

# 二季度业绩稳定增长，植物胶囊持续扩张

山东赫达 (002810)

## 事件

公司发布 2022 半年报，2022 年 H1 实现营收 9.07 亿元，同比+20.5%；实现归母净利 2.25 亿元，同比+21.3%。其中 2022Q2 实现营收 5.16 亿元，同比+21.7%，环比+31.6%；实现归母净利 1.29 亿元，同比+21.8%，环比+33.9%。

## 简评

### 上半年业绩稳步增长，毛利率维持高位

2022 年上半年公司主要产品纤维素醚的营收同比增长 20.2%至 5.59 亿元，毛利率同比下滑 1pct 至 33.2%；植物胶囊的营收同比增长 21.8%至 1.79 亿元，毛利率同比下滑 3.5pct 至 63.0%。营收方面，由于 2021 年 H1 价格低基数的原因，产品价格同比增长，叠加产销持续放量，导致营收实现增长；毛利率方面，2022 年 H1 公司重要原材料棉短绒、一氯甲烷以及国际海运费的价格同比大增，叠加下游库存偏高抑制短期需求，对毛利率造成了一定压制。展望下半年，7 月份环氧丙烷、一氯甲烷、棉短绒以及海运费价格均有所回落，预计下半年公司毛利率将维持高位。

### 纤维素醚国内龙头，行业需求持续增长

公司是我国纤维素醚行业龙头企业，目前产品以 HPMC、HEMC 为主，覆盖中高端建材级、医药级、食品级非离子型领域，并持续向高端产品延拓。从行业需求来看，建材领域，纤维素醚因其增稠、保水、缓凝的特性应用广泛，受预拌砂浆使用率提升的拉动，需求持续增加；医药、食品领域，纤维素醚作为辅材和健康添加剂的形式进行应用，产品附加值高，同时在我国市场处于渗透率和国产化率的供需双重提升进程中。产能方面，公司现有纤维素醚产能 3.4 万吨，根据 2022 年中报，公司在建 4.1 万吨项目工程进度为 57.6%，产能释放后公司整体产能将达 7.5 万吨，增厚公司业绩。

### 植物胶囊一体化优势明显，产能稳步扩张

公司通过自供的医药级 HPMC 纤维素醚生产植物胶囊，在品控和毛利率上均有显著优势。从市场需求上看，植物胶囊相比传统的明胶胶囊具有安全性高、污染低、稳定性高、有效期长等优势，随着全球素食主义/环保主义者的增加，植物胶囊的替代率有望持续提升。根据 2021 年年报，公司现有植物胶囊产能 277 亿粒，在建产能 73 亿粒，合计产能 350 亿粒。公司另于 2022 年 4 月发布可转债公告，其中包含 150 亿粒植物胶囊项目（项目备案中，无需环评），预计 2024 年公司整体产能将达 500 亿粒。

首次评级

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执证编号：S1440521100005

发布日期：2022 年 07 月 31 日

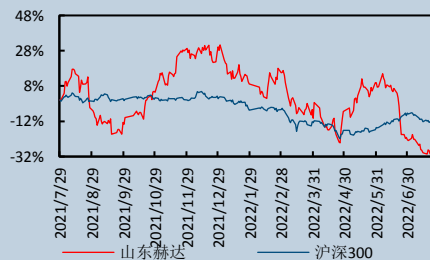
当前股价：36.59 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-0.08/5.81	-12.62/-20.39	-17.44/-6.2
12 月最高/最低价 (元)			62.47/31.55
总股本 (万股)			34,257.6
流通 A 股 (万股)			31,454.79
总市值 (亿元)			125.35
流通市值 (亿元)			115.09
近 3 月日均成交量 (万股)			498.11
主要股东			
毕心德			26.76%

## 股价表现



## 相关研究报告

### 植物肉市场广阔，公司提前卡位构筑先发优势

随着全球生态环境的变化、人口的增长、以及绿色健康理念的深化，发展“替代肉类”是大势所趋，根据《中国植物肉市场洞察》，预计 2030 年全球肉类市场规模将达 1.4 万亿美元，其中“替代肉类”市场占比将从目前的补刀 1% 提升至 10%，达 1400 亿美元。目前“替代肉类”主要分为植物蛋白肉和细胞培养肉，植物蛋白肉商品化程度高，发展前景明朗，而细胞培养肉则面临法律、技术、高成本等问题，目前仍处于实验室阶段。公司在 2020 年参股投资米特加植物基食品公司，米特加在 2021 年 8 月实现了一期 700 吨工厂的完工投产，于 2022 年 5 月开启了 10 万吨项目的开工建设，总投资 15 亿元。公司与米特加携手，不仅实现了食品级纤维素醚与植物肉的上下游协同，并且有效拓展了公司的业务空间。

**盈利预测与估值：**长期来看，公司纤维素醚和植物胶囊两大业务的产能持续扩张，且植物胶囊依托一体化优势享受高盈利，远期可向下游植物肉赛道拓展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.79、6.70、8.46 亿元，对应 PE 分别为 26.3X、18.8X、14.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

原材料价格波动；下游需求不及预期；行业竞争加剧；项目投产不及预期等。

**图表1： 预测和比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,309	1,560	2,096	2,632	3,134
增长率(%)	17.6	19.2	34.3	25.6	19.1
净利润(百万元)	252	330	479	670	846
增长率(%)	60.0	30.6	45.5	39.7	26.4
毛利率(%)	36.8	36.6	37.8	40.3	41.5
净利率(%)	19.3	21.1	22.9	25.4	27.0
ROE(%)	21.2	21.3	24.1	25.8	25.0
EPS(摊薄/元)	1.26	0.96	1.40	1.96	2.47
P/E(倍)	29.3	38.3	26.3	18.8	14.9
P/B(倍)	6.1	8.1	6.3	4.8	3.7

资料来源: Wind, 中信建投

## 报表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	673	810	879	1431	1784	<b>营业收入</b>	1309	1560	2145	2632	3134
现金	223	166	34	479	627	营业成本	828	990	1308	1563	1832
应收票据及应收账款合计	223	302	412	469	578	营业税金及附加	13	11	18	23	27
其他应收款	1	22	10	30	17	销售费用	20	20	24	29	34
预付账款	13	24	26	35	38	管理费用	83	86	128	157	187
存货	110	232	220	320	313	研发费用	59	71	90	110	131
其他流动资产	103	64	177	97	211	财务费用	21	10	6	-2	-18
<b>非流动资产</b>	1016	1825	2198	2472	2730	资产减值损失	-7	-1	2	0	-10
长期投资	26	19	15	12	9	公允价值变动收益	8	1	3	3	4
固定资产	674	761	1144	1424	1672	其他收益	6	7	5	6	6
无形资产	128	187	200	217	238	投资净收益	8	5	6	6	6
其他非流动资产	189	859	839	818	811	<b>营业利润</b>	295	377	586	770	971
<b>资产总计</b>	1690	2636	3078	3903	4514	营业外收入	3	1	1	2	2
<b>流动负债</b>	393	842	706	999	765	营业外支出	4	0	3	3	3
短期借款	85	195	290	195	195	<b>利润总额</b>	294	377	584	769	970
应付票据及应付账款合计	153	509	221	590	336	所得税	39	47	73	94	122
其他流动负债	155	138	195	214	233	<b>净利润</b>	255	330	512	674	847
<b>非流动负债</b>	93	245	248	230	201	少数股东损益	2	0	3	2	3
长期借款	54	182	185	167	138	<b>归属母公司净利润</b>	252	330	509	673	844
其他非流动负债	39	63	63	63	63	EBITDA	382	488	699	919	1147
<b>负债合计</b>	486	1087	955	1229	965	EPS (元)	1.26	0.96	1.49	1.96	2.46
少数股东权益	0	0	3	4	7						
股本	201	343	343	343	343	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	246	132	132	132	132	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
留存收益	770	1099	1576	2196	2978	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	1203	1548	2121	2669	3542	营业收入(%)	17.6	19.2	37.5	22.7	19.1
<b>负债和股东权益</b>	1690	2636	3078	3903	4514	营业利润(%)	58.2	27.8	55.6	31.5	26.0
						归属于母公司净利润(%)	60.0	30.6	54.6	32.1	25.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	36.8	36.6	39.0	40.6	41.5
						净利率(%)	19.3	21.1	23.7	25.6	26.9
						ROE(%)	21.2	21.3	25.3	25.5	24.7
						ROIC(%)	24.5	21.7	22.5	28.4	28.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	28.8	41.3	31.0	31.5	21.4
						净负债比率(%)	-3.5	13.7	24.1	-2.4	-6.8
						流动比率	1.7	1.0	1.2	1.4	2.3
						速动比率	1.4	0.7	0.9	1.1	1.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
						应收账款周转率	6.2	6.0	6.1	6.1	6.1
						应付账款周转率	6.0	5.1	5.4	5.3	5.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.26	0.96	1.49	1.96	2.46
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	1.27	0.67	2.95	1.86
						每股净资产(最新摊薄)	5.99	4.52	5.91	7.70	9.99
						<b>估值比率</b>					
						P/E	28.0	36.6	23.6	17.9	14.3
						P/B	5.9	7.8	6.0	4.6	3.5
						EV/EBITDA	31.4	25.1	17.9	13.0	10.3

资料来源: 公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

**卢昊：**中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 5 年化工实业和 5 年行业研究经验。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk