生物技术优势能实现快速放量，未来几年的收入增长将呈现显著加速趋势，有望成为公司第二增长曲线。但考虑到项目落地进度与客户认证周期的不确定性较强，成长确定性一般，综合来看，成长空间仍良好。

维生素 (1.5星):

维生素业务主营D-泛酸钙、肌醇等产品，行业竞争白热化，产品价格周期性波动剧烈。现阶段行业产能过剩叠加饲料终端需求偏弱，经营业绩承压明显；长期来看行业仍存在新增产能涌入，且技术准入门槛偏低，难以培育长效增长动能，业务仅能依靠产业链协同的成本优势守住营收基本盘，整体成长潜力偏弱。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司氨基酸业务根基扎实，未来行业周期修复与小品种投产可推动改善，盈利趋势尚可；生物基材料对传统石化材料的替代空间广阔，随着公司产能逐步爬坡、规模效应逐步显现，有望推动毛利率水平明显改善，盈利趋势向好；维生素行业供需格局偏弱，产能过剩与激烈竞争压制下盈利趋势一般。

氨基酸 (3星):

前期，氨基酸板块经历了景气高点快速下行至底部的承压期，主要是受到缬氨酸供给过剩、价格大跌拖累，公司量增价减导致增收不增利。我们判断，未来几年此业务板块盈利将温和修复、中枢抬升，主要原因是：L-丙氨酸需求稳健、毛利稳定，是稳健的基本盘；L-缬氨酸价格触底后随供给出清逐步回升，带动板块毛利边际改善；色氨酸、精氨酸等小品种产能释放，但体量有限、难拉动高增。整体看，盈利修复确定性强、弹性弱、修复斜率平缓，盈利趋势尚可。

生物基材料及其他 (3.5星):

此业务板块中，前期1,3-丙二醇、丁二酸等产能在建、研发与折旧压力大，拖累了整体盈利。我们判断，未来几年盈利将从亏损转向高增、弹性最大，具体来看：5万吨生物法1,3-丙二醇产能于2025年投产，PTT纤维与可降解塑料需求放量，规模效应推动成本下行，毛利率有望明显提升；丁二酸、苹果酸等同步放量，成为第二增长曲线，盈利趋势向好。

维生素 (2.5星):

过去三年维生素业务盈利断崖式下滑：D-泛酸钙、肌醇价格暴跌，维生素板块毛利率从2023年55%骤降至2025年8%，几乎陷入亏损。考虑到行业产能过剩持续、新进入者仍在涌入，价格周期弱势难改；公司仅靠产业链协同的成本优势维持微利，肌醇、泛酸钙价格反弹空间有限，盈利趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

氨基酸业务凭借技术优势，在L-丙氨酸细分市场形成垄断地位，虽缬氨酸等部分品类竞争承压，但原料管控能力稳步提升，产业格局良好；生物基材料前景可观，不过入局者增多，叠加产品现阶段替代性价比不足，降本攻关压力较大，行业格局暂未稳固；维生素行业门槛低、产能过剩，同质化竞争加剧拖累竞争格局一般。

氨基酸 (3.5星):

L-丙氨酸凭借独家发酵技术形成寡头垄断地位，公司全球市占率明显领先，市场竞争压力偏小。但L-缬氨酸行业玩家较多，公司需与传统氨基酸龙头梅花生物、宁夏伊品等竞争，前期产能扩张引发供需失衡，导致价格快速回落，市场竞争激烈度上升。未来公司依托技术平台快速切入小品种氨基酸市场，竞争压力一般。近年来，公司策略是向上游一体化发展，主要原材料已从葡萄糖逐步切换为玉米，对原材料的把控能力有所增强，但盈利能力仍受限于原料成本波动。公司生物基材料对传统石化材料具备替代作用，渗透率正缓慢提升中。整体来看，公司氨基酸板块的产业格局良好。

生物基材料及其他 (3星):

