

## 国内纤维素醚龙头，产能与市场双扩张

### 投资要点

- **事件:** 公司 2020 年实现营业总收入 13.1 亿元, 同比增长 17.6%; 营业利润 2.9 亿元, 同比增长 58.2%, 毛利率同比上升 3.3 个百分点; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.4 亿元, 较上年同期增长 58.2%。其中: 纤维素醚事业部实现营业收入 10.1 亿元; 石墨设备事业部实现收入 3542.0 万元; 子公司赫尔希胶囊实现收入 2.0 亿元, 年销售各类胶囊 91.6 亿粒; 子公司福川化工实现收入 1.4 亿元。
- **大规模布局新产能, 行业龙头地位进一步巩固:** 公司是未来行业扩产主力: 公司规划以子公司淄博赫达为主体投资 13.2 亿元建设 4.1 万吨/年纤维素醚项目, 一期 3.1 万吨/年与二期 1 万吨/年预计分别于 2022 年、2023 年投产, 达产后预计实现利润 2.6 亿元。据百川资讯统计, 未来三年行业新增产能为 10.1 万吨, 其中近四成来自赫达, 随着产能持续扩张, 公司在行业内话语权进一步增强。
- **胶囊业务高速发展, 成为重要利润来源:** 依托公司医药级 HPMC 产品优势, 全资子公司赫尔希是国内唯一拥有原材料到产品一体化产业布局的植物胶囊生产厂商, 产品经过各大国际标准认证, 深受海外客户认可。赫尔希现有植物胶囊产能 90 亿粒/年, 2020 年共计销售胶囊 91.6 亿粒, 实现营收 2.0 亿元, 同比增长 81.7%, 实现净利润 0.61 亿元, 同比大增 92.8%。此外, 公司分两次共投资 3.05 亿元新建 34 条生产线, 竣工后产能将达到 350 亿粒/年, 预计每年将消耗约 4000 吨医药级纤维素醚, 有效地解决了公司纤维素醚扩产后的销售问题。
- **布局人造肉蓝海市场, 发掘新增长点:** 2019 全球植物人造肉市场规模约 121 亿美元, 预计将以 15% 的速度增长, 至 2025 年将达到 279 亿美元, 而在中国植物人造肉市场尚处于初级阶段。2020 年 11 月, 公司与合作方高起共同投资成立米特加(上海)食品科技有限公司, 由公司持股 30%。米特加公司将自主研发、生产并销售人造肉相关产品, 助力公司纤维素醚产业链的延伸与布局, 促进公司未来在食品领域可持续发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.81 元、2.45 元、3.52 元, 分别对应 34、25、17 倍 PE, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 项目不达预期风险、原材料价格波动风险。

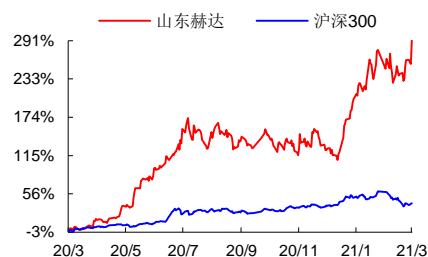
| 指标/年度         | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1308.89 | 1417.49 | 1858.49 | 2541.24 |
| 增长率           | 17.62%  | 8.30%   | 31.11%  | 36.74%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 252.23  | 364.32  | 491.30  | 707.90  |
| 增长率           | 60.02%  | 44.44%  | 34.86%  | 44.09%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 1.26    | 1.81    | 2.45    | 3.52    |
| 净资产收益率 ROE    | 21.17%  | 24.21%  | 25.54%  | 27.93%  |
| PE            | 49      | 34      | 25      | 17      |
| PB            | 10.20   | 8.10    | 6.35    | 4.83    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 2.01       |
| 流通 A 股(亿股)   | 1.80       |
| 52 周内股价区间(元) | 15.8-61.12 |
| 总市值(亿元)      | 122.75     |
| 总资产(亿元)      | 16.90      |
| 每股净资产(元)     | 5.99       |

