

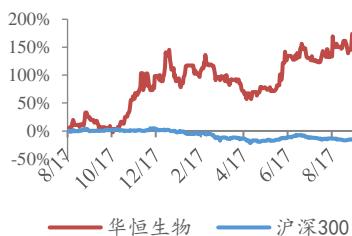
持续扩充产品矩阵，加速布局合成生物学赛道

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-15

收盘价（元）	149.15
近 12 个月最高/最低（元）	150.77/53.71
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）	161.68
流通市值（亿元）	94.65

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

9月12日晚，华恒生物发布公告，拟以自有资金1000万元对参股公司智合生物增资，本次增资完成后，公司持有智合生物25%的股权并实际控制智合生物；同日，杭州欧合生物将其拥有的“发酵法生产丁二酸”的相关技术授权公司使用，独占实施许可期限为20年。

● “增资+签署协议”丰富公司产品矩阵，拓宽合成生物学赛道

“增资+签署协议”拓展合成生物学赛道。公司拟以自有资金1,000万元对智合生物增资，认购智合生物1000万元新增注册资本，本次增资完成后，公司持有智合生物25%的股权，同时，根据拟签订的《增资协议》条款，公司通过智合生物其他股东向公司委托表决权等方式拥有智合生物100%的表决权，实际控制智合生物并由公司负责具体产业化实施工作，智合生物拥有发酵法1,3-丙二醇、发酵法玫瑰精油等技术成果，1,3-丙二醇可用于多种药物、新型聚酯PTT、医药中间体及新型抗氧剂的合成是重要的化工原料，玫瑰精油广泛应用于美容、美妆、食品、烟草、香水、化妆品等领域，此次增资有利于丰富公司产品种类，增强公司盈利能力，巩固和提升公司在行业内的地位；此外，公司拟与欧合生物签署《技术许可合同》，欧合生物将其拥有的“发酵法生产丁二酸”的相关技术授权公司使用，该技术许可的性质为独占实施许可，独占实施许可期限为20年，公司利用合同约定的技术成果实现产业化生产的当年起，按照每自然年度利用本技术成果生产形成的终端产品销售额（含税）的0.5%向欧合生物支付产业化提成，需支付许可费的期限为10年，独占实施许可期内剩余期限不再支付产业化提成。丁二酸是一种重要的有机化工原料及中间体，传统的生产方法主要是应用石化法生产，而发酵法是利用可再生糖源和二氧化碳作为主要原料，在石油危机及环境污染的双重压力下，生物法能够节约大量的石油资源并且降低产生的污染，具有显著的成本和环保优势。此次公司拟与欧合生物签订技术许可合同，开展合成生物技术在丁二酸相关产品领域的研究和开发，有利于推动公司未来战略发展，丰富公司产品结构。公司建立了“工业菌种—发酵与提取—产品应用”的技术研发链，在工业菌种创制、发酵过程智能控制、高效后提取、产品应用开发环节形成了完备的技术领先优势，对于发酵法生产1,3-丙二醇、玫瑰精油及丁二酸，实现产业化落地具备良好的基础条件。

● 合成生物学龙头企业，技改扩产提高产业一体化

全球丙氨酸龙头企业，生物法是核心技术。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

相关报告

1. 上半年业绩创新高，持续发力合成生物学赛道 2022-08-18

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。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 beta 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，提高产业链的一体化程度，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。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。“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。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。

● 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 65、43、33 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	64.98	43.47	33.47
P/B	11.84	10.91	7.51	5.80
EV/EBITDA	64.21	47.40	34.73	27.12

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					
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	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				
					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	96	250	378	407	营业收入	95.8%	41.2%	21.5%	37.2%
净利润	168	249	372	483	营业利润	40.8%	53.5%	49.5%	29.9%
折旧摊销	48	64	48	52	归属于母公司净利润	38.9%	47.9%	49.5%	29.9%
财务费用	2	0	0	0	盈利能力				
投资损失	-5	0	0	0	毛利率 (%)	32.3%	38.4%	42.1%	40.7%
营运资金变动	-128	-65	-44	-131	净利率 (%)	17.6%	18.5%	22.7%	21.5%
其他经营现金流	309	315	419	618	ROE (%)	14.2%	16.8%	17.3%	17.3%
投资活动现金流	-512	-290	-409	-362	ROIC (%)	12.4%	16.2%	16.8%	16.9%
资本支出	-179	-290	-409	-362	偿债能力				
长期投资	-345	0	0	0	资产负债率 (%)	19.7%	17.0%	15.1%	14.1%
其他投资现金流	12	0	0	0	净负债比率 (%)	24.6%	20.5%	17.8%	16.3%
筹资活动现金流	477	-19	0	0	流动比率	4.66	4.53	3.58	3.54
短期借款	-37	-18	0	0	速动比率	3.90	3.66	2.86	2.74
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	27	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.75	0.65	0.69
资本公积增加	546	0	0	0	应收账款周转率	5.43	6.52	5.78	5.87
其他筹资现金流	-60	0	0	0	应付账款周转率	6.46	6.14	4.83	5.72
现金净增加额	60	-59	-31	45	每股指标 (元)				
					每股收益	1.70	2.30	3.43	4.46
					每股经营现金流薄	0.88	2.31	3.48	3.76
					每股净资产	10.91	13.67	19.87	25.71
					估值比率				
					P/E	83.28	64.98	43.47	33.47
					P/B	11.84	10.91	7.51	5.80
					EV/EBITDA	64.21	47.40	34.73	27.12

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形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。