生物基材料赛道远景广阔，双碳政策带动资本持续入局，传统化工企业与新兴科创企业纷纷布局，后续行业竞争热度将逐步提升。上游原材料受玉米等大宗品价格波动，下游客户对新品的认证周期较长，公司上下游话语权一般。该品类作为石化材料低碳替代方向，当前价格仍明显高于传统石化材料，替代性价比不突出，行业进一步降本压力仍较大。整体来看，公司生物基材料及其他板块的产业格局一般。

维生素 (2.5星):

维生素行业生产工艺成熟简单，技术准入门槛偏低，整体产能过剩问题突出，市场同质化竞争激烈，且行业产能出清节奏缓慢，上下游话语权一般，行业缺少核心竞争壁垒，产业竞争格局较一般。

5.4 护城河

★★★★☆

氨基酸业务坐拥利基市场垄断与规模经济双重护城河，且持续性好。生物基材料及其他业务现阶段尚未形成有效壁垒，护城河宽度一般，后续可依靠技术研发与产能扩张逐步构筑规模效应、技术优势壁垒，持续性较好。维生素业务暂无实质护城河，且壁垒维持能力有限，持续性一般。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
氨基酸	(3星) 公司该业务的护城河宽度较好。公司为全球氨基酸细分领域龙头，据港交所招股书披露数据，公司L-丙氨酸全球市占率43.3%，L-缬氨酸全球市占率26.9%。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC可达14%左右，超额收益明显。公司业务控制力为3星，上下游话语权一般。	(4.5星) 公司该业务的护城河主要在于利基市场垄断与规模经济，持续性好。技术上，厌氧发酵工艺需长期菌种迭代与工艺积累，新进入者短期难以复制；规模上，公司产能全球领先，成本优势显著；客户层面，与巴斯夫、诺力昂等国际巨头深度绑定，认证壁垒高，业务粘性强。虽面临传统氨基酸龙头的追赶，但公司持续的技术优化与成本管控，使得护城河优势可持续性高。
生物基材料及其他	(0.5星) 公司该业务的护城河宽度一般。公司生物基材料及其他业务尚处于起步期，1,3-丙二醇、丁二酸等产品虽具备技术先发优势，但市场渗透率低、客户认证周期长，尚未形成稳定的规模效应与定价权。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为7%左右，基本无超额收益。公司业务控制力为3星，上下游话语权一般。	(4.5星) 公司该业务的护城河主要在于规模经济与技术优势，持续性较好。依托合成生物学平台，公司已实现关键产品的生物法突破，未来随着产能落地与客户认证完成，有望形成成本与技术双重壁垒。赛道层面，双碳政策推动生物基材料替代传统石化产品，行业长期成长空间广阔，为护城河的形成与延续提供了良好基础。
维生素	(0.5星) 公司该业务的护城河宽度较弱。维生素行业竞争激烈、价格战频发，且公司业务规模较小，各产品市占率较低。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为7%左右，基本无超额收益。公司业务控制力为3星，上下游话语权一般。	(3.5星) 公司该业务未来构筑的护城河主要在于规模经济与技术优势，持续性一般。行业层面，维生素生产工艺成熟、技术壁垒低，新进入者持续涌入，产能出清缓慢，长期竞争格局难以改善。公司仅能依靠成本优势维持基本盘，护城河缺乏核心壁垒支撑，未来持续性一般。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司氨基酸业务缓慢增长盈利修复、生物基材料多品种产能陆续释放贡献增量、维生素业务维持平稳的基本假设，根据壹评级DDM估值与动态估值模型，公司估值处于低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们将公司业务拆分为氨基酸、生物基材料及其他、维生素等三大业务板块，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：氨基酸