### 相关研究

## 目 录

|                                    |          |
|------------------------------------|----------|
| <b>1 纤维素醚龙头深耕行业二十载，业绩持续增长.....</b> | <b>1</b> |
| 1.1 国内第一的纤维素醚供应商，管理结构清晰 .....      | 1        |
| 1.2 营收高速增长，成本控制能力优秀助力业绩腾飞 .....    | 3        |
| <b>2 盈利预测与估值.....</b>              | <b>5</b> |
| 2.1 盈利预测 .....                     | 5        |
| 2.2 相对估值.....                      | 6        |
| <b>3 风险提示 .....</b>                | <b>6</b> |

## 图 目 录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1：山东赫达发展历程 .....            | 1 |
| 图 2：山东赫达股权结构 .....            | 1 |
| 图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速 .....  | 3 |
| 图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速 ..... | 3 |
| 图 5：公司 2016 年以来净利率与毛利率 .....  | 4 |
| 图 6：公司 2016 年以来四项费用率 .....    | 4 |
| 图 7：公司 2019 年营收结构 .....       | 4 |
| 图 8：公司 2020 年营收结构 .....       | 4 |

## 表 目 录

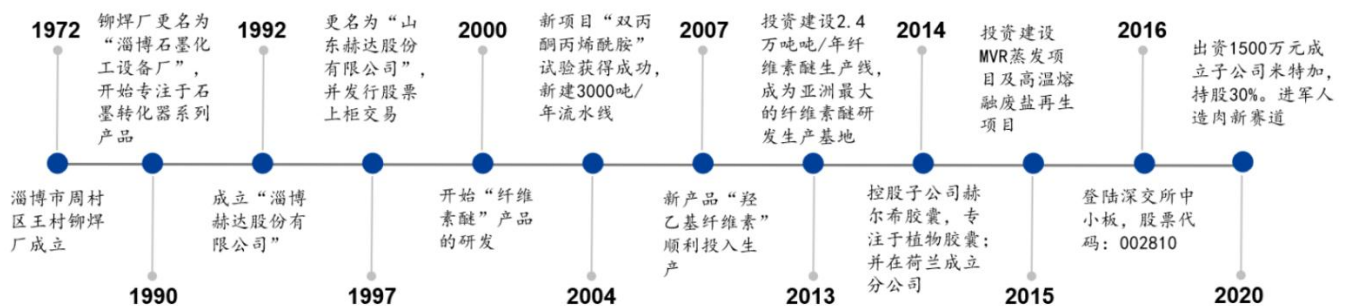
|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 表 1：山东赫达主要产品 .....               | 2 |
| 表 2：公司现有产能一览 .....               | 2 |
| 表 3：分业务收入及毛利率 .....              | 5 |
| 表 4：可比公司估值（2021/3/18 号收盘价） ..... | 6 |
| 附表：财务预测与估值 .....                 | 7 |

# 1 纤维素醚龙头深耕行业二十载，业绩持续增长

## 1.1 国内第一的纤维素醚供应商，管理结构清晰

山东赫达成立于 1992 年，总部位于山东淄博周村化工新材料产业园区。创立之初以石墨设备生产为主业，2000 年正式开始纤维素醚产品的研发生产，2007 年羟乙基纤维素投产，2013 年投资建设 24000 吨/年纤维素醚生产线，成为亚洲最大的纤维素醚研发生产基地；2014 年，公司设立山东赫尔希子公司，布局纤维素醚下游植物胶囊领域；为顺应时代发展趋势，于 2020 年出资设立联营子公司米特加，进入下游人造肉行业。

