

# 山东赫达(002810.SZ)2022年报及2023一季报点评： 2023Q1业绩环比改善，植物胶囊需求有望逐步复苏

评级：买入(维持)

李永磊(分析师)

S0350521080004

liyl03@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

杨丽蓉(联系人)

S0350122080038

yanglr@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山东赫达	-10.6%	-23.8%	-55.4%
沪深300	-1.8%	-2.7%	0.3%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1723	2042	2429	2816
增长率(%)	10	18	19	16
归母净利润(百万元)	354	371	484	612
增长率(%)	7	5	30	26
摊薄每股收益(元)	1.04	1.08	1.41	1.79
ROE(%)	19	16	18	18
P/E	21.56	17.71	13.58	10.75
P/B	4.08	2.92	2.40	1.96
P/S	4.45	3.22	2.71	2.34
EV/EBITDA	17.40	13.14	9.82	7.69

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——山东赫达(002810)点评报告: Q3业绩短期承压, 静待植物胶囊需求复苏(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2022-10-31

《山东赫达深度报告之一: 山东赫达(002810)深度报告: 国内纤维素醚龙头, 多产品扩能保障高速增长(买入)\*化学制品\*董伯骏, 李永磊》——2022-08-18

《山东赫达2022年中报业绩点评: 山东赫达2022年中报点评: Q2业绩环比+34%, 多产品扩能打开成长空间(买入)\*化学制品\*董伯骏, 李永磊》——2022-07-28

# 2023Q1业绩环比改善，植物胶囊需求有望逐步复苏

**事件：**2023年4月25日，山东赫达发布2022年年报及2023年一季报：2022年公司实现营业收入17.23亿元，同比+10.44%；实现归母净利润3.54亿元，同比+7.36%；加权平均ROE为20.65%，同比-3.30个pct。销售毛利率34.20%，同比-2.36个pct；销售净利率20.53%，同比-0.59个pct；经营活动现金流净额3.00亿元。

其中，2022Q4单季度实现营收3.91亿元，同比+0.49%，环比-7.85%；实现归母净利润0.48亿元，同比-9.33%，环比-40.45%。销售毛利率29.54%，同比-3.77个pct，环比-1.68个pct；销售净利率12.25%，同比-1.33个pct，环比-6.71个pct；经营活动现金流净额0.79亿元。

2023年Q1实现营收3.75亿元，同比-4.30%，环比-4.18%；实现归母净利润0.73亿元，同比-24.43%，环比+51.83%；加权平均ROE为3.80%，同比-2.23个pct。销售毛利率31.00%，同比-7.43个pct，环比+1.46个pct；销售净利率19.41%，同比-5.17个pct，环比+7.16个pct；经营活动现金流净额-0.07亿元。

## 点评：

### 2022年纤维素醚板块表现亮眼，植物胶囊海外需求较弱

2022年公司业绩小幅增长。纤维素醚板块，2022年营收11.56亿元，同比+18.5%，毛利3.54亿元，同比+12.2%，毛利率30.6%，同比-1.7个pct，公司积极推动海外市场发展，全年纤维素醚产品利润超预期完成；全年纤维素醚自产销量3.46万吨，同比-1.7%，销售均价3.34万元/吨，同比+20.5%，得益于产品组合不断完善，高附加值产品表现优秀，C系列改性羟乙基纤维素醚、60HD/75HD医药级纤维素醚、HPMC/MC食品级纤维素醚等纤维素醚产品已通过客户验证，目前已形成稳定供货带动销售均价提升，抗风险能力不断增强。

植物胶囊板块，2022年营业收入2.76亿元，同比-13.1%，实现毛利1.65亿元，同比-18.2%，毛利率60.0%，同比-3.7个pct，受欧美地区通胀高企、需求波动影响，植物胶囊销量下滑明显，业绩不及预期；全年销量119.93亿粒，同比-15.3%，销售均价230.02万元/亿粒，同比+2.6%。

期间费用率方面，2022年公司销售/管理/财务/研发费用率分别1.43%/6.93%/-1.02%/3.93%，同比分别变动+0.16/+1.40/-1.66/-0.60个pct。全年财务费用-0.18亿元，主要由于汇兑收益增加及收到贷款贴息冲减财务费用；管理费用1.20亿元，同比+38.51%，主要由于产线检修相关费用。

## 2022Q4受植物胶囊需求影响业绩承压，2023Q1业绩环比改善

2022Q4公司实现归母净利润0.48亿元，环比-0.33亿元，主要受毛利润下滑、期间费用增多的影响。一方面，受下游植物胶囊需求疲弱影响，2022Q4营业收入及毛利率略有下滑，毛利润环比-0.18亿元；另一方面，受汇率波动等影响，汇兑收益减少，导致财务费用环比+0.16亿元。

2023Q1公司实现归母净利润0.73亿元，环比+0.25亿元。公司一季度营收环比降幅收窄，而销售毛利率环比+1.46pct，使得毛利润环比基本持平；业绩环比改善，主要由于管理费用环比-0.13亿元，以及投资收益环比+0.16亿元。

## 在建项目有序推进，多产品扩能助力未来成长

公司在建项目丰富，多产品持续扩能，成长动力充足。高青一期纤维素醚项目于2022年11月一次投料成功，下线产品全部检测合格，将新增2万吨/年建材级、1万吨/年医药食品级纤维素醚产能，为未来市场的进一步开拓奠定基础。植物胶囊纯品生产线搭建完成、进入试生产，植物胶囊二代产品完成技术储备、获得客户认可，随着公司持续开拓市场，植物胶囊产销有望复苏。米特加植物肉项目建设有序推进，新增产能最早在2023年Q4实现。此外，2022年4月公司发布可转债募投项目，发行可转债申请于2023年4月21日获深交所审核通过。