收入假设：

我们对氨基酸业务进行量价拆分预测。未来收入的核心驱动因素在于产能落地、销量扩张：随着公司赤峰基地、安徽基地产能持续释放，我们假设到2030年，公司氨基酸业务规划产能从15万吨左右提升至25万吨，对应氨基酸销量规模稳步扩张，具体来看，显性期（2026年~2030年，下同）每年销量分别为16.00、19.35、21.85、23.28、23.75万吨，销售均价方面，我们假设在行业供给释放和成本下移背景下，销售均价温和回落，到2030年实现的销售均价假设为12000元/吨，较2025年该业务板块均价累计下跌15%左右。半显性期，氨基酸业务板块收入CAGR约6%左右。

盈利能力假设：

我们判断未来氨基酸业务板块盈利能力逐步回升至合理中枢水平，主要原因是：1）公司赤峰基地逐步完善“玉米-淀粉-葡萄糖-发酵”的一体化配套布局，原料自给率稳步提升，叠加菌种迭代、发酵收率优化和产能爬坡带来的规模效应，单吨制造费用和原料成本将呈逐年下降趋势，成本曲线持续下移；2）随着医药/食品级丙氨酸、色氨酸、精氨酸等高毛利率产品占比提升，公司整体产品结构向高附加值方向优化，叠加在前期工业级产品价格周期性下行趋势下，高成本中小产能逐步出清、行业竞争趋缓，毛利率有望触底回升。在此背景下，我们预计该业务毛利率将从2025年的26%逐步回升至2030年的35%（2017-2025年氨基酸业务毛利率均值为39%），并在半显性期得以维持。

资本负债假设：

- 1) 周转率：氨基酸业务为公司传统主业，重资产模式成熟，因此未来周转率假设维持历史均值水平。
- 2) 负债率：氨基酸业务周期性波动明显，谨慎起见，该业务资产负债率参照周期性行业，目标定为40%。

业务2：生物基材料及其他

收入假设：

我们对此业务板块，分为其他生物基产品/其他业务进行量价拆分预测。根据公司披露的历史数据，2023年-2025年，公司其他生物基产品销量分别为0.01、0.51、0.46万吨，销售单价分别为34.90、1.75、2.31万元/吨，而其他业务销量分别为3.79、10.70、18.73万吨，销售单价分别为0.62、0.35、0.29万元/吨，可以看出，其他生物基产品属于较高端的产品品类，销量低但售价高，而其他业务正好相反，销量高而售价低。因此我们拆分此两类业务进行盈利预测。基于未来新产品推广的不确定性较大，因此我们总体预测较为谨慎，仅测算公司确定性较高的安全边际。

其他生物基产品，我们预测显性期每年销量同比增加5000吨左右，售价分别同比增长4%、4%、2%、2%、2%；其他业务，我们预测每年销量同比增长16%、14%、12%、8%、12%，到2030年其他业务销量规模达34万吨左右，较2025年的19万吨明显扩张，售价分别同比增长2%、7%、6%、6%、6%，至2030年达到0.38万元/吨的水平。

半显性期，生物基材料及其他业务板块收入CAGR约7%左右。

盈利能力假设：

其他生物基产品，考虑到高附加值新品持续发力，我们预测此业务毛利率可保持在30%左右的较高水平，而其他业务过去3年历史毛利率均不足10%，考虑到后续产能爬坡顺利，带动成本明显下行、毛利率持续修复，预计显性期毛利率逐步从2025年的5%左右提升至2030年的15%左右，并在半显性期得以维持。

业务3：维生素

收入假设：

考虑到维生素业务板块产品所属行业竞争激烈，我们判断此块业务公司仅作为协同配套业务发展，未来不会再大规模扩张。因此，对未来此业务板块的营收，显性期假设每年分别为1.51、1.56、1.72、1.88、2.03亿元（对应显性期营收CAGR约7%），半显性期，维生素业务板块收入CAGR约4%左右，远期此业务收入规模可达3亿元左右。

盈利能力假设：

历史数据来看，维生素业务毛利率水平波动非常大，尤其是近3年大幅下跌，从2023年55%的高位大幅下降至2025年的8%，主要是肌醇、D-泛酸钙产品价格的大幅下滑所致。当前毛利率水平下，行业企业盈利或已出现亏损，我们判断后续产能出清将带动行业盈利缓慢修复，此业务显性期毛利率逐年修复至25%左右的一般水平，并在半显性期得以维持。

表2：公司整体业绩预测

华恒生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.4	21.8	28.6	31.7	37.7	42.8	46.5	49.4
归母净利润(亿)	4.5	1.9	1.3	1.9	3.0	4.2	5.3	6.1
归母净利润增速(%)	34.9	-58.0	-29.7	45.2	55.8	39.9	26.1	16.3
经营性净利润(亿)	4.4	1.9	1.2	1.9	3.0	4.2	5.3	6.1
经营性净利润增速(%)	36.8	-58.3	-34.0	57.3	55.8	39.9	26.1	16.3
经营性归母净利润(亿)	4.5	1.9	1.3	1.9	3.0	4.2	5.3	6.1
经营性归母净利润增速(%)	37.2	-57.4	-31.3	47.2	55.8	39.9	26.1	16.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

氨基酸	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	14.7	15.1	20.6	21.6	25.2	27.5	28.6	28.5
收入增速(%)	25.6	3.0	36.4	4.9	16.5	9.4	4.0	-0.4
经营性净利润(亿)	3.7	1.9	1.5	2.2	2.9	3.6	4.3	4.5
经营性净利率(%)	25.0	12.3	7.2	10.1	11.4	13.2	14.9	15.7
经营性净利润增速(%)	24.7	-49.3	-20.4	47.7	31.5	26.7	17.5	4.4
生物基材料及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.6	4.6	6.6	8.6	11.0	13.6	16.0	18.8
收入增速(%)	15.6	81.0	42.5	30.5	28.4	23.2	17.8	17.8
经营性净利润(亿)	-0.0	-0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.5	0.9	1.5
经营性净利率(%)	-0.3	-2.3	-2.4	-1.8	1.5	3.7	5.8	8.1
经营性净利润增速(%)	-103.4	-1161.8	-46.2	-0.1	203.4	215.2	81.5	66.3
维生素	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.2	2.1	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0
收入增速(%)	580.1	-5.0	-30.2	4.9	3.1	10.4	8.9	7.9
经营性净利润(亿)	0.8	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.1	0.2
经营性净利率(%)	36.1	5.0	-6.9	-6.9	-2.3	2.7	4.7	7.5
经营性净利润增速(%)	1134.6	-86.9	-197.5	-4.5	65.7	229.2	90.5	72.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
氨基酸	8.0%	中等	较好	强	8.0%	17.88	4.5
维生素	4.6%	中等-	一般	较强	8.0%	13.5	0.2
生物基材料及其他	10.2%	中等	较好	强	8.5%	16.5	1.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
氨基酸(亿)	7.9	58.7	66.5	-	-	-	66.5
维生素(亿)	-0.3	1.5	1.2	-	-	-	1.2
生物基材料及其他 (亿)	-6.2	18.2	12.1	-	-	-	12.1
公司整体测算(亿)	1.4	78.4	79.8	-	-	-	79.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
氨基酸(亿)	27.6	36.8	64.4	-	-	-	64.4
维生素(亿)	0.1	0.9	1.1	-	-	-	1.1
生物基材料及其他 (亿)	-3.1	10.9	7.8	-	-	-	7.8
公司整体测算(亿)	24.7	48.6	73.3	-	-	-	73.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★☆☆☆

公司估值确定性星级偏低，主要原因是：其一，行业周期性显著，氨基酸、维生素价格波动与生物基材料需求兑现节奏直接影响业绩，盈利波动大、预测难度高；其二，公司涉及产品众多、结构分化明显，生物基材料仍处放量初期，未来产能与客户认证进度存在不确定性；其三，信息披露透明度不足，关键产品价格、成本、产能利用率等核心数据披露不充分，叠加合成生物技术商业化进程缺乏明确指引，导致市场对其盈利与成长预期的一致性较弱，估值中枢稳定性偏弱。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。