

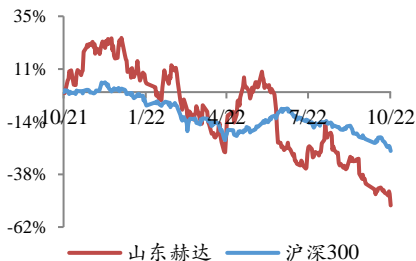
Q3 业绩符合预期，打造纤维素醚头部企业

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-31

收盘价（元）	23.40
近 12 个月最高/最低（元）	61.39/23.40
总股本（百万股）	342
流通股本（百万股）	316
流通股比例（%）	92.31
总市值（亿元）	80
流通市值（亿元）	74

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

相关报告

1. 纤维素醚龙头持续扩产，植物胶囊打开成长空间 2022-07-27

主要观点：

● 事件描述

10月27日，山东赫达发布2022年三季度报告，公司前三季度实现营收13.32亿元，同比增长13.76%；实现归母净利润3.06亿元，同比增长10.55%；实现扣非归母净利润3.02亿元，同比增长14.05%；实现基本每股收益0.90元/股。

● 三季度业绩符合预期，基建稳增长叠加出口复苏有望带动业绩恢复

基建稳增长叠加植物胶囊出口恢复有望带动业绩恢复增长。2022年前三季度公司实现营收13.32亿元，同比增长13.76%；实现归母净利润3.06亿元，同比增长10.55%；实现扣非归母净利润3.02亿元，同比增长14.05%。单季度来看，公司2022Q3实现营收4.25亿元，同比增长1.54%；实现归母净利润0.81亿元，同比减少11.38%，环比减少37.58%；扣非归母净利润0.78亿元，同比减少10.34%，环比减少39.01%。受下游建筑行业需求疲软以及对美出口植物胶囊尚未完全恢复，同时公司对可能发生减值的资产计提了大量减值准备，导致Q3季度业绩同比有所减少。随着我国出台的一些列政策拉动基建稳增长，叠加植物胶囊出口逐渐恢复，公司业绩有望恢复增长。

● 纤维素醚持续扩产，稳固行业头部地位

公司是亚洲纤维素醚头部企业。纤维素醚具有“工业味精”之美誉，是国民经济各领域必不可少的环保型添加剂。公司主要纤维素醚产品包括建材级纤维素醚（HPMC、HEMC）、医药级纤维素醚（HPMC）和食品级纤维素醚（HPMC），公司的中高端型号建材级纤维素醚的技术指标已达到国际知名企业的同类产品标准，医药食品级纤维素醚HPMC的产品质量达到了中国药典、美国药典、欧洲药典、英国药典、印度药典、食品安全国家标准的相关要求，公司现有纤维素醚系列产品产能3.4万吨，同时在建4.1万吨产能，届时公司纤维素醚产能将达到7.5万吨/年，公司产能持续扩产，叠加自身产品质量过硬，有利于加速推动国产替代进程，稳固自身头部地位。

● 多产品持续扩能，打开利润增长空间

植物胶囊：公司是全球唯一拥有HPMC-植物胶囊一体化产业链的企业。目前植物胶囊的主要应用领域为保健品行业，其相较于明胶胶囊在安全性、稳定性、环保性等方面均具有一定优势，而医药级HPMC是生产HPMC植物胶囊的主要原料，占HPMC植物胶囊原料的90%以上，公司拥有自主生产医药级HPMC的能力，已具备较为成熟的植物胶囊生产技术，实现了大规模量产，达到行业领先水平。HPMC植物胶囊系列产品优化了公司整体产品结构，已成为公司高成长性的收入来源之一。公

司现有植物胶囊产能 277 亿粒，目前公司在植物胶囊领域的市占率在 10%左右，同时有在建产能 73 亿粒，计划在 2025 年将产能扩展至 500 亿粒。随着多个国家和地区的素食风尚、环保思想不断普及，全球素食主义者和环保主义者将不断增加，叠加全球保健品行业的持续发展，未来植物胶囊将加速替代明胶胶囊，公司利用自身一体化优势持续扩产高附加值产品，未来有望打开利润增长空间。

植物肉：积极布局植物肉新领域，有望开启第二场长曲线。公司参股子公司米特加（上海）食品科技有限公司的全资子公司米特加（淄博）食品科技有限公司“年产 700 吨植物肉中试车间项目”于 2021 年 8 月试生产，2022 年 5 月 9 日，米特加（淄博）植物基肉制品基地开工，总投资 15 亿元，分两期建设，建成后植物肉年产能达到 10 万吨，有望成为全球最大植物基食品单体生产工厂。双碳背景叠加膳食结构升级使得国内植物肉需求广阔，有望推动食品级纤维素醚需求增长，公司提前布局，未来有望集中受益，开启第二成长曲线。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.98、6.73、8.77 亿元，同比增速为 51.1%、35.1%、30.4%。对应 PE 分别为 16、12、9 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 相关政策变动风险；
- (4) 国际贸易风险。

● 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	1560	2681	3179	3861
收入同比 (%)	19.2%	71.8%	18.6%	21.5%
归属母公司净利润	330	498	673	877
净利润同比 (%)	30.6%	51.1%	35.1%	30.4%
毛利率 (%)	36.6%	34.1%	36.7%	38.4%
ROE (%)	21.3%	24.8%	25.1%	24.6%
每股收益 (元)	0.97	1.45	1.96	2.56
P/E	63.47	16.10	11.91	9.13
P/B	13.62	3.98	2.99	2.25
EV/EBITDA	44.95	10.30	7.87	5.51

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	810	1162	1675	2657	营业收入	1560	2681	3179	3861
现金	166	338	612	1481	营业成本	990	1766	2011	2377
应收账款	298	327	567	490	营业税金及附加	11	23	27	32
其他应收款	22	1	29	10	销售费用	20	46	49	60
预付账款	24	36	42	51	管理费用	86	164	189	229
存货	232	377	306	508	财务费用	10	14	15	15
其他流动资产	68	83	119	118	资产减值损失	-1	2	2	2
非流动资产	1825	2152	2470	2703	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	19	23	28	31	投资净收益	5	13	14	17
固定资产	761	1574	1540	1842	营业利润	377	573	774	1009
无形资产	187	237	288	340	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	859	318	614	490	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2636	3314	4145	5360	利润总额	377	573	774	1009
流动负债	842	1054	1208	1541	所得税	47	72	98	127
短期借款	195	252	319	390	净利润	330	502	676	882
应付账款	266	404	353	551	少数股东损益	0	4	4	5
其他流动负债	381	398	536	601	归属母公司净利润	330	498	673	877
非流动负债	245	245	245	245	EBITDA	474	787	1004	1291
长期借款	182	182	182	182	EPS (元)	0.97	1.45	1.96	2.56
其他非流动负债	63	63	63	63					
负债合计	1087	1299	1454	1787					
少数股东权益	0	4	8	12	主要财务比率				
股本	343	343	343	343	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	132	131	131	131	成长能力				
留存收益	1074	1537	2210	3087	营业收入	19.2%	71.8%	18.6%	21.5%
归属母公司股东权益	1548	2011	2684	3561	营业利润	27.8%	52.2%	35.0%	30.3%
负债和股东权益	2636	3314	4145	5360	归属于母公司净利	30.6%	51.1%	35.1%	30.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.6%	34.1%	36.7%	38.4%
					净利率 (%)	21.1%	18.6%	21.2%	22.7%
					ROE (%)	21.3%	24.8%	25.1%	24.6%
					ROIC (%)	17.3%	20.5%	21.2%	21.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.3%	39.2%	35.1%	33.3%
					净负债比率 (%)	70.2%	64.5%	54.0%	50.0%
					流动比率	0.96	1.10	1.39	1.72
					速动比率	0.60	0.67	1.06	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.90	0.85	0.81
					应收账款周转率	6.03	8.57	7.11	7.31
					应付账款周转率	5.07	5.27	5.31	5.26
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.97	1.45	1.96	2.56
					每股经营现金流薄)	1.33	2.02	2.22	3.85
					每股净资产	4.52	5.87	7.84	10.40
					估值比率				
					P/E	63.47	16.10	11.91	9.13
					P/B	13.62	3.98	2.99	2.25
					EV/EBITDA	44.95	10.30	7.87	5.51

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。