从固定资产和在建工程的角度来看，据公司2022年年报，公司固定资产8.02亿元，在建工程14.12亿元，随着在建工程的建设完成转固，公司固定资产有望翻倍。

# 公司年度及半年度业务数据

图表：公司年度及半年度业务数据

		2020	2021	2022	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2
纤维素醚	营收 (百万元)	899	976	1156	422	477	465	510	559	597
	毛利 (百万元)	290	315	354	138	152	159	156	186	168
	毛利率	32.3%	32.3%	30.6%	32.7%	31.8%	34.2%	30.5%	33.2%	28.1%
	销量 (吨)	35194	35217	34619						
	单吨价格 (万元/吨)	2.56	2.77	3.34						
植物胶囊	营收 (百万元)	196	317	276	88	108	147	170	179	97
	毛利 (百万元)	123	202	165	55	69	98	104	113	52
	毛利率	62.9%	63.7%	60.0%	62.0%	63.6%	66.5%	61.2%	63.0%	54.3%
	销量 (亿粒)	89.71	141.53	119.93						
	单吨价格 (万元/亿粒)	218.25	224.30	230.02						
原乙酸三甲酯	营收 (百万元)	87	55	44	54	33	34	21	29	15
	毛利 (百万元)	32	12	2	23	9	9	3	5	-3
	毛利率	36.9%	21.5%	4.2%	42.0%	28.3%	27.2%	12.5%	16.8%	-19.3%
双丙酮丙烯酰胺	营收 (百万元)	41	49	35	18	24	25	25	22	13
	毛利 (百万元)	14	13	9	7	7	7	6	8	1
	毛利率	32.8%	26.6%	26.7%	38.7%	28.5%	27.6%	25.7%	36.3%	10.8%
石墨类化工设备	营收 (百万元)	35	37	48	16	18	20	17	24	24
	毛利 (百万元)	12	12	20	6	6	6	5	10	10
	毛利率	33.9%	31.5%	42.2%	35.7%	32.3%	32.5%	30.4%	43.0%	41.4%
其他化工产品	营收 (百万元)	49	123	158	18	31	60	62	89	68
	毛利 (百万元)	9	14	36	3	6	11	3	16	20
	毛利率	18.6%	11.5%	22.6%	18.6%	18.6%	18.1%	5.1%	17.7%	29.1%
营业收入 (百万元)		1309	1560	1723	617	692	753	808	907	816
毛利润 (百万元)		481	570	589	232	250	292	279	341	248
毛利率		36.8%	36.6%	34.2%	37.6%	36.1%	38.8%	34.5%	37.6%	30.4%
归母净利润 (百万元)		252	330	354	121	131	186	144	225	128

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级：受美国通胀影响，公司植物胶囊下游需求承压，我们调整公司业绩，预计2023/2024/2025年归母净利润分别为3.71/4.84/6.12亿元，对应PE为18、14、11倍，公司未来成长路径清晰：高青项目逐渐落地、植物胶囊产能逐步释放、植物肉未来量产，因此维持“买入”评级。
- 风险提示：上游原材料价格波动风险，产品价格下跌风险，下游终端房地产、医药、食品行业需求不及预期，新建项目产能建设及投产进度低于预期，欧美通胀率维持高位。

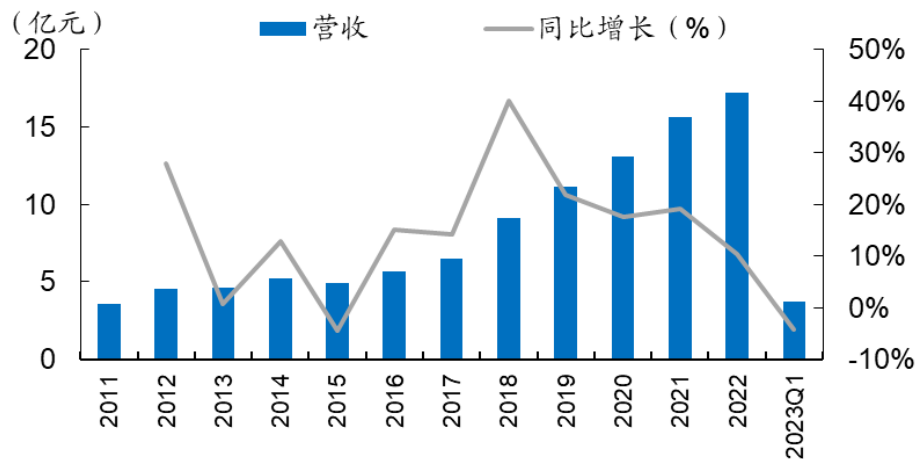
图表：盈利预测（2023年5月5日）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1723.48	2042.24	2429.05	2815.65
增长率(%)	10.44	18.50	18.94	15.92
归母净利润（百万元）	353.80	371.38	484.23	611.81
增长率(%)	7.36	4.97	30.39	26.35
摊薄每股收益（元）	1.04	1.08	1.41	1.79
ROE(%)	18.80	16.48	17.69	18.27
P/E	21.56	17.71	13.58	10.75
P/B	4.08	2.92	2.40	1.96
P/S	4.45	3.22	2.71	2.34
EV/EBITDA	17.40	13.14	9.82	7.69

资料来源：wind，国海证券研究所

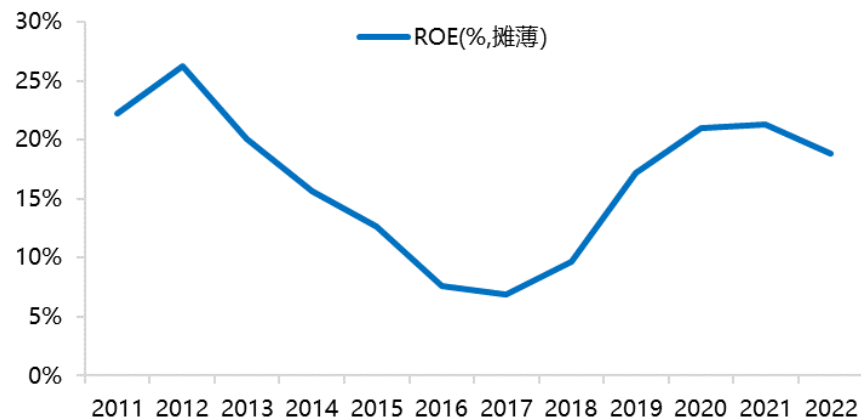
# 2022年归母净利润同比上升7.36%

### 图表：2022年营收同比上升10.44%



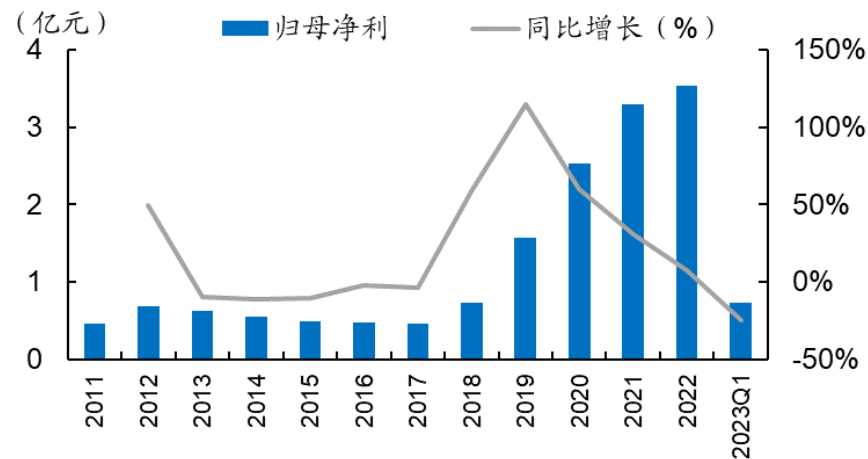
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：2022年净资产收益率略有下降



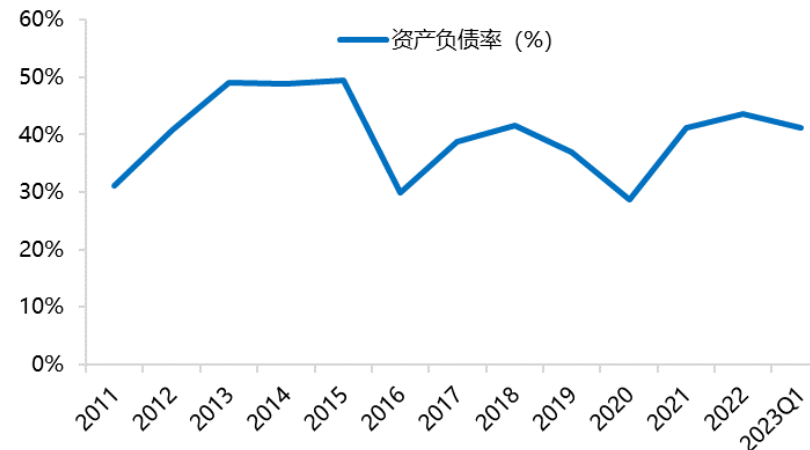
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：2022年归母净利润同比上升7.36%



资料来源：wind，国海证券研究所

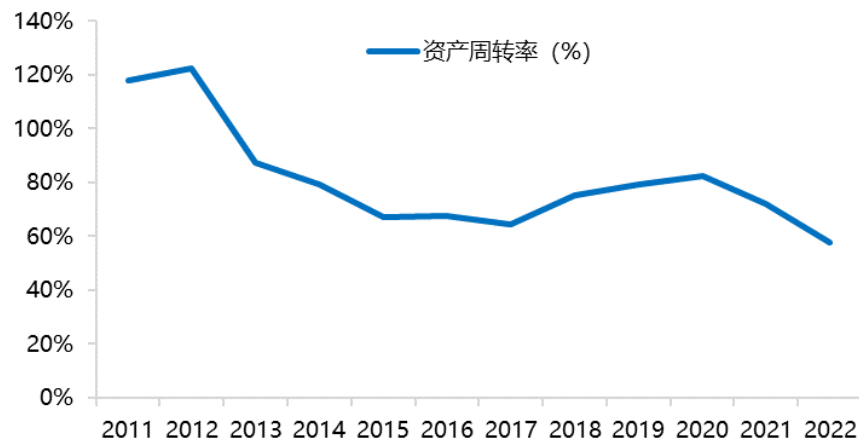
### 图表：2022年资产负债率相对稳定



资料来源：wind，国海证券研究所

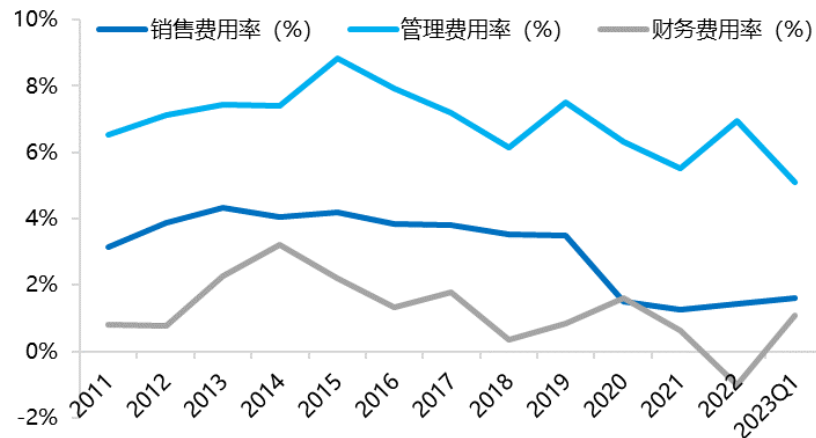
# 2022年销售毛利率为34.2%

### 图表：2022年资产周转率下降



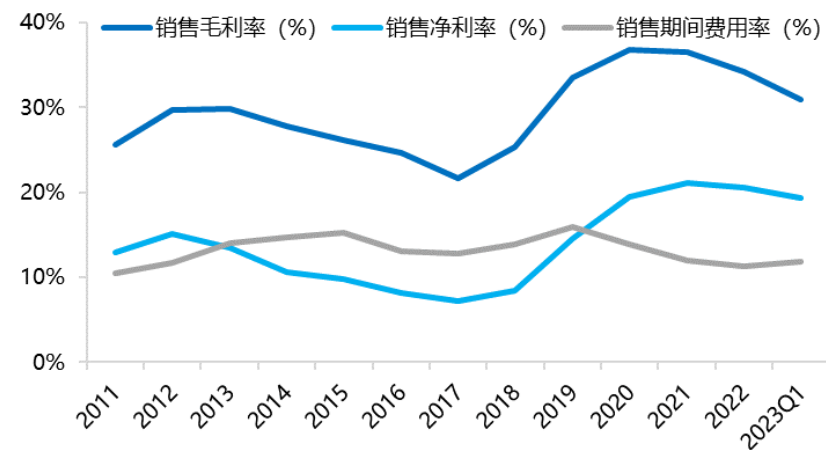
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：2022年销售费用率上升



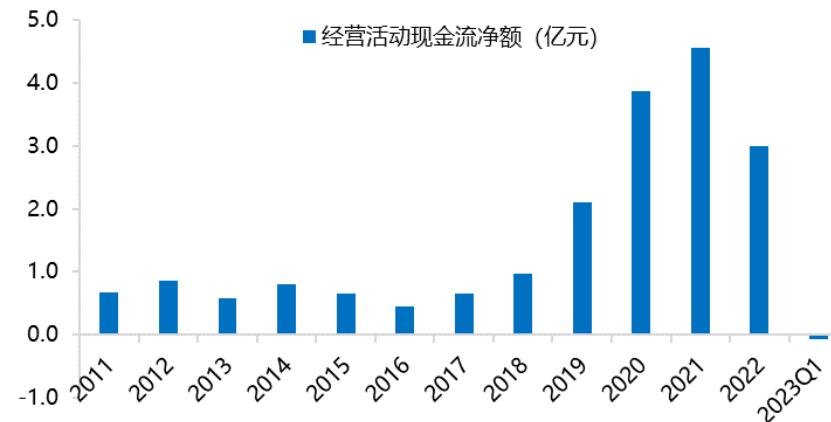
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：2022年销售毛利率34.2%



资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：2022年经营活动现金流净额3.00亿元

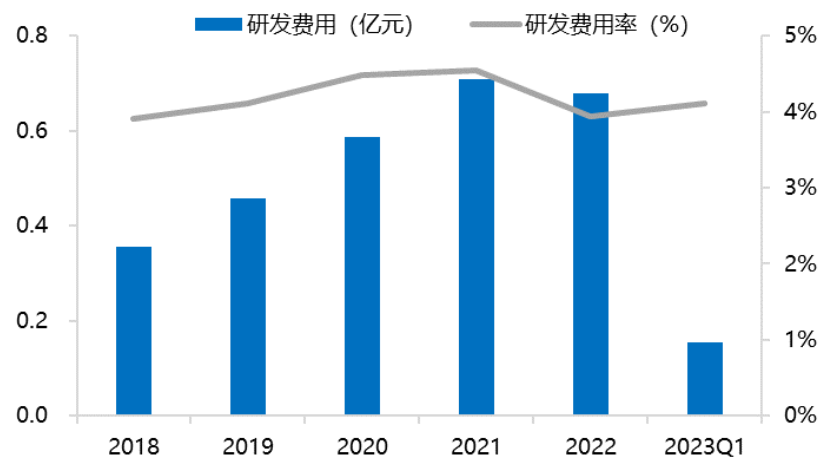


资料来源：wind，国海证券研究所



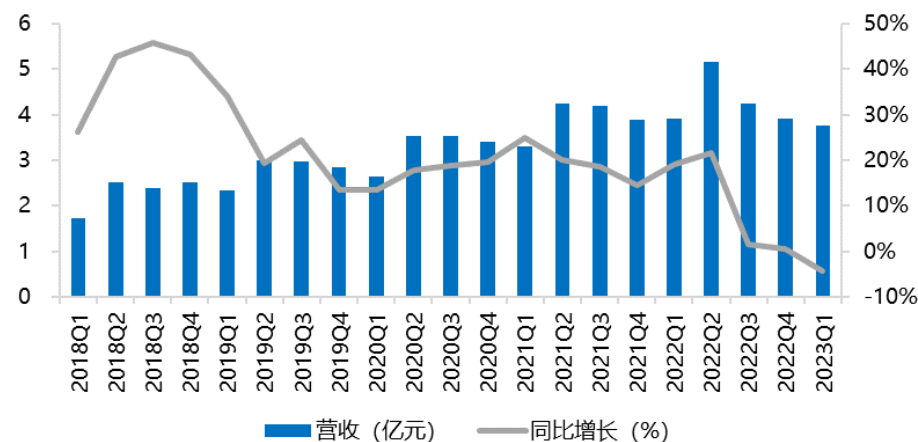
# 2023Q1归母净利环比增长51.83%

图表：2022年研发费用0.68亿元



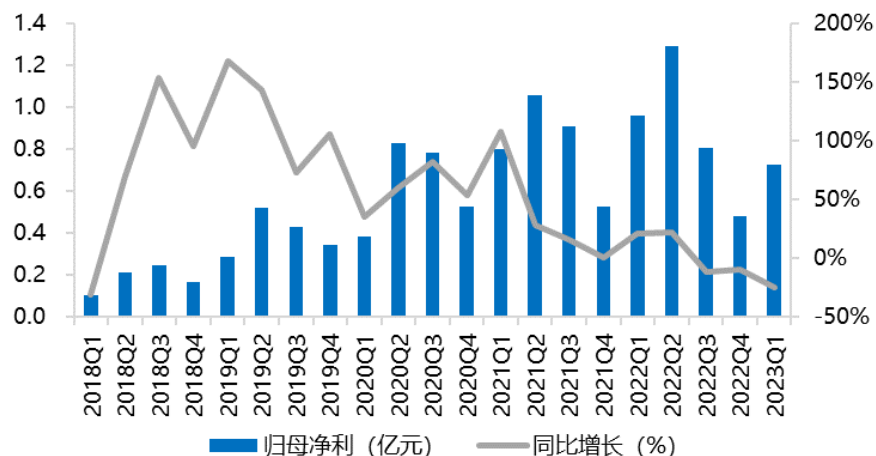
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度营业收入



资料来源：wind，国海证券研究所

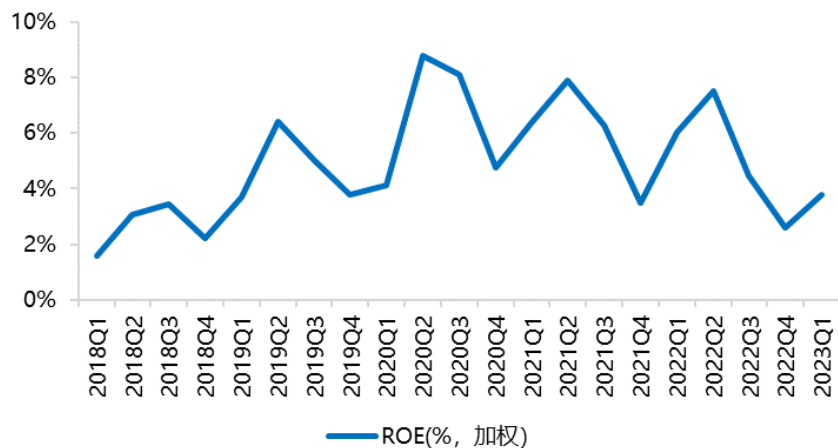
图表：季度归母净利润



资料来源：wind，国海证券研究所

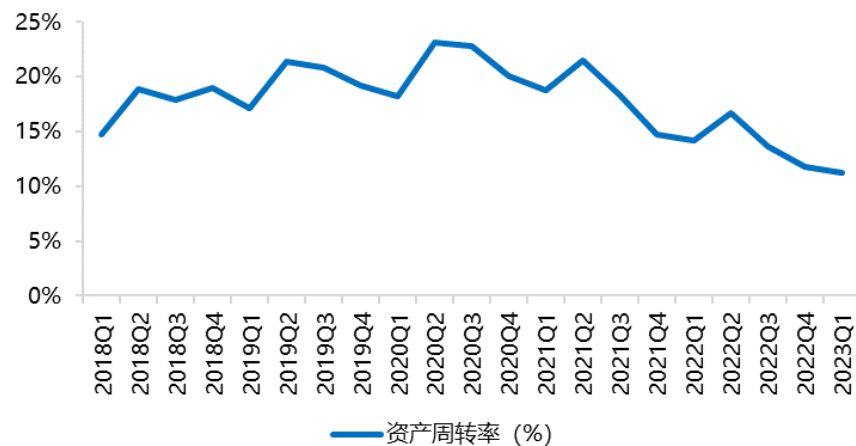
# 2023Q1销售毛利率31.00%

图表：季度净资产收益率



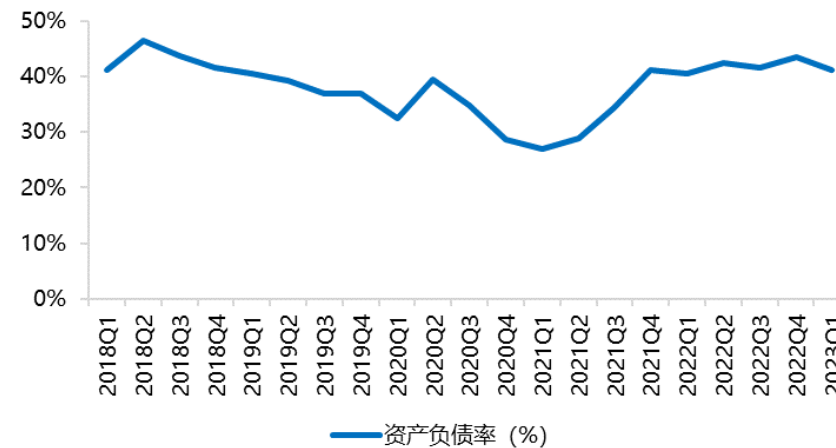
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



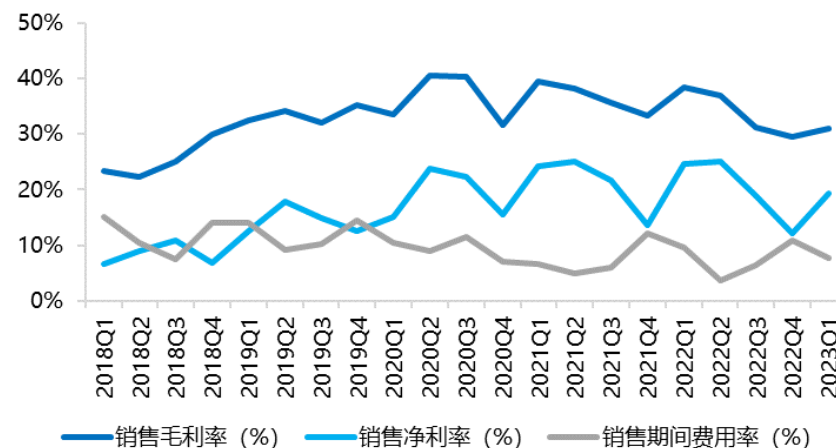
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

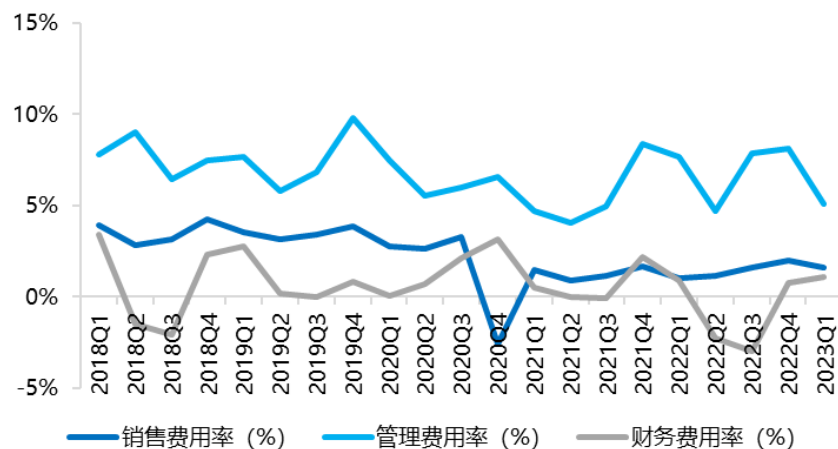
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

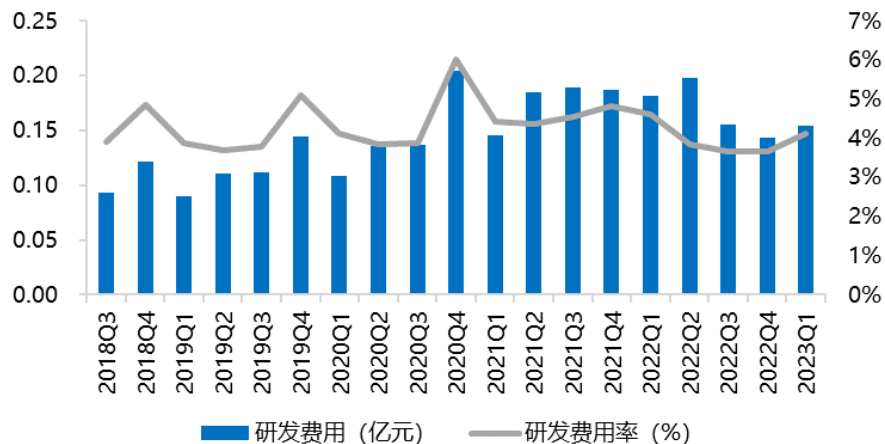
# 2023Q1销售及管理费用率下降

图表：季度期间费用率



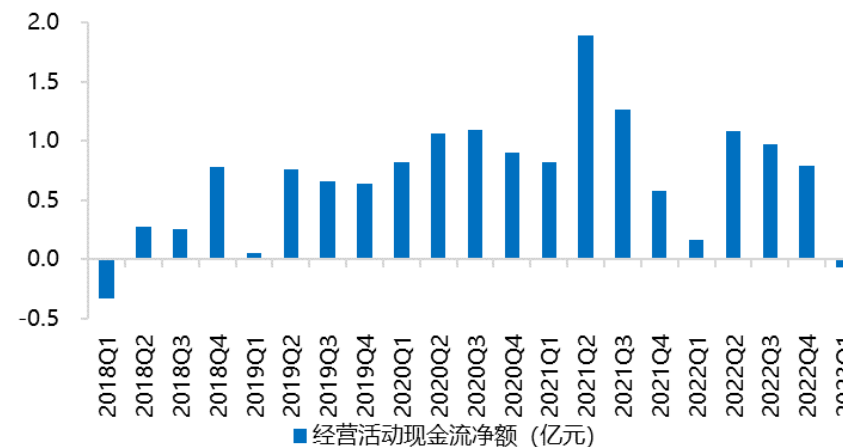
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用



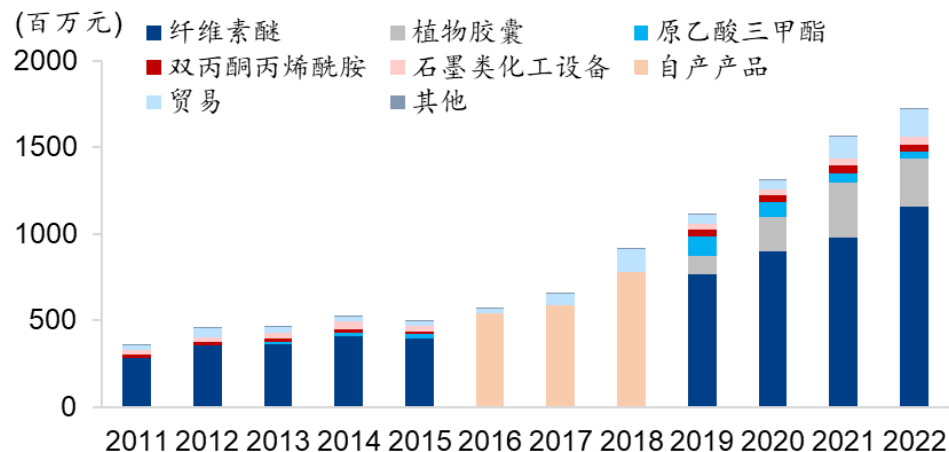
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1经营活动现金流净额-677.75万元



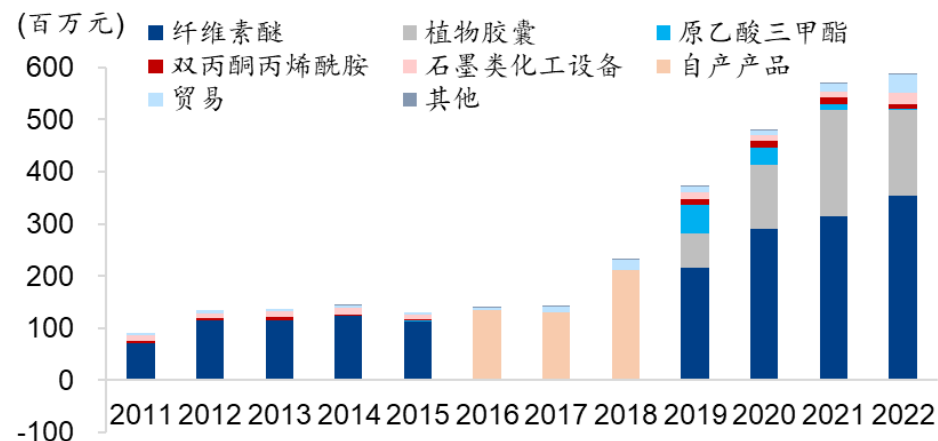
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要业务收入情况



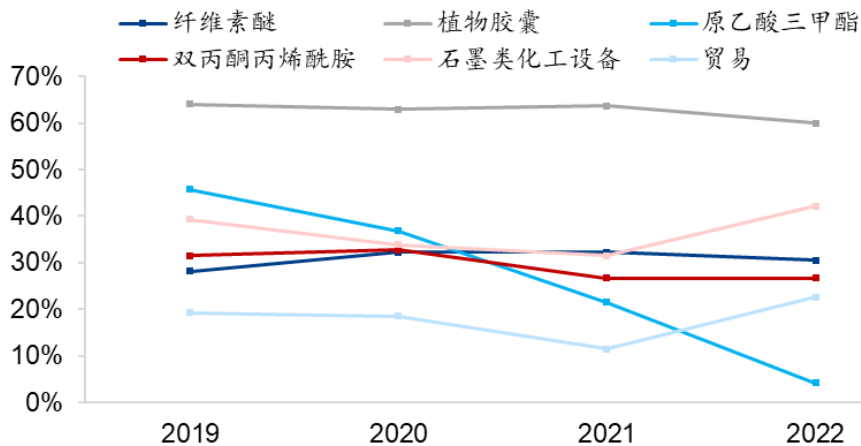
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要业务毛利情况



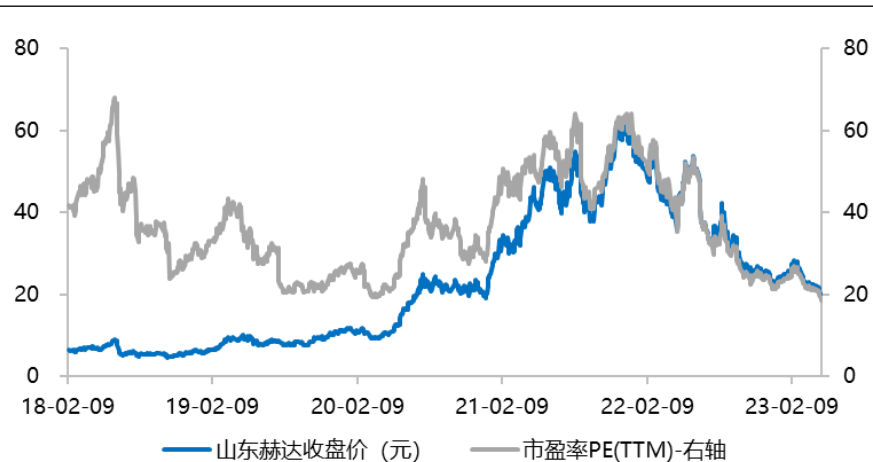
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要业务毛利率情况



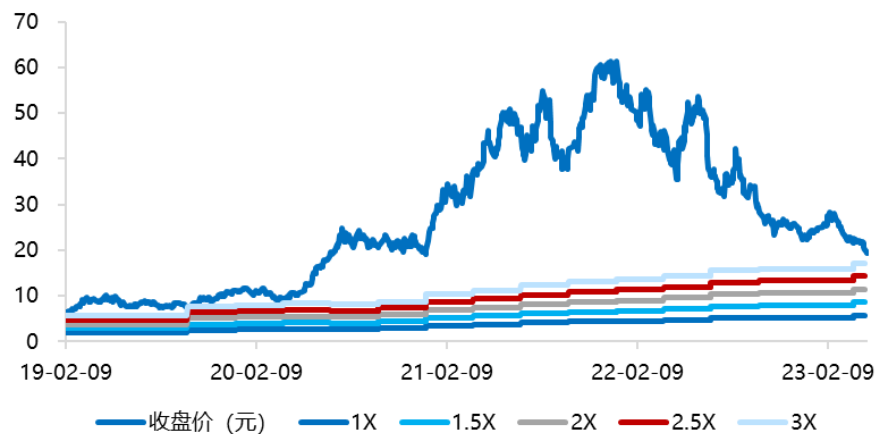
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：收盘价及PE (TTM)



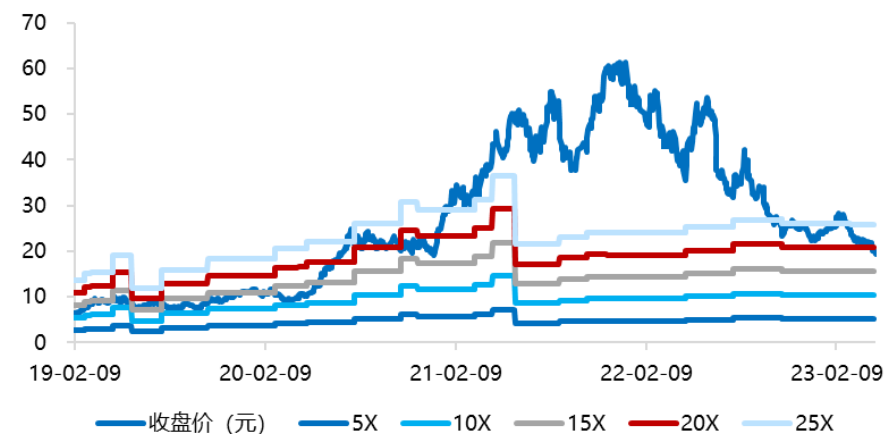
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

# 山东赫达盈利预测表

证券代码： 002810.SZ

股价： 19.21

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230505

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	151	220	150	125	营业收入	1723	2042	2429	2816	每股指标				
应收款项	368	411	504	577	营业成本	1134	1397	1620	1826	EPS	1.04	1.08	1.41	1.79
存货净额	242	313	354	404	营业税金及附加	16	20	22	24	BVPS	5.49	6.58	7.99	9.78
其他流动资产	96	103	127	141	销售费用	25	31	24	28	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>858</b>	<b>1047</b>	<b>1135</b>	<b>1247</b>	管理费用	120	123	142	158	P/E	21.6	17.7	13.6	10.8
固定资产	802	1361	1870	2332	财务费用	-18	3	12	13	P/B	4.1	2.9	2.4	2.0
在建工程	1412	1338	1363	1342	其他费用/(-收入)	68	85	100	113	P/S	4.5	3.2	2.7	2.3
无形资产及其他	223	256	270	294	营业利润	411	429	555	699	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	37	43	55	64	营业外净收支	-2	-1	-1	0	盈利能力				
<b>资产总计</b>	<b>3331</b>	<b>4044</b>	<b>4693</b>	<b>5279</b>	利润总额	410	429	553	699	ROE	19%	16%	18%	18%
短期借款	230	320	298	140	所得税费用	56	57	69	87	毛利率	34%	32%	33%	35%
应付款项	632	749	886	989	净利润	354	371	484	612	期间费率	7%	8%	7%	7%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	21%	18%	20%	22%
其他流动负债	172	207	237	267	归属于母公司净利润	354	371	484	612	成长能力				
<b>流动负债合计</b>	<b>1035</b>	<b>1277</b>	<b>1421</b>	<b>1395</b>	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	10%	18%	19%	16%
长期借款及应付债券	358	458	478	478	经营活动现金流	300	544	698	852	利润增长率	7%	5%	30%	26%
其他长期负债	57	57	57	57	净利润	354	371	484	612	营运能力				
<b>长期负债合计</b>	<b>415</b>	<b>515</b>	<b>535</b>	<b>535</b>	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.50	0.52	0.53
<b>负债合计</b>	<b>1450</b>	<b>1791</b>	<b>1956</b>	<b>1930</b>	折旧摊销	105	158	214	255	应收账款周转率	4.69	5.01	4.84	4.91
股本	342	342	342	342	公允价值变动	1	0	0	0	存货周转率	7.12	6.53	6.86	6.97
股东权益	1882	2253	2737	3349	营运资金变动	-132	27	6	-9	偿债能力				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3331</b>	<b>4044</b>	<b>4693</b>	<b>5279</b>	投资活动现金流	-487	-639	-737	-690	资产负债率	44%	44%	42%	37%
					资本支出	-468	-669	-761	-714	流动比	0.83	0.82	0.80	0.89
					长期投资	-22	-11	-14	-12	速动比	0.57	0.55	0.53	0.58
					其他	3	41	39	37					
					筹资活动现金流	197	164	-32	-186					
					债务融资	225	190	-2	-158					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-28	-26	-30	-28					
					现金净增加额	16	69	-70	-25					

## 化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

## 分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。



国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋

国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597