

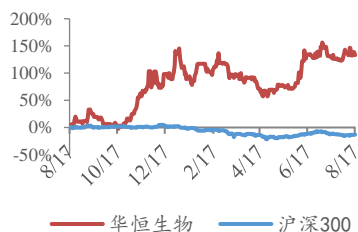
上半年业绩创新高，持续发力合成生物学赛道

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	128.18
近 12 个月最高/最低（元）	140.99/53.71
总股本（百万股）	108.40
流通股本（百万股）	63.46
流通股比例（%）	58.54
总市值（亿元）	138.95
流通市值（亿元）	81.35

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月17日晚，华恒生物发布2022年半年度报告，实现营业收入6.29亿元，同比增长65.66%；实现归母净利润1.29亿元，同比增长107.60%；实现扣非归母净利润1.21亿元，同比增长116.17%，实现基本每股收益1.19元/股。

● 上半年业绩创历史新高，技改扩产项目经济性逐步呈现

公司上半年业绩创历史新高，产能利用率有序释放提升。2022年上半年公司实现营业收入6.29亿元，同比增长65.66%；实现归母净利润1.29亿元，同比增长107.60%；实现扣非归母净利润1.21亿元，同比增长116.17%。单季度来看，2022Q2实现营业收入3.59亿元，同比增长67.08%，实现归母净利润0.74亿元，同比增长137.56%，环比增长33.56%，实现扣非归母净利润0.68亿元，同比增长145.00%，环比增长26.29%。2022年上半年销售费用较上年同期增长184.35%，主要是销售人员人数增长导致薪酬费用增加；管理费用较上年同期增长72.43%，主要是员工人数增长导致以及公司股份支付费用增加所致。2022年上半年主要是由于缬氨酸及丙氨酸产品产销量增加，同时公司产能利用率有序释放提升，多重因素推动公司2022年上半年业绩创历史新高。

● 合成生物学龙头企业，技改扩产提高产业一体化水平

全球丙氨酸龙头企业，生物法核心技术。公司是合成生物学龙头企业，主要产品包括丙氨酸系列产品（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸）、L-缬氨酸、D-泛酸钙和熊果苷（α-熊果苷和β-熊果苷）等，可广泛应用于日化、医药及保健品、食品添加剂、饲料等众多领域，目前公司L-丙氨酸的市场份额全球第一。同时公司与巴斯夫、诺力昂等企业建立了长期、稳定、共赢的合作关系，是全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的企业之一。

分具体产品看，公司DL-丙氨酸产品采用酶法工艺，以常温常压的温和反应条件替代了传统高温高压的反应条件，同时后提取环节工艺简单，所获产品纯度较高，该技术获得了上海市科技进步一等奖，处于行业领先水平，公司已在DL-丙氨酸产酶菌株构建、发酵产酶过程控制等方面形成了具有自主知识产权的核心技术，部分核心技术已获得专利授权；公司β-丙氨酸生产技术以廉价易得的丙烯酸为原料，利用人工合成酶催化生产β-丙氨酸，该技术反应条件温和，反应转化率高，且具有绿色环保优势，属于行业领先水平，公司已在β-丙氨酸产酶菌株创制、料液脱氨、结晶等环节形成了具有自主知识产权的核心技术，通过产学研合作或外部转

让取得的核心技术的产业化应用均具有排他性；公司 α -熊果苷的酶法生产工艺，有效解决了传统工艺普遍存在的酶活低、提取精制成本高、产品杂质含量高等问题，已在 α -熊果苷产酶菌株、糖回收工艺、提取工艺等方面形成了具有自主知识产权的核心技术；同时公司实现发酵法生产 β -熊果苷产品，进一步完善产品结构；公司采用酶法生产的 β -丙氨酸制备D-泛酸钙，形成了自有业务的上下游产业链优势；在自主研发D-泛酸内酯的“一锅法”酶催化技术、 β -丙氨酸酶法生产技术等基础上，形成了具有自主知识产权的制备D-泛酸钙的核心技术，随着全产业链技术产品落地，公司的D-泛酸钙产品竞争力将进一步加强。

“扩产+技改”稳固自身龙头地位。公司现有丙氨酸系列产品产能超2.65万吨，目前募投项目巴彦淖尔交替生产丙氨酸、缬氨酸项目和秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目已按计划部分投产，相关产品经济性逐步呈现。此外，公司还在稳步推进巴彦淖尔基地年产1.6万吨三支链氨基酸及其衍生物项目和长丰基地年产0.7万吨 β -丙氨酸衍生物项目，预计均将在2023年建成投产。随着多个项目的稳步推进和陆续投产，公司将进一步丰富自身产品种类，增强公司在动物营养领域的核心竞争力，打通相关产品上游技术，提高产业链的一体化程度，持续增强产品综合竞争力，稳固自身合成生物学龙头地位。

● 研发能力筑成公司最宽护城河，发力合成生物学赛道

“产学研”合作模式助力公司研发能力，国际首家微生物厌氧发酵规模化生产L-丙氨酸企业。公司坚持和发展已有的产学研相结合的技术合作创新模式，与中科院天工所、中科院微生物研究所、北京化工大学、浙江工业大学等高校科研机构建立长期的合作关系，与中国工程院郑裕国院士合作共建华恒绿色生物制造院士工作站，在科技创新和人才培养等方面开展全面合作，为产业发展储备技术和人才，提升公司的综合技术研究能力。同时，公司成立了华恒合成生物技术研究院，引进海外高端人才，搭建系统与合成生物中心，完善从菌种构建技术研发-小试中试放大-工厂大规模生产相结合的全产业链技术产业化路径，围绕发酵法和酶法两大技术平台，加速布局在研管线产品，形成合成生物技术相关的核心竞争力。截至2022年上半年，公司累计获得88个专利，其中43项发明专利，45项实用新型专利，研发费用为3337.11万元，同比增长74.31%。公司突破厌氧发酵技术瓶颈，在国际上首次成功实现了微生物厌氧发酵规模化生产L-丙氨酸产品，是行业内拥有厌氧发酵法生产L-丙氨酸完整知识产权的优势企业之一。公司已搭建工业菌种创制、发酵过程智能控制、高效分离提取和产品应用开发等全产业链，在L-丙氨酸菌株构建、发酵过程控制、除盐、结晶、脱色等环节形成了具有自主知识产权的核心技术。

以自身研发能力，持续发力合成生物学赛道。一方面，合成生物学公司近年来所使用的研究工具和技术出现了很多突破，使得微生物细胞工厂构建和测试的能力得到显著提升，为提高菌种构建效率以满足市场快速变化和多样的需求提供了重要的机遇，与此同时，更多针对合成生物行

业的设备和工具被开发出来，促进了行业加速发展；另一方面，“碳中和”大背景下，生物制造以可再生的物质为原材料，生产过程绿色环保，可大幅减少二氧化碳排放：以 L-丙氨酸为例，每生产 1 吨 L-丙氨酸理论上二氧化碳排放减少到 0.5 吨，随着以碳税为代表碳中和政策逐步落地，会进一步拉开生物制造对传统工艺的成本优势，生物制造产业也将迎来更大的发展。公司正在基于自身生物技术制造优势，开发相关技术链环节中新产品并产业化，以获取更显著的全产业链成本优势。2022 年上半年公司进一步加强了自身在工业菌种创制、发酵过程智能控制、高效分离提取和产品应用开发等全产业链的技术领先优势，进一步提升了以微生物细胞工厂为核心的发酵法生产工艺和以酶催化为核心的酶法生产工艺，目前多个在研项目进入中试小试阶段。公司未来还将继续加大对研发的高投入，持续发力合成生物学赛道，加速开发更多种生物基新产品，推动我国在生物制造领域的跨越式发展。

图表 1 公司主要中试小试在研产品

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标
L-缬氨酸厌氧发酵菌种开发	中试放大	产业化
高纯级缬氨酸发酵工艺开发	中试	产业化
食品级缬氨酸发酵工艺开发	中试	产业化
缬氨酸发酵高产结晶工艺开发	中试	产业化
缬氨酸高效生产菌株的优化改造技术项目	小试	技术储备
缬氨酸结晶技术开发	中试	产业化
缬氨酸连续脱色工艺开发	小试	技术储备
发酵法生产 L-缬氨酸工艺开发	中试	产业化
特定化学品关键技术研发及应用	小试	技术储备
D-泛醇制备技术开发	中试放大	产业化
DL-泛醇生产工艺开发	小试	技术储备
LC 项目发酵法技术开发	中试放大	产业化
核心菌种专项-氨基酸营养化学品菌种开发及合成技术	小试	技术储备
核心菌种专项-缬氨酸衍生物发酵法技术开发及应用	小试	技术储备
L-丙氨酸某种特征杂质高效去除技术开发	中试	产业化
发酵法 L-丙氨酸连续脱色技术开发	中试	产业化
转化液预脱氨技术开发	小试	产业化
生产废液除硫技术开发	小试	应用研究
以淀粉为原料 L-丙氨酸发酵控制技术开发	小试	技术储备

数据来源：公司公告，华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.49、3.72、4.83 亿元，同比增速为 47.9%、49.5%、29.9%。对应 PE 分别为 56、37、29 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	954	1347	1637	2246
收入同比 (%)	95.8%	41.2%	21.5%	37.2%
归属母公司净利润	168	249	372	483
净利润同比 (%)	38.9%	47.9%	49.5%	29.9%
毛利率 (%)	32.3%	38.4%	42.1%	40.7%
ROE (%)	14.2%	16.8%	17.3%	17.3%
每股收益 (元)	1.70	2.30	3.43	4.46
P/E	83.28	55.84	37.36	28.76
P/B	11.84	9.38	6.45	4.99
EV/EBITDA	64.21	40.71	29.84	23.29

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	853	890	981	1230	营业收入	954	1347	1637	2246
现金	122	63	31	76	营业成本	646	829	948	1332
应收账款	176	207	283	382	营业税金及附加	7	15	17	21
其他应收款	6	14	20	22	销售费用	15	29	34	48
预付账款	34	23	35	52	管理费用	65	118	125	173
存货	106	149	161	228	财务费用	0	-2	-1	-2
其他流动资产	409	435	451	470	资产减值损失	-6	-2	-2	-3
非流动资产	622	896	1556	2012	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	463	503	1057	1306	营业利润	186	286	428	555
无形资产	44	59	64	71	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	115	335	435	635	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1474	1786	2536	3243	利润总额	191	286	428	555
流动负债	183	196	274	347	所得税	23	37	56	72
短期借款	18	0	0	0	净利润	168	249	372	483
应付账款	100	135	196	233	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	65	61	78	115	归属母公司净利润	168	249	372	483
非流动负债	108	108	108	108	EBITDA	217	340	465	593
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.70	2.30	3.43	4.46
其他非流动负债	108	108	108	108					
负债合计	291	304	382	456					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	108	108	108	108					
资本公积	588	588	588	588					
留存收益	487	786	1457	2090					
归属母公司股东权益	1183	1482	2154	2787					
负债和股东权益	1474	1786	2536	3243					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	96	250	378	407	成长能力				
净利润	168	249	372	483	营业收入	95.8%	41.2%	21.5%	37.2%
折旧摊销	48	64	48	52	营业利润	40.8%	53.5%	49.5%	29.9%
财务费用	2	0	0	0	归属于母公司净利	38.9%	47.9%	49.5%	29.9%
投资损失	-5	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-128	-65	-44	-131	毛利率(%)	32.3%	38.4%	42.1%	40.7%
其他经营现金流	309	315	419	618	净利率(%)	17.6%	18.5%	22.7%	21.5%
投资活动现金流	-512	-290	-409	-362	ROE(%)	14.2%	16.8%	17.3%	17.3%
资本支出	-179	-290	-409	-362	ROIC(%)	12.4%	16.2%	16.8%	16.9%
长期投资	-345	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	12	0	0	0	资产负债率(%)	19.7%	17.0%	15.1%	14.1%
筹资活动现金流	477	-19	0	0	净负债比率(%)	24.6%	20.5%	17.8%	16.3%
短期借款	-37	-18	0	0	流动比率	4.66	4.53	3.58	3.54
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.90	3.66	2.86	2.74
普通股增加	27	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	546	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.75	0.65	0.69
其他筹资现金流	-60	0	0	0	应收账款周转率	5.43	6.52	5.78	5.87
现金净增加额	60	-59	-31	45	应付账款周转率	6.46	6.14	4.83	5.72

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.70	2.30	3.43	4.46	P/E	83.28	55.84	37.36	28.76
每股经营现金流薄)	0.88	2.31	3.48	3.76	P/B	11.84	9.38	6.45	4.99
每股净资产	10.91	13.67	19.87	25.71	EV/EBITDA	64.21	40.71	29.84	23.29

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。