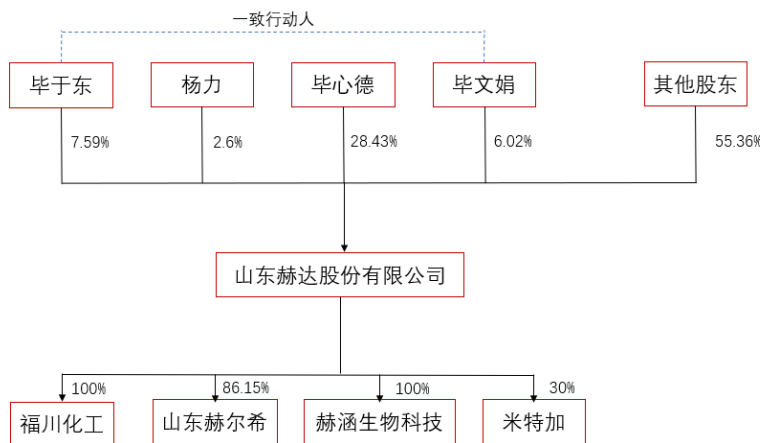
图 1：山东赫达发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

从股权结构来看，董事长毕心德持有公司 28.43% 股份，与一致行动人毕于东、杨力、毕文娟共同持有公司 44.64% 股份，为公司的实际控制人。2020 年 8 月股东大会通过非公开发行股票方案，拟非公开发行股票数量不超过 10,638,297 股，实控人的一致行动人毕于东以现金全额认购，体现了管理层对于公司经营信心，有利于公司长期稳定发展。

图 2：山东赫达股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司下设多个事业部及子公司，主要包括纤维素醚事业部、石墨设备事业部、山东赫尔希、烟台福川化工等四个重点业务板块。从产品布局上看，公司的主营业务纤维素醚产品涵盖建材级 HPMC、医药级 HPMC、食品日化级 HPMC 等多个类别；子公司赫尔希主营纤维素醚下游产品植物胶囊；福川化工主营双丙酮丙烯酰胺、原乙酸三甲酯等产品。公司在纤维素醚的产销规模、生产技术、产品种类、产品质量稳定性和生产环保措施等方面具有较强竞争实力，现已成长为国内第一、全球第四的纤维素醚供应商。2019 年，公司“卧式釜气固法纤维素混合醚清洁生产工艺”通过中国石油和化学工业联合会组织的科技成果鉴定，工艺技术达到“国内领先”水平。

**表 1：山东赫达主要产品**

| 主要产品    | 主要性能  | 下游运用                           |
|---------|---|--------------------------------|
| 建材 HPMC | 增稠，增强砂浆保水性能，改善砂浆前期粘结强度，改善施工效率。用作分散剂，提高 PVC 热稳定性 | PVC、涂料、干混砂浆、抹灰浆、石膏砂浆、蜂窝陶瓷、乳胶漆等 |
| 医药 HPMC | 增加黏度控制药品释放速度。用作包衣避免药物氧化或受潮                      | 药品包衣材料、稳定剂、助悬剂、片剂黏合剂、植物胶囊等     |
| 食品 HPMC | 增稠、改善口感，减少油脂吸附                                  | 甜点、调味料、烘焙食品、膨化食品               |
| 日化 HPMC | 增稠，抗冻，改善肤感                                      | 消毒凝胶、洗手液、洗发水等                  |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司现有羟丙基甲基纤维素（HPMC）产能 34000 吨/年，包括建材级 HPMC 30000 吨/年，医药食品级 HPMC 4000 吨/年。此外，公司正在通过全资子公司淄博赫达投建 41000 吨/年纤维素醚项目，该项目一期包括 20000 吨/年纤维素混合醚（HEMC/HPMC），10000 万吨/年 HPMC，1000 吨/年乙基纤维素醚（EC），二期包括 10000 吨/年纤维素混合醚（HEMC/HPMC），一、二期项目将分别于 2022 年、2023 年投产，产品将用于医药、建材和涂料领域，项目达产后公司纤维素醚总产能将达到 7.5 万吨，成为产能全球领先的纤维素醚龙头。

除纤维素醚之外，公司设立了石墨设备事业部，产品包括石墨换热器、吸收器、塔器设备及其配件，主要客户是化工企业，具有 30 万 m<sup>2</sup>/年的生产能力和 26 万 m<sup>2</sup>/年的维修能力。公司全资子公司福川化工具有原乙酸三甲酯产能 5000 吨/年，双丙酮丙烯酰胺产能 1000 吨/年，原乙酸三甲酯主要用于生产三氯蔗糖和贵酯，也可用于生产头孢类药物等医药产品，双丙酮丙烯酰胺则主要用于在聚合物中引入自交联体系，改善聚合物性能，广泛应用于涂料、水性漆、胶粘剂等领域。公司全资子公司赫尔希胶囊以母公司的医药级 HPMC 为原料生产空心胶囊，目前产能达 85 亿粒/年，待在建项目竣工后将达到 350 亿粒/年。

**表 2：公司现有产能一览**

| 项目主体  | 产品名称       | 现有产能   | 备注  |
|-------|------------|--|---|
| 山东赫达  | 建材级 HPMC   | 30000 吨  | 周村厂区 3 万吨/年（HPMC 约 2 万吨/年，HEMC 约 1 万吨/年），原王村厂区 8900 吨/年已关停                |
|       | 医药食品级 HPMC | 4000 吨   | 周村厂区 4000 吨/年   |
|       | 石墨类化工设备    | 生产 30 万 m <sup>2</sup> ，维修 26 万 m <sup>2</sup> |   |
| 福川化工  | 原乙酸三甲酯     | 5000 吨   |   |
|       | 双丙酮丙烯酰胺    | 1000 吨   |   |
| 赫尔希胶囊 | HPMC 植物胶囊  | 85 亿粒  | 1) 115 亿粒/年产能在建，预计 2022 年 5 月竣工<br>2) 将投资 1.87 亿元对各胶囊车间进行改造升级或新建，计划于 2023 |

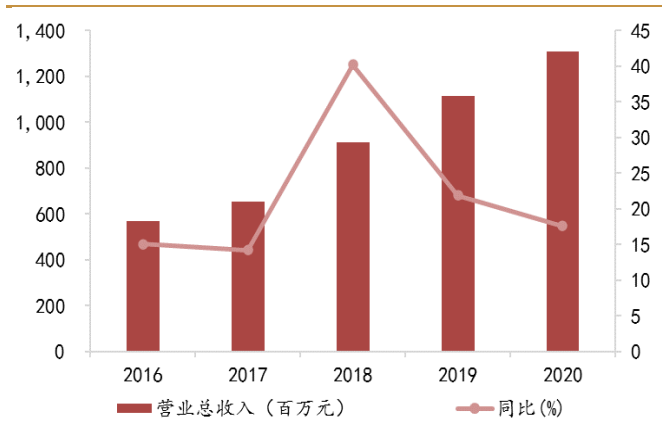
| 项目主体 | 产品名称 | 现有产能   | 备注                            |
|------|------|--------|-------------------------------|
|      |      |        | 年3月底前全部建成投产,完成后总产能将达到350亿粒/年。 |
| 淄博赫达 | 纤维素醚 | 41000吨 | 在建项目,其中一期31000吨/年,二期10000吨/年  |

数据来源:公司公告,西南证券整理

## 1.2 营收高速增长,成本控制能力优秀助力业绩腾飞

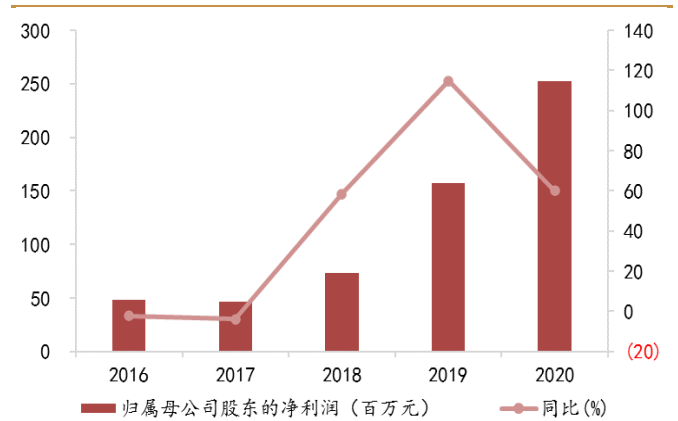
2016年-2020年,公司营收增速一直保持在15%以上,2018年公司20000吨/年纤维素醚改建项目投产,将当年营收和归母净利润增速分别抬升至40.2%、58.5%;2019年,公司2万吨项目与子公司赫尔希公司产线逐步达产,福川公司双丙酮丙烯酸酰胺及原乙酸三甲酯生产线改造降本增效提升利润,年内归母净利润为1.6亿元,同比+114.7%;2020年,公司业绩增速略有放缓,实现营业收入13.1亿元,同比+17.6%,归母净利润2.5亿元,同比+60.0%,扣非净利润2.4亿元,同比+58.2%。

图3:公司2016年以来营业收入及增速



数据来源:Wind,西南证券整理

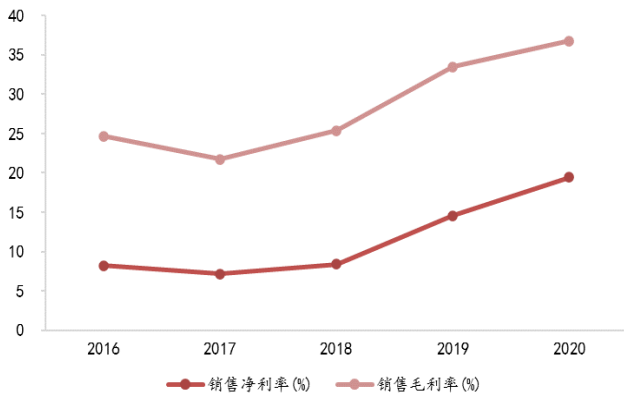
图4:公司2016年以来归母净利润及增速



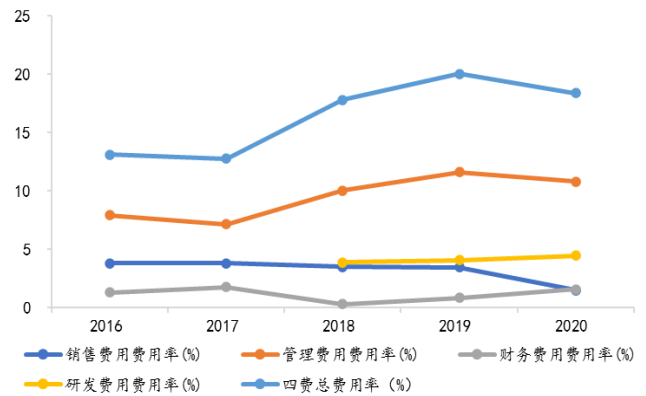
数据来源:Wind,西南证券整理

2015-2017年间受到宏观经济景气度下降、国内外需求增速放缓、原料价格上涨等因素影响,公司建材级纤维素醚毛利率呈下滑趋势,带动公司整体盈利下行。2018年,公司纤维素醚新产线逐步达产,自动化程度提高从而降低成本,高附加值的植物胶囊产品获得认可,产销量释放,使得公司盈利能力在2018年以来逐渐增强,2020年公司净利率与毛利率分别为19.5%与36.8%,较去年提升4.9与3.3个百分点。

公司期间费用率稳中略升,管理费用变动较大,主要原因是2018年股权激励计提股权激励工资与2019年薪酬、折旧费及环保投入有所增加;2020年,在营收增长的前提下管理费用绝对值几乎保持不变,使得全年四项费用率下降至18.4%。另外,公司注重研发投入,2020年研发费用同比+28.2%,年内研发项目完成进度17/18,从而拓宽了公司产品应用范围,提高产品技术含量、附加值及市场占有率,为公司可持续发展奠定了坚实的基础。

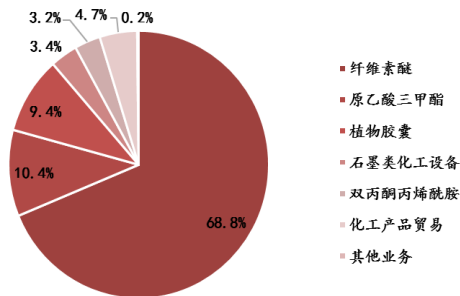
**图 5: 公司 2016 年以来净利率与毛利率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

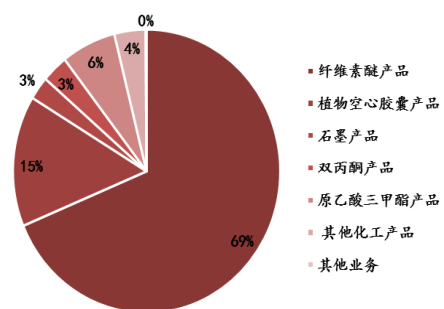
**图 6: 公司 2016 年以来四项费用率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

从产品结构上看, 纤维素醚板块是贡献业绩的主力, 在 2019 年营收和毛利结构中分别占到 68.8% 和 57.8%, 原乙酸三甲酯与植物胶囊分别贡献了营业收入的 10.4% 和 9.4%, 这两项产品毛利率情况较好, 分别贡献了毛利润的 14.3% 和 17.9%; 2020 年营收结构基本保持不变, 纤维素醚营收仍旧保持 69% 的占比。除此之外, 公司其他业务还包括石墨类化工设备、双丙酮丙烯酰胺、化工产品贸易和其他业务。

**图 7: 公司 2019 年营收结构**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 8: 公司 2020 年营收结构**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司 2021-2023 年建材级纤维素醚价格均为 22000 元/吨，医药食品级纤维素醚价格均为 60000 元/吨，植物胶囊价格均为 220 元/万粒。

假设 2：2022 与 2023 年公司建材级纤维素醚新产能如期投产，新产能年化开工率分别为 30%、20%；2022 年医药级与涂料级纤维素醚新产能如期投产，新产能年化开工率为 30%；2022 与 2023 年植物胶囊新产能如期投产，新产能年化开工率分别为 50%、60%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元    |     | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 建筑级纤维素醚   | 收入  | 655.5  | 705.00 | 783.33 | 991.70 |
|           | 增速  |        | 7.55%  | 11.11% | 26.60% |
|           | 毛利率 | 26.69% | 35.30% | 35.30% | 35.30% |
| 医药食品级纤维素醚 | 收入  | 243.91 | 240.00 | 440.00 | 756.00 |
|           | 增速  |        | -1.61% | 83.33% | 71.82% |
|           | 毛利率 | 47.23% | 48.59% | 48.59% | 48.59% |
| 涂料级纤维素醚   | 收入  |        |        | 60.00  | 60.00  |
|           | 增速  |        |        |        | 0.00%  |
|           | 毛利率 |        |        | 30.00% | 30.00% |
| 植物胶囊      | 收入  | 195.8  | 260.05 | 362.21 | 520.10 |
|           | 增速  |        | 32.82% | 39.29% | 43.59% |
|           | 毛利率 | 62.88% | 57.22% | 56.51% | 55.79% |
| 原乙酸三甲酯    | 收入  | 86.702 | 81.00  | 81.50  | 82.00  |
|           | 增速  |        | -6.58% | 0.62%  | 0.61%  |
|           | 毛利率 | 36.86% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 双丙酮丙烯酰胺   | 收入  | 41.44  | 41.44  | 41.44  | 41.44  |
|           | 增速  |        | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|           | 毛利率 | 32.78% | 22.93% | 22.93% | 22.93% |
| 石墨产品      | 收入  | 34.64  | 40.00  | 40.00  | 40.00  |
|           | 增速  |        | 15.47% | 0.00%  | 0.00%  |
|           | 毛利率 | 33.87% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 贸易及其他业务   | 收入  | 50.88  | 50.00  | 50.00  | 50.00  |
|           | 增速  |        | -1.73% | 0.00%  | 0.00%  |
|           | 毛利率 | 20.9%  | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 合计        | 收入  | 1308.9 | 1417.5 | 1858.5 | 2541.2 |
|           | 增速  |        | 8.30%  | 31.11% | 36.74% |
|           | 毛利率 | 36.8%  | 40.65% | 41.70% | 42.81% |

数据来源：Wind，西南证券



## 2.2 相对估值

我们选取精细化工行业中的三家主流公司昊华科技、瑞丰高材、金禾实业作为可比公司，2020 年三家公司平均 PE 为 34 倍，2021 年平均 PE 为 22 倍。公司作为纤维素醚行业龙头，未来三年公司营收复合增长率为 24.8%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值（2021/3/18 号收盘价）

| 证券代码      | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |      | PE（倍） |       |       |       |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 19A    | 20E  | 21E  | 22E  | 19A   | 20E   | 21E   | 22E   |
| 600378.SH | 昊华科技 | 24.08 | 0.59   | 0.69 | 0.82 | 0.95 | 40.81 | 34.90 | 29.37 | 25.35 |
| 300243.SZ | 瑞丰高材 | 13.88 | 0.32   | 0.38 | 0.91 | 1.75 | 43.38 | 36.53 | 15.25 | 7.93  |
| 002597.SZ | 金禾实业 | 40.79 | 1.45   | 1.37 | 1.82 | 2.21 | 28.13 | 29.77 | 22.41 | 18.46 |
| 平均值       |      |       |        |      |      |      | 37.44 | 33.73 | 22.34 | 17.25 |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 3 风险提示

项目不达预期风险、原材料价格波动风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 营业收入          | 1308.89        | 1417.49        | 1858.49        | 2541.24        | 净利润               | 254.72         | 367.91         | 496.15         | 714.89         |
| 营业成本          | 827.71         | 841.34         | 1083.45        | 1453.43        | 折旧与摊销             | 86.38          | 90.08          | 122.92         | 157.62         |
| 营业税金及附加       | 13.13          | 12.84          | 17.39          | 23.81          | 财务费用              | 21.07          | 13.00          | 23.09          | 20.57          |
| 销售费用          | 19.58          | 35.38          | 43.24          | 57.04          | 资产减值损失            | -6.74          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 82.78          | 94.81          | 124.58         | 168.61         | 经营营运资本变动          | 1.04           | -19.97         | -48.69         | -82.26         |
| 财务费用          | 21.07          | 13.00          | 23.09          | 20.57          | 其他                | 30.71          | -2.56          | 3.63           | 1.63           |
| 资产减值损失        | -6.74          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>387.18</b>  | <b>448.47</b>  | <b>597.10</b>  | <b>812.46</b>  |
| 投资收益          | 7.63           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -22.94         | -728.97        | -516.71        | -23.38         |
| 公允价值变动损益      | 7.60           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -287.62        | -7.00          | -50.00         | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-310.56</b> | <b>-735.97</b> | <b>-566.71</b> | <b>-23.38</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>294.57</b>  | <b>420.13</b>  | <b>566.74</b>  | <b>817.78</b>  | 短期借款              | 7.38           | 313.48         | 109.66         | -508.14        |
| 其他非经营损益       | -0.86          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 长期借款              | -80.30         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>293.70</b>  | <b>420.13</b>  | <b>566.74</b>  | <b>817.78</b>  | 股权融资              | 99.98          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 38.98          | 52.22          | 70.58          | 102.89         | 支付股利              | -76.08         | -50.45         | -72.86         | -98.26         |
| 净利润           | 254.72         | 367.91         | 496.15         | 714.89         | 其他                | -2.25          | -57.25         | -23.09         | -20.57         |
| 少数股东损益        | 2.49           | 3.60           | 4.85           | 6.99           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-51.26</b>  | <b>205.78</b>  | <b>13.71</b>   | <b>-626.97</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 252.23         | 364.32         | 491.30         | 707.90         | <b>现金流量净额</b>     | <b>19.31</b>   | <b>-81.72</b>  | <b>44.10</b>   | <b>162.11</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 货币资金          | 223.47         | 141.75         | 185.85         | 347.96         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 236.87         | 271.27         | 350.43         | 477.59         | 销售收入增长率           | 17.62%         | 8.30%          | 31.11%         | 36.74%         |
| 存货            | 109.90         | 185.80         | 221.99         | 286.41         | 营业利润增长率           | 58.20%         | 42.63%         | 34.90%         | 44.30%         |
| 其他流动资产        | 103.00         | 13.29          | 15.34          | 18.52          | 净利润增长率            | 57.21%         | 44.44%         | 34.86%         | 44.09%         |
| 长期股权投资        | 25.57          | 32.57          | 82.57          | 82.57          | EBITDA 增长率        | 45.99%         | 30.15%         | 36.22%         | 39.74%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 761.98         | 1404.58        | 1802.09        | 1670.66        | 毛利率               | 36.76%         | 40.65%         | 41.70%         | 42.81%         |
| 无形资产和开发支出     | 128.56         | 125.74         | 122.93         | 120.12         | 三费率               | 9.43%          | 10.10%         | 10.27%         | 9.69%          |
| 其他非流动资产       | 100.30         | 99.39          | 98.48          | 98.48          | 净利率               | 19.46%         | 25.96%         | 26.70%         | 28.13%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>1689.64</b> | <b>2274.39</b> | <b>2879.69</b> | <b>3102.31</b> | ROE               | 21.17%         | 24.21%         | 25.54%         | 27.93%         |
| 短期借款          | 85.00          | 398.48         | 508.14         | 0.00           | ROA               | 15.08%         | 16.18%         | 17.23%         | 23.04%         |
| 应付和预收款项       | 208.51         | 224.22         | 285.20         | 381.97         | ROIC              | 24.09%         | 25.32%         | 24.87%         | 31.51%         |
| 长期借款          | 53.70          | 53.70          | 53.70          | 53.70          | EBITDA/销售收入       | 30.71%         | 36.91%         | 38.35%         | 39.19%         |
| 其他负债          | 139.03         | 78.58          | 89.95          | 107.32         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>486.25</b>  | <b>754.98</b>  | <b>936.99</b>  | <b>542.99</b>  | 总资产周转率            | 0.83           | 0.72           | 0.72           | 0.85           |
| 股本            | 200.83         | 200.83         | 200.83         | 200.83         | 固定资产周转率           | 1.88           | 1.88           | 1.69           | 1.75           |
| 资本公积          | 245.59         | 245.59         | 245.59         | 245.59         | 应收账款周转率           | 6.08           | 5.89           | 6.33           | 6.49           |
| 留存收益          | 769.77         | 1083.64        | 1502.08        | 2111.72        | 存货周转率             | 6.41           | 5.69           | 5.28           | 5.68           |
| 归属母公司股东权益     | 1203.40        | 1515.81        | 1934.25        | 2543.89        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 85.41%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.00           | 3.60           | 8.45           | 15.44          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1203.40</b> | <b>1519.41</b> | <b>1942.70</b> | <b>2559.33</b> | 资产负债率             | 28.78%         | 33.19%         | 32.54%         | 17.50%         |
| 负债和股东权益合计     | 1689.64        | 2274.39        | 2879.69        | 3102.31        | 带息债务/总负债          | 28.52%         | 59.89%         | 59.96%         | 9.89%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.71           | 0.92           | 0.92           | 2.51           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.43           | 0.64           | 0.65           | 1.87           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 30.16%         | 13.85%         | 14.83%         | 13.88%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 1.26           | 1.81           | 2.45           | 3.52           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 5.99           | 7.55           | 9.63           | 12.67          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 1.93           | 2.23           | 2.97           | 4.05           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.38           | 0.25           | 0.36           | 0.49           |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
|               | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 402.02         | 523.21         | 712.74         | 995.97         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 48.66          | 33.69          | 24.98          | 17.34          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 10.20          | 8.10           | 6.35           | 4.83           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 9.38           | 8.66           | 6.60           | 4.83           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 30.17          | 23.85          | 17.60          | 11.92          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.62%          | 0.41%          | 0.59%          | 0.80%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376   | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362   | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |