



## 买入（首次）

所属行业：化工/化学制品  
当前价格(元)：59.62

### 证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

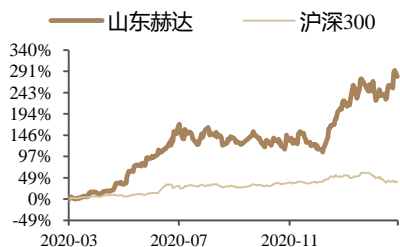
邮箱：lij3@tebon.com.cn

### 研究助理

任杰

邮箱：renjie@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.33	17.02	75.20
相对涨幅(%)	18.98	26.22	73.34

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 产品结构持续优化，植物胶囊 剑指亚洲第一品牌

## 投资要点

- 国内非离子型纤维素醚龙头，产能全面扩张奠定成长基础。** 公司是国内非离子型纤维素醚龙头，同时还具备植物胶囊、双丙酮丙烯酰胺、原乙酸三甲酯、石墨类化工设备等主营产品。公司制定5年（2021-2025）发展规划，全面扩建产能，奠定长期成长基础。**纤维素醚**：受益于国内房地产整合，国外市场逐步打开，有望凭借成本优势获取更多优质客户；同时纤维素醚持续向高端拓展，产品结构不断优化。**植物胶囊**：子公司赫尔希植物胶囊收入利润持续高速增长，充分体现产业链一体化优势，有望逐步成为全球数一数二的植物胶囊生产企业。**福川化工**：生产线改造及更新为其带来成本优势，双丙酮丙烯酰胺和原乙酸三甲酯也将成为公司业绩增长点。
- 把握明胶胶囊替代机遇，植物胶囊有望持续高增长。** 空心胶囊可以分为明胶胶囊和植物胶囊。明胶胶囊使用动物的皮和骨作为原材料，安全性难以得到保障；而植物胶囊原材料来自植物，在适用性、安全性、稳定性、环保性有着突出的优势；在健康意识以及政策驱动下，植物胶囊在发达国家正逐步取代明胶胶囊。公司有望把握住明胶胶囊替代机遇，以产业链一体化带来的成本优势迅速占领植物胶囊市场。2020年，公司植物胶囊销量近90亿粒/年，营收和净利润分别达2亿元、0.61亿元，近三年复合增速分别达60.26%、70.69%，公司的植物胶囊已处于业绩快速释放阶段，呈现较高的成长性。随着中国仿制药一致性评价、关联审批等相关政策推行，促使企业对药用辅料的质量要求提升，中国植物胶囊市场发展潜力巨大。
- 纤维素醚持续向高端延拓，产品结构不断优化。** 纤维素醚在下游企业成本中占比不高，但是客户对其质量要求严格，质量是纤维素醚生产企业发壮大的前提。公司纤维素醚质量达到发达国家严苛标准要求，在国内外已树立高品质形象。同时，公司客户拓展迅速，纤维素醚已稳定销往70多个国家和地区，2019年新增海外客户100余家。在强化纤维素醚固有优势的同时，公司持续推进纤维素醚在高端领域应用，目前公司医药级、食品级、日化级纤维素醚已经逐步放量，产品结构有望持续优化。
- 投资建议：** 预计公司2021-2023年每股收益1.88、2.72和3.79元，对应PE分别为32、22和16倍。参考SW其他化学制品板块当前平均50倍PE水平，结合行业可比公司平均估值，考虑公司三年内产能有望翻倍，业绩长期高增长有保证，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：** 新建项目投产不及预期；下游需求不及预期；产品价格波动风险。

### 股票数据

总股本(百万股):	200.83
流通A股(百万股):	180.14
52周内股价区间(元):	15.67-61.80
总市值(百万元):	11,973.35
总资产(百万元):	1,689.64
每股净资产(元):	5.99

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,113	1,309	1,946	2,555	3,214
(+/-)YOY(%)	21.9%	17.6%	48.6%	31.3%	25.8%
净利润(百万元)	158	252	377	546	760
(+/-)YOY(%)	114.7%	60.0%	49.4%	44.8%	39.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	1.26	1.88	2.72	3.79
毛利率(%)	33.5%	36.8%	39.7%	41.8%	44.1%
净资产收益率(%)	17.2%	21.0%	23.8%	25.7%	26.3%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 国内非离子型纤维素醚龙头，成长空间进一步打开.....	5
1.1. 国内非离子型纤维素醚龙头 .....	5
1.2. 业绩持续高增长，利润率逐年提升.....	7
1.3. 积极扩产，奠定长期成长基础.....	8
2. 把握明胶胶囊替代机遇，植物胶囊剑指亚洲第一品牌 .....	10
2.1. 胶囊行业空间广阔，呈寡头垄断格局.....	10
2.2. 植物胶囊有望逐步替代明胶胶囊 .....	12
2.3. 公司一体化优势显著，打造全球植物胶囊领军企业 .....	14
3. 强本固基，持续拓展高端纤维素醚.....	17
3.1. 纤维素醚应用广泛，需求稳步增长.....	17
3.1.1. 建材级纤维素醚需求主要来自基建领域.....	18
3.1.2. 全民健康意识提升，促进食品级纤维素醚增长 .....	19
3.1.3. 医药级纤维素醚作为药用辅材，市场规模不断扩大.....	20
3.2. 国内纤维素醚行业将向规模化、高质量化发展 .....	21
3.3. 公司品牌享誉海内外，持续拓展高端应用领域 .....	22
4. 盈利预测与投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 公司主营产品情况 .....	5
图 2: 公司发展历程 .....	6
图 3: 公司股权结构 (截至 2020 年 12 月 31 日) .....	7
图 4: 2020 年公司主营业务收入构成 .....	7
图 5: 2020 年公司主营业务毛利构成 .....	7
图 6: 2011-2020 年公司营收及其增速 .....	8
图 7: 2011-2020 年公司归母净利润及其增速 .....	8
图 8: 2011-2020 年公司毛利率和净利率情况 .....	8
图 9: 2020 年公司主营产品毛利率情况 .....	8
图 10: 胶囊可分为软胶囊与硬胶囊 (“空心胶囊”) .....	10
图 11: 空心胶囊生产流程 .....	10
图 12: 全球保健品市场规模及其增速 .....	10
图 13: 全球医药市场规模及其增速 .....	10
图 14: 全球空心胶囊市场规模及其增速 .....	11
图 15: 中国药用空心胶囊市场规模及其增速 .....	11
图 16: 全球空心胶囊产能分布情况 .....	11
图 17: 全球空心胶囊需求分布情况 .....	11
图 18: 全球空心胶囊行业市场份额分布 .....	12
图 19: 全球植物胶囊市场空间 .....	13
图 20: 近年国产新药临床申请数量情况 .....	14
图 21: 赫尔希植物胶囊销量估算 (单位: 亿粒) .....	14
图 22: 2015-2020 年赫尔希营业收入与净利润情况 .....	14
图 23: 全球植物胶囊市场份额分布 .....	15
图 24: 2018 年全球纤维素醚产量分布 .....	17
图 25: 2018 年全球纤维素醚消费量分布 .....	17
图 26: 纤维素醚分类 .....	18
图 27: 2018 年全球纤维素醚细分产品消费量情况 .....	18
图 28: 国内纤维素醚下游消费占比 .....	18
图 29: 全球纤维素醚下游消费占比 .....	18
图 30: 建材级纤维素醚应用于墙体 .....	19
图 31: 2007-2020 年房屋竣工面积和新开工面积情况 .....	19
图 32: 植物肉与培养基肉生产过程 .....	20

图 33: 全球植物肉市场规模及其增速.....	20
图 34: 全球药品市场规模及其增速.....	20
图 35: 中国药用辅材市场规模及其增速.....	21
图 36: 中国制药市场规模及其增速.....	21
图 37: 国内外非离子型纤维素醚产能分布 (单位: 万吨) .....	21
图 38: 2011-2020 年国内房地产行业集中度情况 (CR10) .....	21
图 39: 2010-2020 年国内纤维素醚进出口量情况.....	22
图 40: 2010-2020 年国内纤维素醚进出口单价情况.....	22
图 41: 公司研发支出及其占比.....	23
图 42: 公司研发员工人数及其占比.....	23
表 1: 公司产品下游应用领域.....	5
表 2: 公司产品产能扩建情况 (植物胶囊单位为亿粒/年, 其他产品单位为吨/年) .....	9
表 3: 中国空心胶囊部分产能情况.....	12
表 4: 植物胶囊和明胶胶囊性能对比.....	13
表 5: 全球植物胶囊主要企业产能及原材料来源情况.....	15
表 6: 食品级纤维素醚下游应用领域.....	19
表 7: 公司主要客户资源.....	22
表 8: 公司主营业务拆分与盈利预测.....	24
表 9: 可比公司估值分析.....	25

## 1. 国内非离子型纤维素醚龙头，成长空间进一步打开

### 1.1. 国内非离子型纤维素醚龙头

山东赫达自 2000 年开始进入非离子型纤维素醚行业，经过 20 多年的发展，在纤维素醚产品质量、产品种类、品牌建立起较强的竞争优势，现已成长为国内第一、全球第四的非离子纤维素醚供应商。除纤维素醚产品外，公司还具备 HPMC 植物胶囊、双丙酮丙烯酰胺、原乙酸三甲酯、石墨类化工设备等产品。

图 1：公司主营产品情况



资料来源：公司官网，德邦研究所

**公司产品应用领域广泛。**纤维素醚作为一种优质环保添加剂，广泛应用于建材、医药、日化、食品等领域；HPMC 植物胶囊作为一种药用辅材，用于医药保健；双丙酮丙烯酰胺应用于涂料、水性漆、胶粘剂、日用化工、感光树脂助剂；原乙酸三甲酯用于生产医药和农药的化学中间以及染料和香料工业；石墨类化工设备用于盐酸、硫酸、醋酸和磷酸等腐蚀性介质的换热。

表 1：公司产品下游应用领域

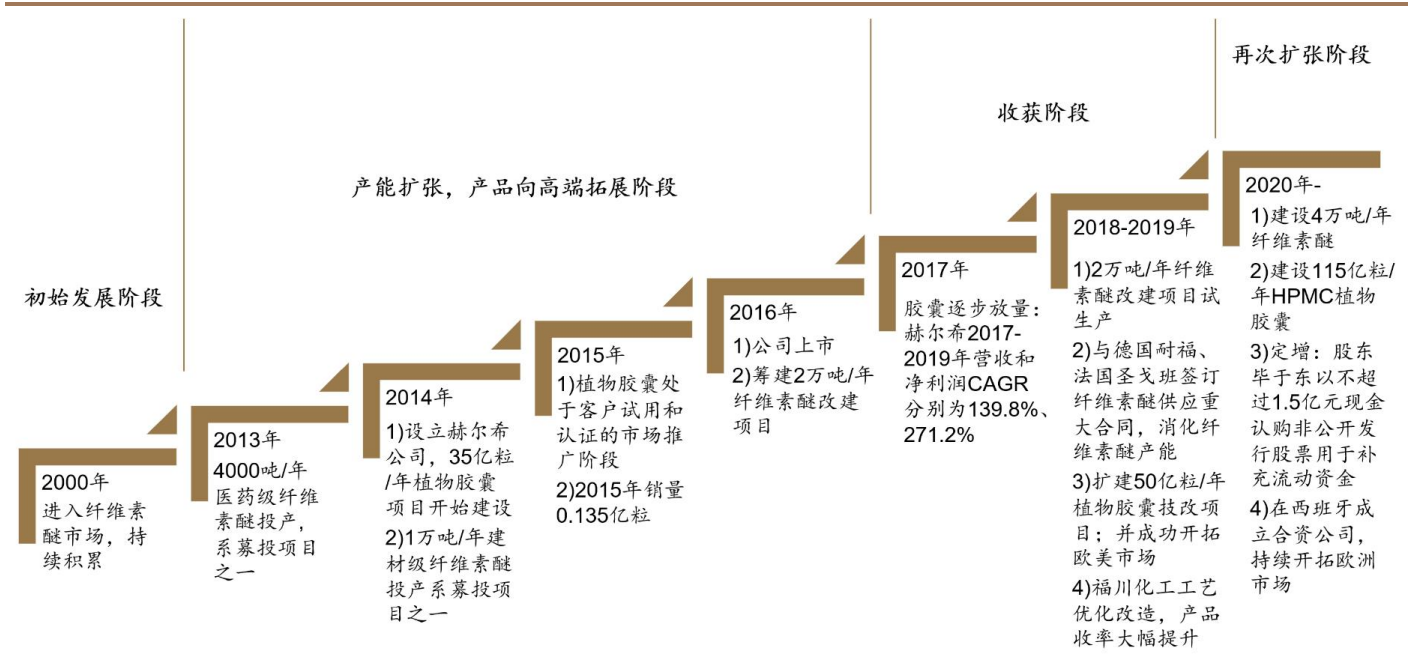
	细分	应用领域
纤维素醚 (HPMC)	建材级	中高端产品应用于保温砂浆、瓷砖粘结剂、自流平、壁纸胶等干混砂浆领域，以及聚氯乙烯 (PVC)、电子浆料等领域；普通产品，主要应用于预拌砂浆、普通砂浆和刮墙腻子等。
	医药级	医药行业的重要辅料，用于包衣材料、缓控释制剂、膜材、片剂黏合剂、增黏剂、植物胶囊。
	食品级	公认的安全食品添加剂，可作为乳化剂、粘结剂、增稠剂和稳定剂、人造肉。
HPMC 植物胶囊	-	作为一种药用辅料，是口服固体制剂主要的剂型之一，用于医药或保健品。
双丙酮丙烯酰胺	-	应用于涂料、水性漆、胶粘剂、日用化工、感光树脂助剂。
原乙酸三甲酯	-	用于生产医药和农药的化学中间体，合成维生素 B1、A1，磺胺啉、头孢类药物等药物中间体，以及染料和香料工业。
石墨类化工设备	-	用于盐酸、硫酸、醋酸和磷酸等腐蚀性介质的换热。

资料来源：公司公告，德邦研究所

山东赫达发展基因优质，可以分为四个发展阶段：

- 1、初始发展阶段（2000-2012年）：**公司以石墨类化工设备起家，自2000年进入纤维素醚行业，在行业内持续深耕，积累技术与经验。
- 2、产能扩张，产品向高端拓展阶段（2013-2016年）：**受下游建筑行业和房地产行业增速下降的影响，纤维素醚行业发展放缓。公司一方面扩建产能提升规模优势，另一方面向医药食品级纤维素醚扩展，并将产业链延伸至植物胶囊。
- 3、收获阶段（2017-2019年）：**随着纤维素醚、植物胶囊投产，并且国外市场逐步打开与国内受益于下游行业整合，产品持续放量，公司营业收入迎来高速增长。
- 4、再次扩张阶段（2020年——）：**公司提出五年规划（2021-2025年），规划全面扩建产能；同时股东毕于东以不超过1.5亿元现金认购非公开发行股票，用于补充流动资金，彰显对公司未来发展的信心。

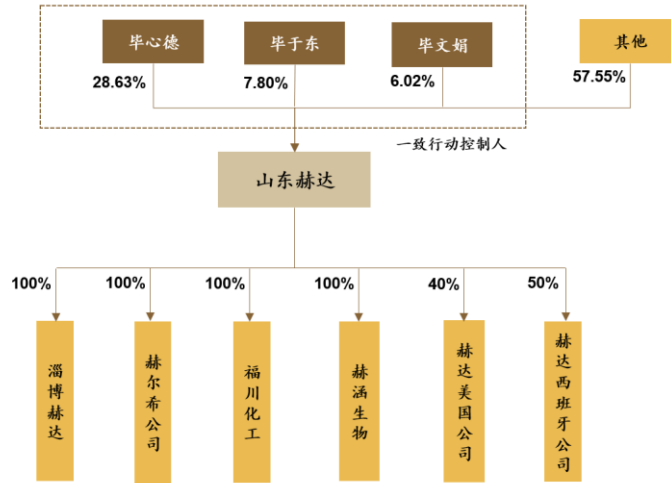
图2：公司发展历程



资料来源：公司公告，德邦研究所

**公司股权结构清晰。**公司控股股东为毕心德先生，与其子毕于东、其女毕文娟构成一致行动人，总持股比例为42.45%。公司下设四个全资子公司，分别是淄博赫达、赫尔希公司（植物胶囊）、福川化工（双丙酮丙烯酰胺和原乙酸三甲酯）、赫涵生物（为拓展纤维素醚应用范围，2018年设立）。为拓展国外市场，公司在美国、西班牙分别设立了合资公司。

图 3: 公司股权结构 (截至 2020 年 12 月 31 日)

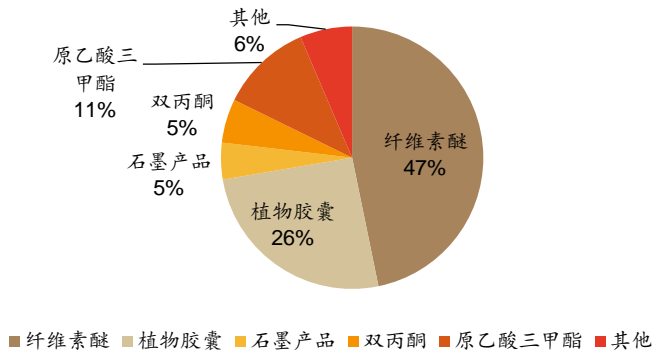


资料来源: Wind, 德邦研究所

### 1.2. 业绩持续高增长, 利润率逐年提升

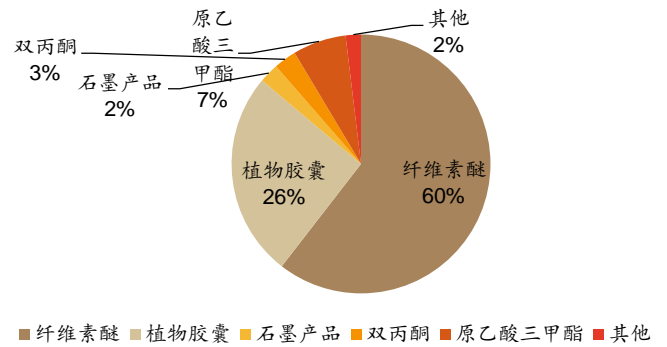
公司主营业务收入主要来自纤维素醚。从收入构成看, 2020 年纤维素醚占公司主营业务收入的 46.78%, 植物胶囊占比 25.54%; 从毛利构成看, 纤维素醚占比 60.49%, 植物胶囊占比 25.66%。

图 4: 2020 年公司主营业务收入构成



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 5: 2020 年公司主营业务毛利构成

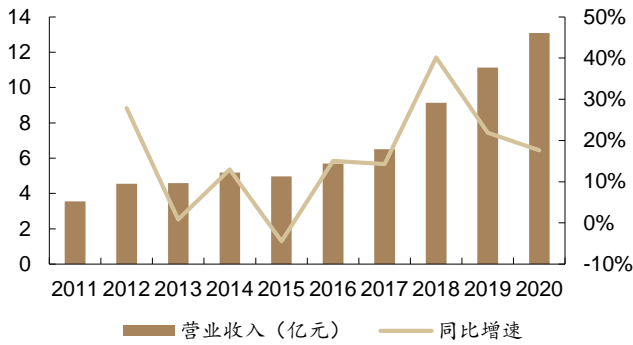


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**新增产能快速放量, 业绩高增长。**随着植物胶囊与纤维素醚产能释放, 公司营业收入呈现高速增长。2020 年营业收入达 13.09 亿元, 2018-2020 年营业收入复合增长率达 19.73%。2020 年归母净利润达 2.52 亿元, 2018-2020 年归母净利润复合增长率达 85.88%。

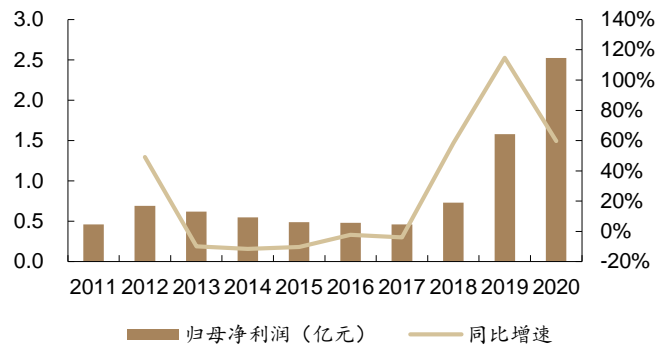
**植物胶囊具有高成长性。**从 2017 年开始, 公司 HPMC 植物胶囊快速放量。2020 年, 公司植物胶囊销量近 90 亿粒/年, 子公司赫尔希的营业收入和净利润分别达 2 亿元、0.61 亿元, 2018-2020 年赫尔希营业收入、净利润复合增长率分别达到 60.26%、70.69%。

图 6：2011-2020 年公司营收及其增速



资料来源：Wind，德邦研究所

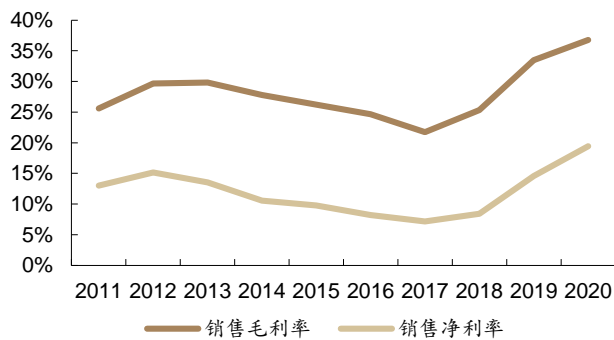
图 7：2011-2020 年公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind，德邦研究所

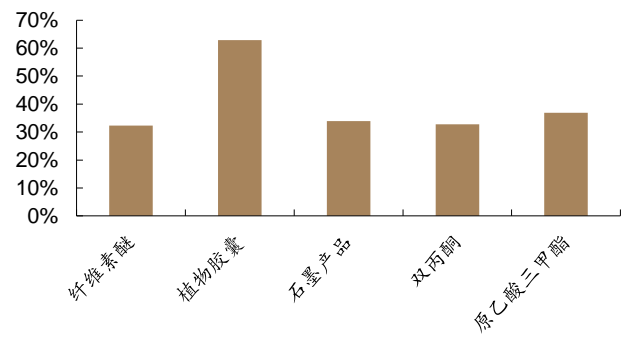
**产品结构持续优化，毛利率触底回升。**2017 年之前，受国内经济景气度不佳的影响，公司建材级纤维素醚销售均价下降幅度大于原材料下降幅度，综合毛利率持续下滑。2017 年之后，受益于高毛利率产品产能逐步释放（2019 年植物胶囊毛利率高达 63.9%），公司毛利率、净利率开始回升。2020 年公司综合销售毛利率和净利率分别提升至 36.76%、19.46%。

图 8：2011-2020 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2020 年公司主营产品毛利率情况



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 积极扩产，奠定长期成长基础

**第二个五年规划逐步实施，奠定公司成长基础。**2020 年，公司提出五年战略规划（2021-2025 年）：纤维素醚产能达到 8 万吨/年，植物胶囊产能达到 500 亿粒/年，双丙酮丙烯酰胺产能达到 2000 吨/年，原乙酸三甲酯产能达到 1 万吨/年，石墨及有色金属高端制造设备规模达到 1200 台套/年，其中部分项目已经逐步实施。4 万吨/年纤维素醚项目总投资 8 亿元，计划于 2022 年投产，预期年销售收入 10 亿元，年净利润 1.5 亿元。为保障“4 万吨/年纤维素醚项目”能源供应，淄博赫达于 2020 年 11 月出资 1200 万元向联丽热电增资，增资后淄博赫达持股占比 10%。为淄博赫达建设 4 万吨/年纤维素醚项目提供必要的土地资源，公司以 3913 万元取得高青县高青化工产业园区相关地块的使用权。赫尔希公司投资 1.87 亿元对现有胶囊车间进行改造升级并扩建新车间，计划 2023 年 3 月建成植物胶囊产能 350 亿粒/年。



**表 2: 公司产品产能扩建情况 (植物胶囊单位为亿粒/年, 其他产品单位为吨/年)**

产品	细分	产能	扩产计划	扩产进度	2020A	2021E	2022E	2023E
非离子型纤维素醚	建材级	30000	30000	预计 2022 年 Q1 投产	32000	35000-36000	47000-48000	60000
	医食级	4000	10000	预计 2022 年 Q1 投产	5000	5500-6000	11000	14000
植物胶囊		85	415	计划在 3-5 年内分三期建设完成	90	150-160	200	350
双丙酮丙烯酰胺		1000	1000		1000	1300	1600	1800
原乙酸三甲酯		5000	5000		5000	7000	8000	9000
石墨类化工设备				远期规模 1200 台套/年				

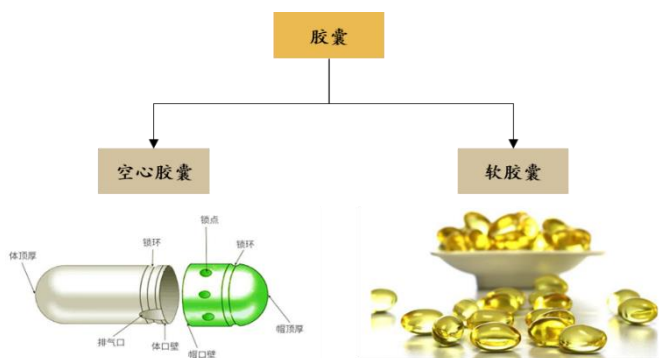
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 2. 把握明胶胶囊替代机遇，植物胶囊剑指亚洲第一品牌

### 2.1. 胶囊行业空间广阔，呈寡头垄断格局

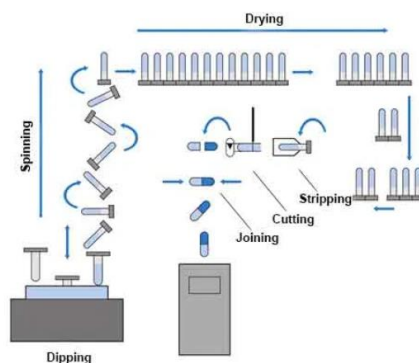
胶囊可分为空心胶囊（“硬胶囊”）和软胶囊，两者应用范围不同，并无优劣比较。胶囊剂是仅次于片剂的第二大口服剂型。内容物可以是粉末、粒子、微丸、甚至是流体或半流体。因胶囊剂可以解决药物难入口、口感差的问题，且易于吞服，是最受消费者欢迎的剂型之一。软胶囊是成膜材料与内容物同时加工而成，一般用于油性物质；空心胶囊由帽体两部分组成，一般用于水溶性药物。山东赫达 HPMC 胶囊属于空心胶囊，因此在本文中重点分析空心胶囊，未经特殊说明，本文中的胶囊均指空心胶囊。

图 10：胶囊可分为软胶囊与硬胶囊（“空心胶囊”）



资料来源：昂泰胶囊，德邦研究所

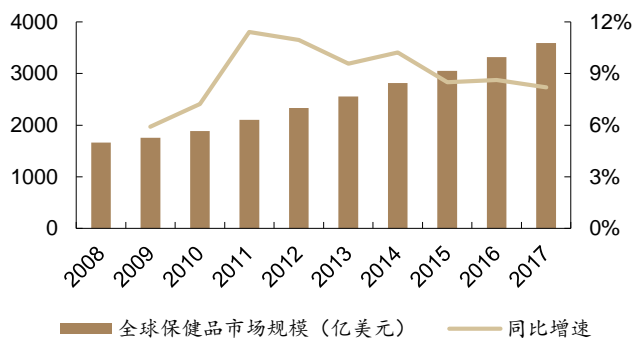
图 11：空心胶囊生产流程



资料来源：Pharmapproach，德邦研究所

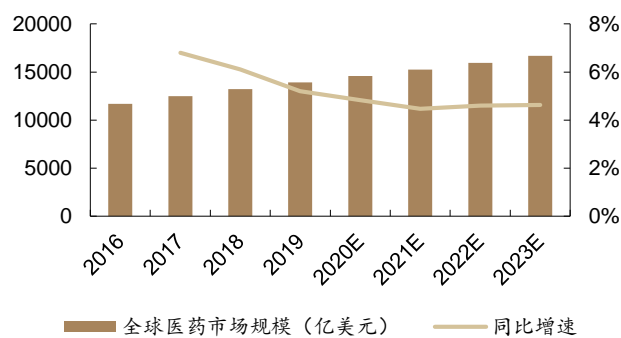
受医药保健行业驱动，空心胶囊需求有望持续增长。根据国家统计局数据，2019 年中国 60 岁以上人口达 2.49 亿，同比增长 0.6%，占总人口比例达 17.9%。随着国内老龄人口增加以及健康意识提高，医药保健行业市场规模不断增长。2017 年全球保健品市场规模达 3588 亿美元，2008-2017 年复合增长率达 8.94%。2019 年全球医药市场规模达 1.39 万亿美元，同比增长 5.2%，预计未来几年增速维持在 4%-5%。随着下游保健品、医疗健康行业的发展，市场渗透不断加深，空心胶囊需求有望持续增长。

图 12：全球保健品市场规模及其增速



资料来源：博思数据，德邦研究所

图 13：全球医药市场规模及其增速

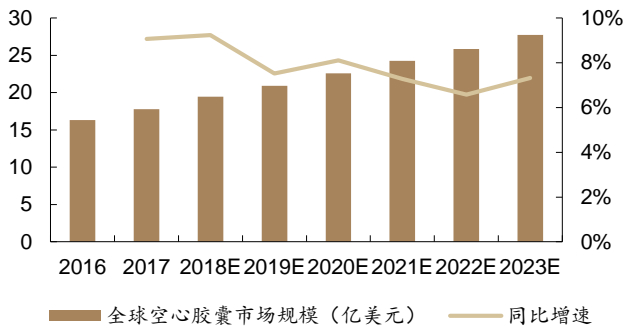


资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

空心胶囊主要作为医药与保健品辅料，需求不断提升。根据 Markets And Markets 数据，2018 年全球空心胶囊市场规模达 19.5 亿美元，2023 年将提升至

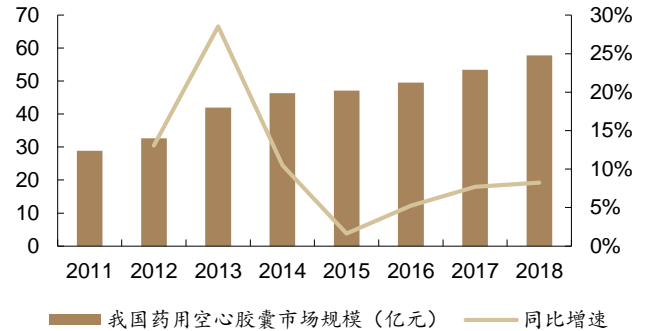
27.9 亿美元，复合增长率达 7.4%。根据智研咨询数据，2018 年国内药用空心胶囊市场规模达 57.8 亿元，同比增长 8.2%，2011-2018 年复合增长率达 10.4%。

图 14：全球空心胶囊市场规模及其增速



资料来源：Markets and markets, 德邦研究所

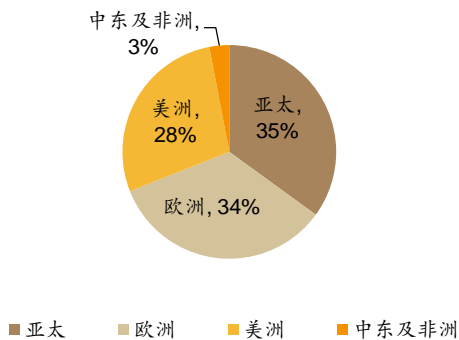
图 15：中国药用空心胶囊市场规模及其增速



资料来源：智研咨询, 德邦研究所

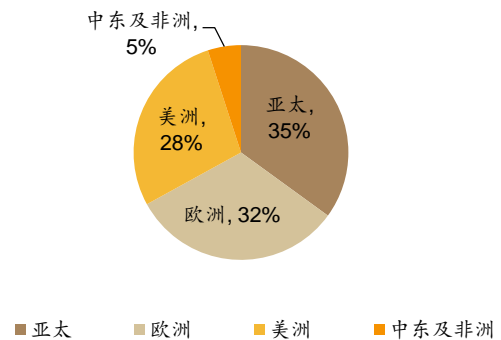
**全球空心胶囊行业集中度高。**以销售金额计，龙沙 Capsugel、Qualicaps、Associated、Suheung 和 Farmacapsules 五家规模最大的生产企业的市场占有率合计近 70%。据统计，全球药用空心胶囊的生产、销售需求主要分布在亚太、欧洲和美洲地区。其中，亚太地区拥有全球最大的空心胶囊产能和消费需求，份额约占 35%；欧洲地区与亚太地区持平，集中了全球 34%的产能和 32%的需求；美洲地区次之，产能和需求约占 28%。

图 16：全球空心胶囊产能分布情况



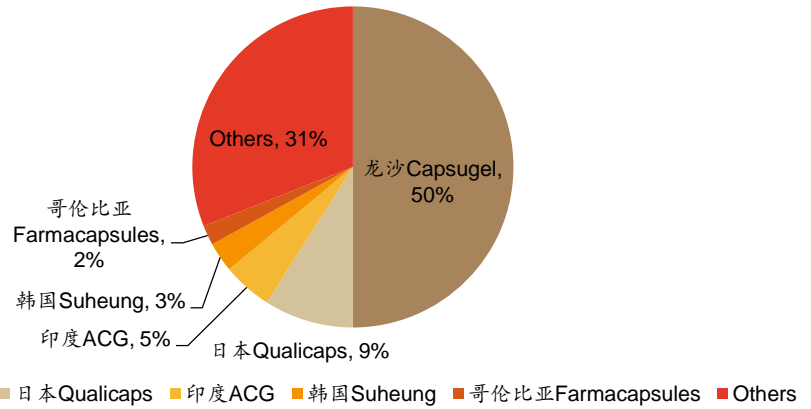
资料来源：前瞻产业研究院, 德邦研究所

图 17：全球空心胶囊需求分布情况



资料来源：前瞻产业研究院, 德邦研究所

图 18: 全球空心胶囊行业市场份额分布



资料来源: 医药与包装, 德邦研究所

政策驱动下, 中国胶囊行业集中度有望进一步提高。在中国胶囊行业, 规模较大的企业与中小型企业共存。其中, 中小型企业生产的产品价格低廉, 在国内市场中占据一定的市场。生产明胶胶囊需要使用价格更高的药用明胶, 较多小型企业为降低生产成本, 采用价格低廉的食用明胶甚至工业明胶, 对药品安全造成极大威胁。据中国明胶协会调查, 目前正规药用明胶市场价格在 5 万元/吨左右, 而蓝矾皮胶的价格只有 1.5-2.0 万元/吨。随着国家医疗卫生体制改革的不断推进与深化, 医药行业各项政策陆续出台、落地实施, 胶囊行业结构面临调整和升级, 较多生产不规范的中小型胶囊企业被淘汰出局, 大型企业未来将占据更多的市场份额。

表 3: 中国空心胶囊部分产能情况

企业名称	产能 (亿粒)	产品	扩产计划
苏州胶囊有限公司	180	Coni-Snap 明胶胶囊、Vcaps 植物胶囊	-
山西广生胶囊有限公司	400	明胶胶囊、HPMC 植物胶囊、普鲁兰胶囊	-
安徽黄山胶囊股份有限公司	300	明胶胶囊、HPMC 植物胶囊、普鲁兰胶囊	-
青岛益青药用胶囊有限公司	220	明胶胶囊、HPMC 植物胶囊、普鲁兰胶囊	计划新增 280 亿粒
上海广得利胶囊有限公司	100	空心胶囊	-
山东赫达	100+	HPMC 植物胶囊	规划达到 500 亿粒

资料来源: 医药与包装, 德邦研究所

品牌与营销渠道壁垒是中国胶囊企业做大做强的关键。空心胶囊下游客户市场涉及面广、行业分散, 单一客户销售额不高。药品制剂企业会与药用空心胶囊生产企业签订质量协议, 并对企业进行严格的资质审查和现场质量审计, 供需关系比较稳定, 一般不会轻易更换供应商。市场先占和品牌优势一旦建立, 将对其他竞争对手形成重大壁垒。资质壁垒: 中国药用空心胶囊企业必须取得《药品生产许可证》, 生产品种必须获得注册许可。截至 2019 年 7 月底, 国家食药监局网站数据显示, 中国取得生产批文的药用空心胶囊生产企业数达到 83 家。

## 2.2. 植物胶囊有望逐步替代明胶胶囊

空心胶囊可以分为明胶胶囊和植物胶囊。动物明胶的生产提取是由动物的皮和骨作为原材料, 通过化学反应发酵而成, 其过程中需添加大量的化学成分, 随着全世界动物源传染性疾病的接连爆发, 其安全性饱受质疑, 出现问题难以追溯。而植物胶囊的原材料来自植物, 在适用性、安全性、稳定性、环保性有着突出的优势。

按原材料划分，植物胶囊可以分为羟丙甲纤维素、普鲁兰多糖、植物淀粉类三种。1997年，美国辉瑞公司率先在美国市场推出羟丙甲基纤维素空心胶囊 Vcaps™ 和普鲁兰多糖两款植物胶囊。继辉瑞公司之后，法国 Capsugel 胶囊公司推出普鲁兰多糖植物胶囊 NPcaps。此后日本、奥地利、韩国分别成功研制出植物胶囊，但基本都是以纤维素和多糖类胶囊为主。HPMC 植物胶囊因良好成膜性，且成膜后均匀性和透光度良好，成为植物硬胶囊制备中使用最广泛的植物胶囊。

表 4：植物胶囊和明胶胶囊性能对比

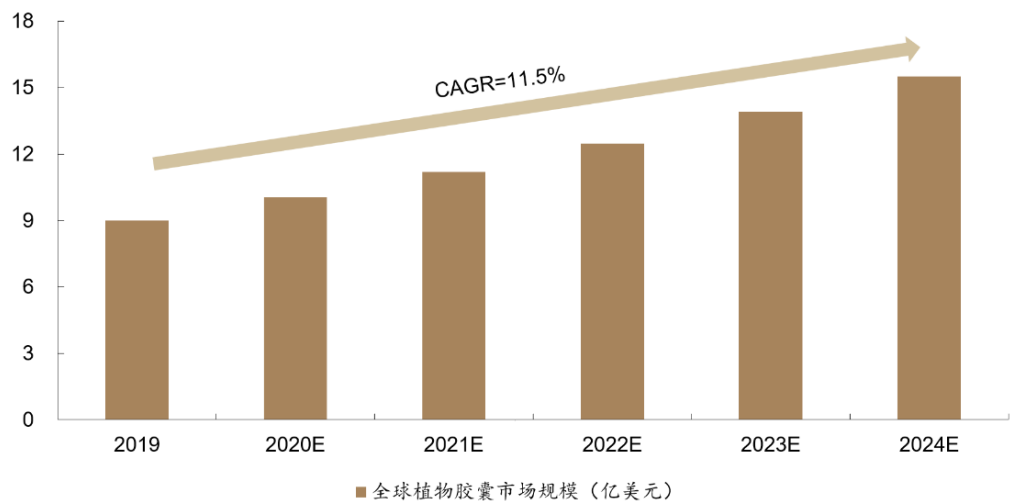
	明胶胶囊	植物胶囊
环境污染	原材料化学反应发酵而成。污染高；西方国家明胶生产企业将其工厂迁移到第三世界国家	植物胶的提取很多是采取物理提取，污染低。
安全性	原材料来自动物，安全性难以追踪，含有化学添加剂	安全性高植物胶来自植物，不含任何防腐剂
交联反应	主要成分胶原蛋白，易与氨基酸、含醛基的药物发生交联反应，造成胶囊崩解时间延长，溶出度降低等不良反应	植物空心胶囊有较强的惰性，不易与含醛基药物发生交联反应
储存上	对储存条件严苛，易脆碎，失水硬化	植物空心胶囊易于储存，降低企业的储存成本
有效期	18个月左右	36个月左右
适用性	受到回教、犹太教、素食主义者的抵制	适合任何种族
价格上	价格低（盛蓝胶囊阿里巴巴报价：169元/万粒）	价格高（青岛聚大洋阿里巴巴报价：260元/万粒）
填充环境	要求很高	比较宽松

资料来源：上海红星胶丸官网，德邦研究所

当前植物胶囊占胶囊总市场的 15%-20%，未来替代空间依然广阔。据 Global Info Research 数据显示，2019 年全球植物胶囊市场空间约为 9 亿美元，预计到 2024 年将达到 15.5 亿美元，CAGR 达 11.5%。全球植物胶囊市场占胶囊总市场的 15%-20%，已经对明胶胶囊形成部分替代，未来替代空间依然广阔。

近年来，全球植物胶囊市场增速维持在 10% 左右。北美地区是植物胶囊最大最成熟的市场，其中主要集中在美国市场，以辉瑞公司为代表的美国本土植物胶囊巨头占据了市场主角，市场增速超过 20%。欧洲地区是最早使用植物胶囊的市场，欧洲发达国家已形成完整的植物胶囊制造体系，西欧植物胶囊消费主要集中在德、英、法等国家，年均复合增长率为 7%-10%。亚洲地区尤其是西亚国家，因其信仰关系植物胶囊可以得到广大伊斯兰国家的认同，消费量增速达 15%-20%，成为拉动全球植物胶囊市场快速发展的动力。

图 19：全球植物胶囊市场空间

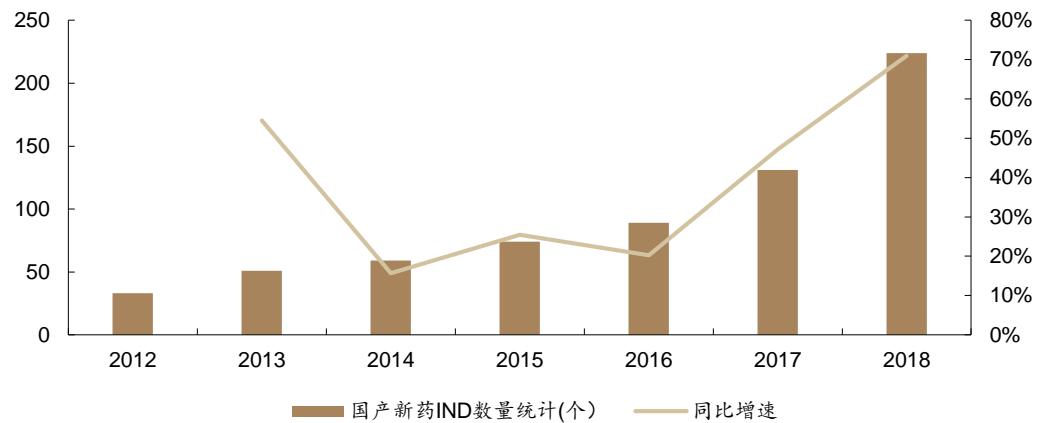


资料来源：Global Info Research，德邦研究所

高成本限制植物胶囊在国内全面推广，短期增量来自创新药。国内目前使用的胶囊中 95% 以上是动物明胶，成本是限制植物胶囊全面推广的主要因素。据中国产权资讯网数据，一粒植物胶囊比一粒动物胶囊大约高 0.02-0.03 元，但个别药物售价在 0.1 元/粒。在医保控费情况下，植物胶囊难以进入医保目录。但是对于价格昂贵的创新药，药企更重视药品质量与安全性，对成本并不敏感。因此，大型药企会倾向于采用安全性高、绿色的植物胶囊，特别是创新药。

据智研咨询数据，2012 年之后国产新药 IND 申请数量开始加速增长，2017 年国产新药临床申请数量增长至 131 个，相比 2016 年提升 46%，2018 年国产新药临床申请再度大幅攀升，达到 224 个，相比 2017 年提升 71%。随着以植物胶囊为药用辅材的创新药陆续上市，植物胶囊市场空间有望进一步打开。

图 20：近年国产新药临床申请数量情况

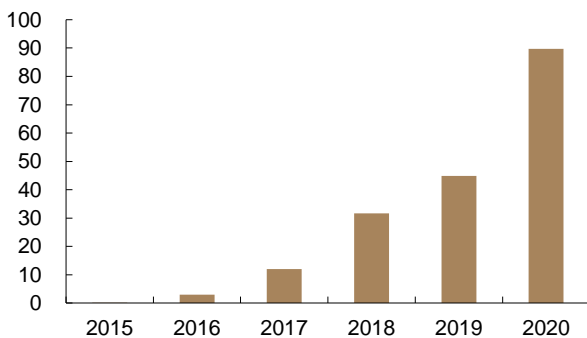


资料来源：智研咨询，CDE，德邦研究所

### 2.3. 公司一体化优势显著，打造全球植物胶囊领军企业

植物胶囊快速放量，赫尔希业绩实现高速增长。山东赫达是行业中唯一从上游纤维素醚做到植物胶囊产业链一体化的企业，成本优势约 30%。根据公司招股说明书，纤维素醚占 HPMC 植物胶囊成本 90%，医药级纤维素醚毛利率 31.87%。以此估算，产业链一体化为山东赫达带来约 30% 成本优势。2020 年，公司植物胶囊实现收入 1.96 亿元，销量 89.7 亿粒，平均售价 218 万元/亿粒，远远低于青岛聚大洋海藻植物胶囊阿里巴巴报价 260 万元/亿粒。

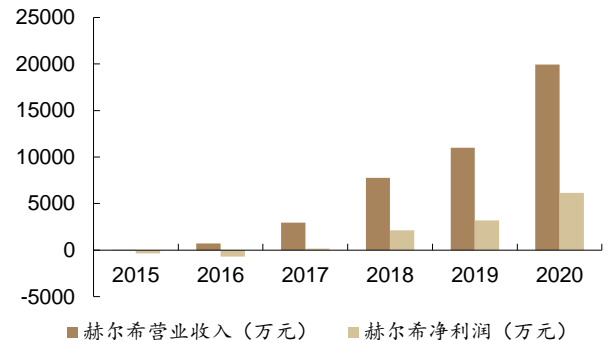
图 21：赫尔希植物胶囊销量估算（单位：亿粒）



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：销量=销售收入/销售价格，假设销售价格 245 元/万粒；20 年为实际数据

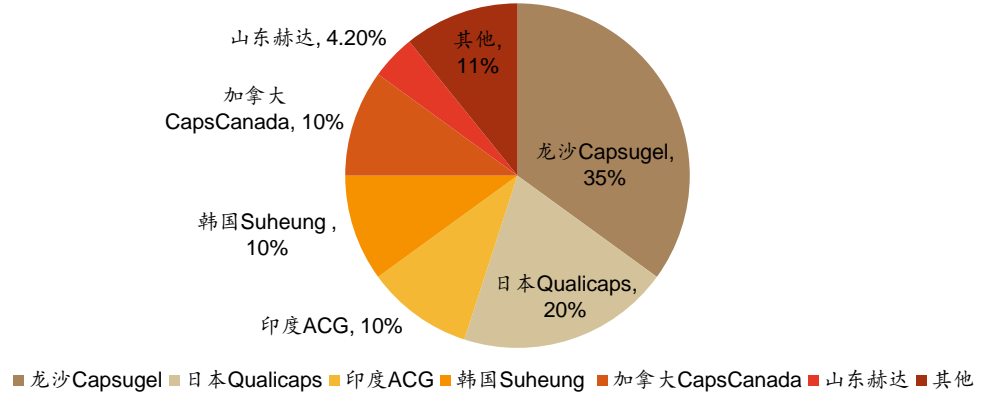
图 22：2015-2020 年赫尔希营业收入与净利润情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

**全球植物胶囊市场寡头垄断，CR5 达 85%。**全球植物胶囊市场总消费量约 1200 亿粒，行业集中度高，全球前五大生产企业分别为龙沙 Capsugel (35%)、日本 Qualicaps (20%)、印度 ACG (10%)、韩国 Suheung (10%) 和加拿大 CapsCanada (10%)，前五大生产企业市场占有率合计达 85%。山东赫达植物胶囊全球市场占有率约 4.2%，居全球第六，随着公司积极扩充现有产能，未来市场份额还将持续大幅提升。

图 23: 全球植物胶囊市场份额分布



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

**公司 HPMC 植物胶囊在国际市场市占率有望进一步提高。**公司植物胶囊主要销往国外，在产品质量方面，已获多国认证。例如 KOSHER 犹太认证、HALAL 清真认证、BRC 认证（英国零售商协会制定的国际性技术标准认证）、美国 NSF（CGMP）认证，同时已取得美国、英国、德国及法国等多国客户的供货认证。在销售渠道上，与高起控制的上海秦远公司合作，近三年累计销售金额达到 7000 万元。上海秦远成立于 2002 年 10 月，专注于销售 HPMC（羟丙基甲基纤维素）和植物胶囊以及乳制品，拥有经验丰富的营销团队，十几年来形成了稳定的客户群体。为拓展市场，公司在美国、欧洲都设有合资公司。

表 5: 全球植物胶囊主要企业产能及原材料来源情况

公司	产能 (亿粒)	原材料来源	扩产计划
瑞士 Lonza 公司 Capsugel	600	采购陶氏、信越、乐天	2015 年投资 2500 万美元扩建产能，目前无扩产计划
印度 ACG Associated Capsules	150	采购赫达、陶氏、信越、乐天	2016 年 8 月，ACG Worldwide 投资 18.5 亿泰铢扩产，目前无扩产计划
日本 Qualicaps	100	采购陶氏、信越、乐天	无扩产计划
韩国 Suheung	100	采购陶氏、信越、乐天	无扩产计划
加拿大 CapsCanda	100	采购陶氏、信越、乐天	无扩产计划
山东赫达	100+	自身配套	2022 扩产至 200 亿粒，2023 扩产至 350 亿粒，2025 扩产至 500 亿粒

资料来源：各公司公告，德邦研究所

**把握明胶替代趋势，争创亚洲第一品牌。**与明胶胶囊相比，植物胶囊在生产过程中不需要添加稳定剂、防腐剂等添加剂，具有绿色、安全、卫生、适用性广、无交联反应风险、稳定性高、不含易导致过敏的动物蛋白等显著优势。随着国内公众对于绿色产品认同度的逐步提升，国内植物胶囊市场潜力巨大，将对明胶胶囊逐步替代。公司着力扩大植物胶囊产能，满足日益增长的市场需求，规模优势不断增强，目前公司植物胶囊产能超过 100 亿粒/年，2022 年产能将达到 200 亿粒/年，2023 年产能将达到 350 亿粒/年，2025 年计划扩建至 500 亿粒/年。公司

依托纤维素醚的原料优势进一步延伸产业链，大力发展植物胶囊业务，争创亚洲植物胶囊第一品牌。



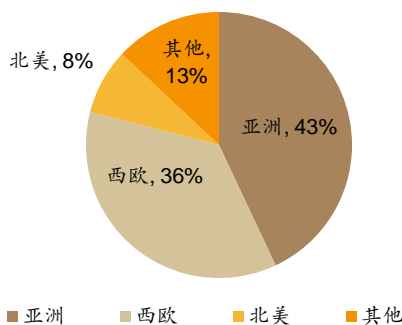
### 3. 强本固基，持续拓展高端纤维素醚

#### 3.1. 纤维素醚应用广泛，需求稳步增长

纤维素醚作为环保型添加剂，应用广泛。纤维素醚是一类多种衍生物的总称，以天然纤维素（精制棉和木浆等）为原料、经一系列醚化反应生成，因其醚化后能溶于水、稀碱溶液和有机溶剂，并具有热塑性等特性，被誉为“工业味精”，并广泛应用于农业、涂料、陶瓷制品、建筑、水泥、医药、石油钻井以及个人护理等领域。

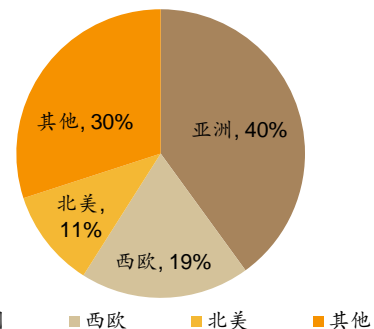
中国是最大的纤维素醚生产国与消耗国。据 IHS Markit 数据，2018 年全球纤维素醚消耗量接近 110 万吨。从产量占比看，有 43% 来自亚洲(中国占亚洲产量的 79%)，西欧占 36%，北美占 8%；从消耗量看，全球纤维素醚消费量最大的地区是亚洲，占总消费量的 40%，中国是最主要的推动力；西欧和北美分别占全球消费的 19% 和 11%。

图 24：2018 年全球纤维素醚产量分布



资料来源：IHS Markit，德邦研究所

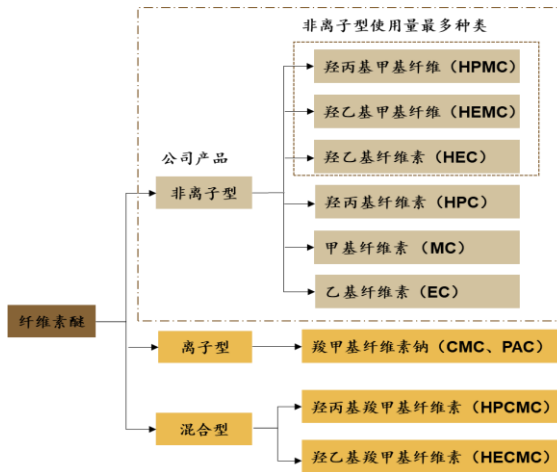
图 25：2018 年全球纤维素醚消费量分布



资料来源：IHS Markit，德邦研究所

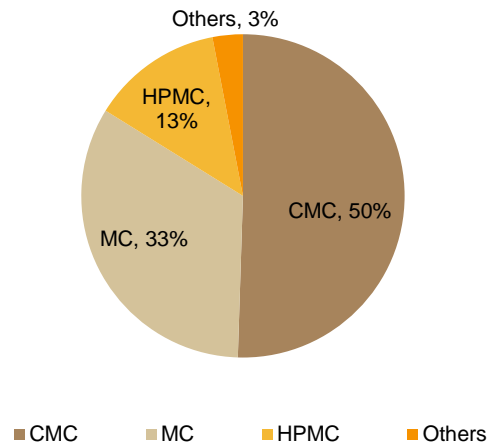
从细分产品看，非离子纤维素醚占据半壁江山。根据电离性，纤维素醚可以分为离子型、非离子型和混合型产品，离子型与非离子型纤维素醚的主要用途差异较大，二者在食品添加剂、日化和石油钻井等应用领域有一定互补性。在水溶性纤维素醚中，非离子型纤维素醚如 HPMC，其耐温性、耐盐性明显优于离子型纤维素醚(CMC)。2018 年，羧甲基纤维素(CMC)占到纤维素醚总消费量的 50%；甲基纤维素/羟丙基甲基纤维素(MC/HPMC)占总消费量的 33%，羟乙基纤维素(HEC)占 13%，其他纤维素醚约占 3%。山东赫达纤维素醚主要是非离子型，因此我们重点关注非离子型纤维素醚。

图 26: 纤维素醚分类



资料来源：公司公告，德邦研究所

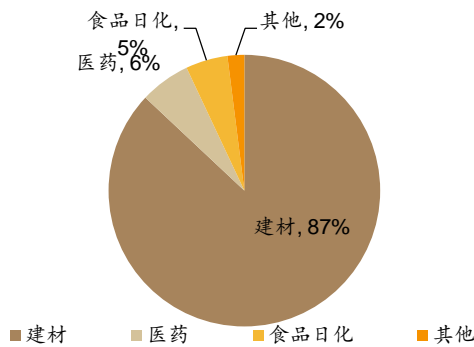
图 27: 2018 年全球纤维素醚细分产品消费量情况



资料来源：IHS Markit，德邦研究所

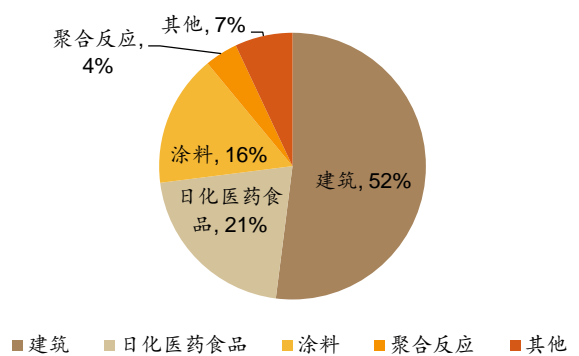
从细分应用领域看，纤维素醚需求以建材领域为主。按下游主要应用领域来分，纤维素醚可分为建材级、医药级、食品级、日化级等，其中建材级是纤维素醚的主要需求领域，全球占比达 52%，国内建材级纤维素醚消费占比高达 87%。

图 28: 国内纤维素醚下游消费占比



资料来源：产业信息网，德邦研究所

图 29: 全球纤维素醚下游消费占比



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

在房地产、基建投资，健康意识提升驱动下，我们预计纤维素醚需求将稳步增长。据 Reports and Data 报告，2018 年全球纤维素醚市场规模为 54.5 亿美元，预计到 2026 年将达到 86.8 亿美元，复合增长率达 5.9%。

我们重点分析建材级、医药级、食品级纤维素醚需求。

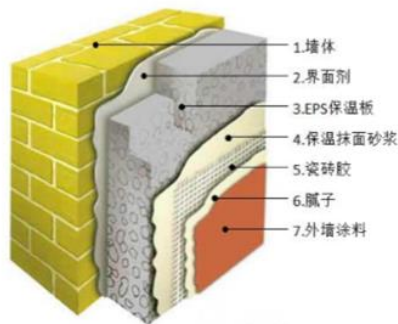
### 3.1.1. 建材级纤维素醚需求主要来自基建领域

全球建材级纤维素醚有望稳定增长。建材级纤维素醚作为添加剂，可以提高建筑材料的保水性、增稠性，改善施工的和易性，其需求与基建、房地产密切相关。随着国家“一带一路”政策的实施以及亚洲基础设施投资银行的设立，各国加大基础设施的建设力度，将带动建筑领域的快速发展，对建材级纤维素醚的需求量也有望保持稳定增长态势。

中国建材级纤维素醚市场空间广阔。如果按照目前民用建筑物内外墙和室内装修的技术要求，估算每套房子（按每套住宅平均建筑面积 80 平方米计算）完成室

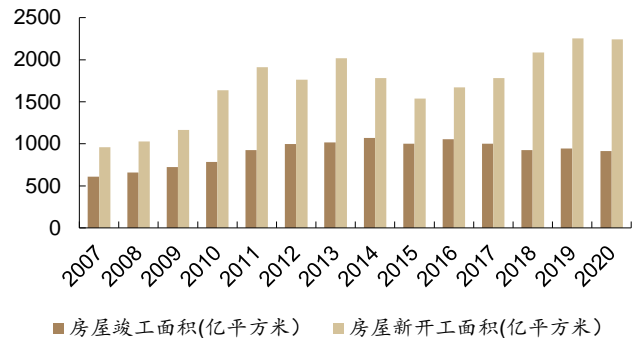
内外装修装饰需耗用约 5 公斤建材级纤维素醚。2015 年之后房地产开工面积在逐步回升，未来建材级纤维素需求有望进一步提高。

图 30：建材级纤维素醚应用于墙体



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 31：2007-2020 年房屋竣工面积和新开工面积情况



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.1.2. 全民健康意识提升，促进食品级纤维素醚增长

食品级纤维素醚是一种公认的安全食品添加剂。纤维素是人类无法消化的，但是其有诸多益处，例如可以改善肠道运输、减轻肠道疼痛、有利于心脏健康、减少产品热量等。目前食品级纤维素醚在发达国家得到普遍应用，主要应用于烘焙食品、胶原蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类及其他蛋白质产品、油炸食品等领域。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许 HPMC 作为食品添加剂使用。

表 6：食品级纤维素醚下游应用领域

应用	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成
	肉馅	增稠；抑制食品水分流失；避免露馅
调味料添加剂	烤肉酱	增稠；增加酱料的粘性、味道持久度
	沙拉酱	帮助增稠及塑型
饮品添加剂	酒精饮料	非离子型产品，它能与饮料相容
	果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失
	甜圈及酥皮	更酥脆，并使表面纹理色泽均匀
挤压食品添加剂	煎饼威化饼	优越的粘性改善面粉产品的强度、弹性和口感
	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

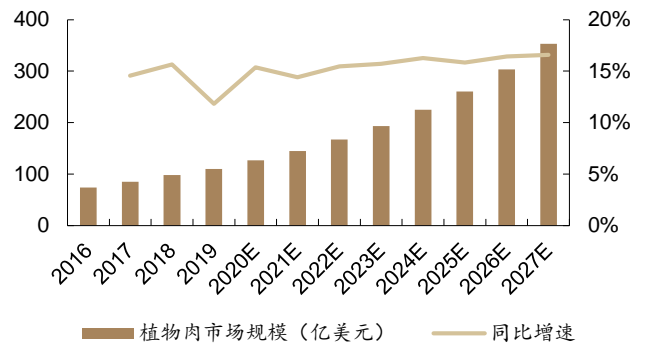
植物肉蓬勃发展，为食品级纤维素醚扩容。在健康意识提升以及素食主义驱动下，植物肉需求高速增长。人造肉可以分为植物人造肉与培养基人造肉，培养基人造肉成本高于植物人造肉，并且植物人造肉适合素食主义者。在植物肉制造过程中，纤维素醚可提升其口感和质地，并且保持水分。据 Business Wire 数据，2019 年植物人造肉市场规模 110 亿美元，预计未来复合增长率达 15.8%，2027 年达到 354 亿美元。根据 Good Food Institute 的数据，2019 年美国有 11.9% 的家庭购买了植物性肉，高于 2018 年的 10.5%。

图 32: 植物肉与培养基肉生产过程



资料来源: Food Safety Focus, 德邦研究所

图 33: 全球植物肉市场规模及其增速



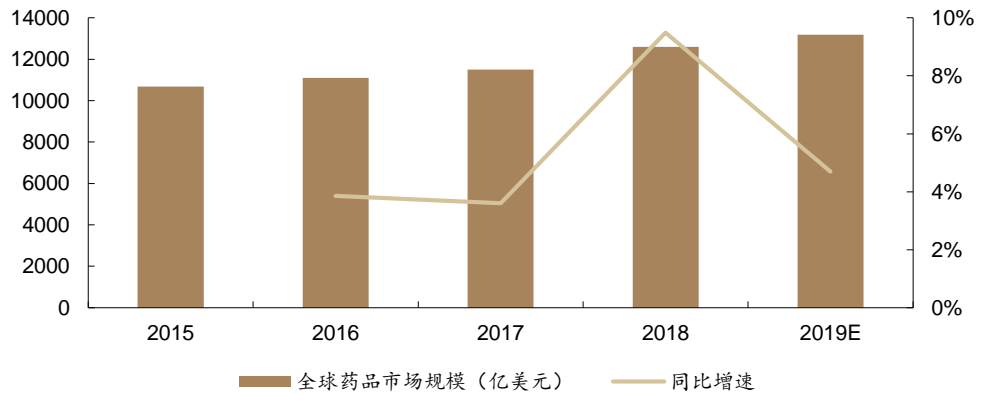
资料来源: Polaris Market Research Analysis, 德邦研究所

在健康意识提升、素食主义、以及食品级纤维素醚应用范围不断拓宽, 行业需求将稳步增长。山东赫达与上海秦远公司合作, 提升公司食品级纤维素醚市场份额; 上海秦远公司已向山东赫达采购食品级纤维素醚, 应用于植物人造肉领域。

### 3.1.3. 医药级纤维素醚作为药用辅材, 市场规模不断扩大

药品市场的不断扩大推动药用辅材行业持续扩容。药用辅材是生产药物、调配处方时使用的赋形剂与添加剂。在世界人口总量增长、社会老龄化占比提高、人们健康意识增强以及各国医疗保障制度完善等多种因素驱动下, 全球医药行业规模不断扩大, 相应药用辅材需求也在不断提升。据 Markets and Markets 预测, 2019 年全球药用辅料市场规模达到 69.7 亿美元, 未来仍将以 5.8% 的复合增速保持增长。

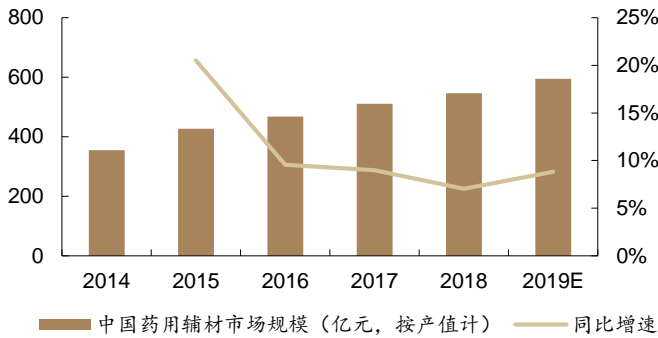
图 34: 全球药品市场规模及其增速



资料来源: IQVIA, 德邦研究所

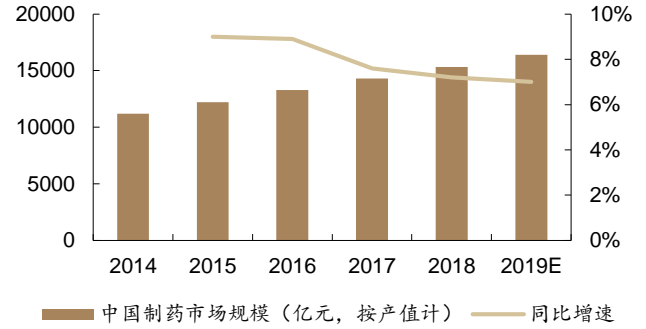
政策驱动中国药用辅材向高质量发展, 市场空间广阔。中国药用辅料起步较晚, 且以仿制药为主, 叠加制度不完善等因素, 药企偏向使用价格低廉的药用辅材, 导致药用辅料在中国整个药品制剂产值中占比较低, 3-5%, 而国外药用辅料占整个药品制剂产值的 10-20%。随着中国仿制药一致性评价、关联审批等相关政策推行, 将促使企业对药用辅料的质量要求提升, 由追求低成本向高质量、高稳定性改变。同时随着中国消费水平以及健康意识提升, 药用辅材市场空间广阔。

图 35: 中国药用辅材市场规模及其增速



资料来源: 头豹研究院, 德邦研究所

图 36: 中国制药市场规模及其增速



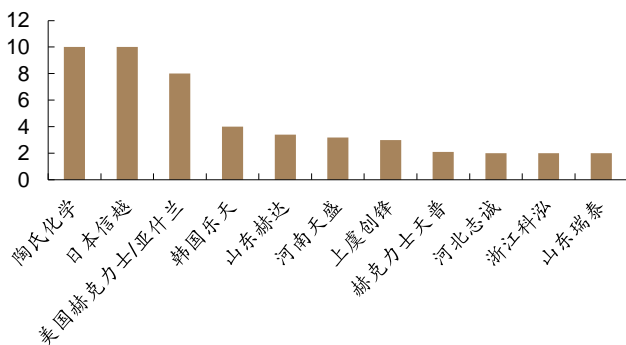
资料来源: 头豹研究院, 德邦研究所

**医药级纤维素醚作为优质药用辅材, 市场规模有望进一步扩大。**医药级纤维素醚在医药行业广泛用于薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂、分散剂、植物胶囊、缓控释制剂。根据中国纤维素行业协会预计, 国内外市场对医药级纤维素醚需求量的年均增长率很可能超 20%, 植物胶囊产业化是医药级纤维素醚主要增长点。在医药级纤维素醚巨大发展潜力下, 山东赫达、湖州展望、山东瑞泰、泸州北方、山东光大、山河药辅等在内的国内本土企业先后进入医药级纤维素醚细分行业。

### 3.2. 国内纤维素醚行业将向规模化、高质量化发展

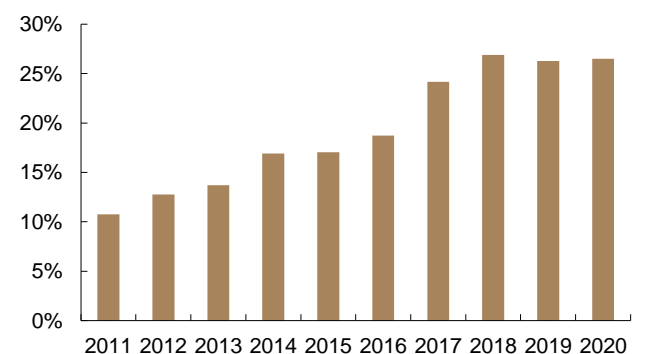
**环保与下游行业整合, 双轮驱动国内纤维素醚行业集中度提升。**与国外对比, 国内非离子型纤维素醚行业集中度仍有较大提升空间。国外非离子型纤维素醚行业较为成熟, 基本由陶氏化学、日本信越等大型企业寡头垄断, 国外非离子型纤维素醚产能约 36 万吨, CR4 超 90% (不含国内产能)。2018 年, 国内非离子型纤维素醚产能约 30 万吨, CR4 不足 40%。环保压力下, 小产能出清, 行业集中度有望得到进一步提升。同时在政策调控下, 中国房地产行业集中度不断提升, 2020 年 CR10 约 26.5%。房地产整合将带动上游纤维素醚供应商整合, 山东赫达作为优质纤维素醚供应商, 有望充分受益。

图 37: 国内外非离子型纤维素醚产能分布 (单位: 万吨)



资料来源: 各公司公告, 德邦研究所

图 38: 2011-2020 年国内房地产行业集中度情况 (CR10)

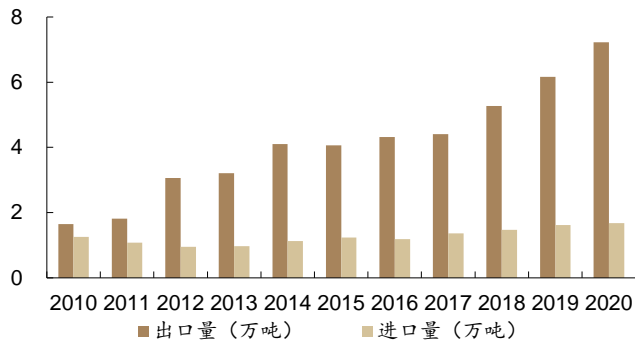


资料来源: Wind, 德邦研究所

**国内高端纤维素醚行业发展空间广阔。**中国大部分纤维素醚企业的产品主要应用于产业的中低端领域, 附加值不高。2020 年, 中国初级其他纤维素醚出口量为 7.2 万吨, 同比增长 17.3%, 进口量 1.7 万吨, 同比增长 3.4%, 并且纤维素醚进口产品价格明显高于出口价格。国内各纤维素醚企业大多处在转型升级的关键

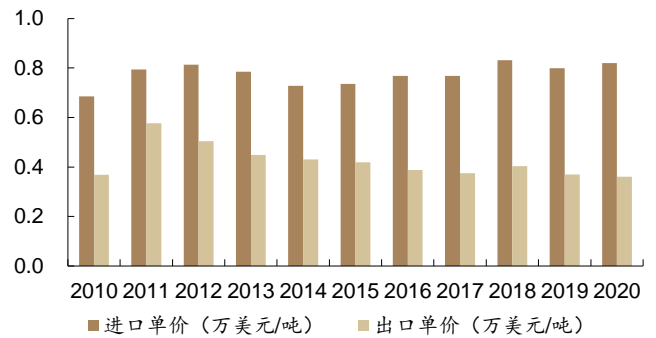
期，在高端纤维素醚突破的国内企业，将以成本优势与国外企业竞争，发展空间广阔。

图 39：2010-2020 年国内纤维素醚进出口量情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 40：2010-2020 年国内纤维素醚进出口单价情况



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.3. 公司品牌享誉海内外，持续拓展高端应用领域

**公司客户资源丰富、海外客户拓展迅速。**公司纤维素醚产品具备较强的市场竞争力，质量达到德国等发达国家的严苛标准要求。并且赫达品牌在行业内树立了高品质纤维素醚的形象，深受客户认可。目前公司产品已稳定销往德国、法国、意大利、西班牙、俄罗斯、土耳其、美国、加拿大、巴西、印度、日本、韩国、澳大利亚、马来西亚、新加坡等 70 多个国家和地区。2019 年新增海外客户 100 余家，赫达品牌得到海外市场广泛认可。公司投建 4 万吨/年纤维素醚项目，将进一步提升公司纤维素醚的规模优势，在纤维素醚行业持续做大做强。

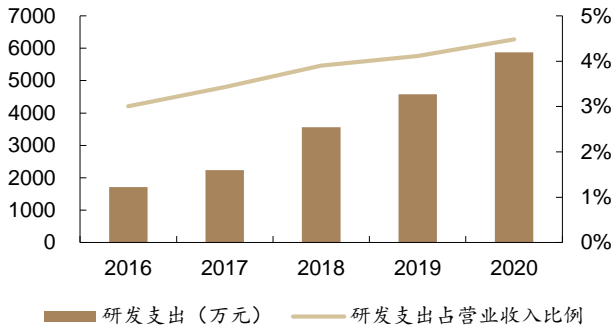
表 7：公司主要客户资源

行业	客户
建材行业	意大利马贝 (Mapei)
	法国圣戈班 (Saint-Gobain)
	德国可耐福公司 (Knauf Gips KG)
	德高 (广州) 建材有限公司
	东方雨虹
医药行业	印度 IRIS INGREDIENTS
	美国 KERRY BIOSCIENCE
	天方药业有限公司
	正大天晴药业集团股份有限公司
	悦康药业集团有限公司
	云鹏医药集团有限公司

资料来源：公司公告，德邦研究所

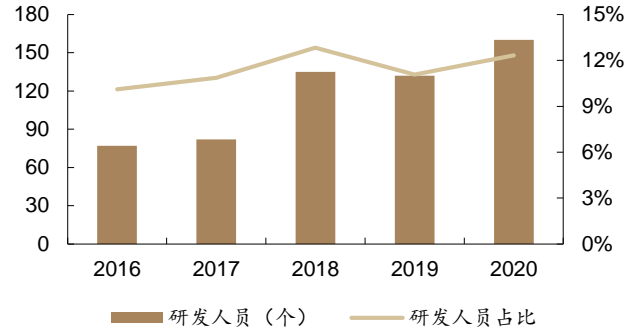
**技术储备品种丰富，持续向高端纤维素醚延拓。**公司植物胶囊现有专利 13 件，福川公司及赫尔希公司均已取得高新技术企业证书。公司合作开发的“一种纳米纤维素改良的锂电子电池隔膜及其制备方法”取得发明专利，现已进入小批量生产阶段。同时拥有应用于滴眼液和硝苯地平缓释片的羟丙甲纤维素等二十余项技术储备品种。公司纤维素醚产品将持续向高端拓展，产品结构将不断优化。

图 41: 公司研发支出及其占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 42: 公司研发员工人数及其占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

1. 纤维素醚：受益于国内房地产整合，国外市场逐步打开，公司纤维素醚有望凭借成本优势获取更多优质客户，同时纤维素醚持续向高端拓展，产品结构不断优化，预计纤维素醚 21-23 年收入增速分别约为 39%、35%、25%。

2. 植物胶囊：子公司赫尔希植物胶囊产业链一体化优势显著，植物胶囊已经进入快速放量期，赫尔希的收入和净利润均呈现高速增长，预计植物胶囊 21-23 年收入增速分别约为 117%、38%、36%。

3. 其他业务：双丙酮丙烯酰胺、原乙酸三甲酯、石墨设备以及其他业务增速较为稳定，预计双丙酮丙烯酰胺 21-23 年收入增速分别约为 9%、11%、0%；原乙酸三甲酯 21-23 年收入增速分别约为 29%、0%、11%；石墨设备 21-23 年收入增速分别约为 73%、0%、0%；其他业务 21-23 年收入增速分别约为 5%、5%、5%。

基于以上假设，预计公司 2021-2023 年每股收益 1.88、2.72 和 3.79 元，对应 PE 分别为 32、22 和 16 倍。

表 8：公司主营业务拆分与盈利预测

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
纤维素醚	营业收入 (百万元)	899	1252	1695	2126
	营业成本 (百万元)	609	854	1121	1360
	毛利 (百万元)	290	397	574	766
	毛利率	32.26%	31.73%	33.85%	36.05%
植物胶囊	营业收入 (百万元)	196	424	583	795
	营业成本 (百万元)	73	144	187	246
	毛利 (百万元)	123	280	396	549
	毛利率	62.88%	66.00%	68.00%	69.00%
双丙酮丙烯酰胺	营业收入 (百万元)	41	45	50	50
	营业成本 (百万元)	28	31	34	34
	毛利 (百万元)	14	14	16	16
	毛利率	32.78%	32.00%	32.00%	32.00%
原乙酸三甲酯	营业收入 (百万元)	87	112	112	124
	营业成本 (百万元)	55	61	61	67
	毛利 (百万元)	32	51	51	57
	毛利率	36.86%	45.75%	45.75%	45.75%
石墨设备	营业收入 (百万元)	35	60	60	60
	营业成本 (百万元)	23	42	42	42
	毛利 (百万元)	12	18	18	18
	毛利率	33.87%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	营业收入 (百万元)	51	53	56	59
	营业成本 (百万元)	40	42	44	47
	毛利 (百万元)	11	11	12	12
	毛利率	20.88%	21.00%	21.00%	21.00%
合计	营业收入 (百万元)	1309	1946	2555	3214
	营业成本 (百万元)	828	1174	1489	1796
	毛利 (百万元)	481	772	1067	1418
	毛利率	36.76%	39.66%	41.75%	44.12%

资料来源：公司公告，德邦研究所

我们采用了相对估值法，针对公司纤维素醚和植物胶囊的业务，我们选取了九典制药和山河药铺作为可比公司，据测算，行业主要公司 2021 年、2022 年平均估值为 28 倍和 20 倍，同时我们也参考 SW 其他化学制品板块当前平均 50 倍



PE 水平。基于药用辅材和植物肉市场蓬勃发展以及国内房地产商整合，公司纤维素醚需求稳步增长；依托成本优势，植物胶囊业绩快速放量，加速扩产抢占市场份额；福川化工生产线改造升级，有望成为公司新的利润增长点。我们认为公司将充分受益于规模成本优势和产品结构优化，进一步增强核心竞争力，未来持续高增长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
九典制药	25.13	59	1.80	2.98	-	33	20	-
山河药辅	16.16	29	1.25	1.57	-	23	19	-
		平均				28	20	-
山东赫达	59.62	120	3.77	5.46	7.60	32	22	16

资料来源：Wind，德邦研究所 注：收盘价取自 2021 年 3 月 22 日；除山东赫达外，其余均为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

新建项目投产不及预期；下游需求不及预期；产品价格波动风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.26	1.88	2.72	3.79
每股净资产	5.99	7.87	10.59	14.37
每股经营现金流	1.93	1.61	2.59	3.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.39	31.77	21.94	15.75
P/B	5.74	7.58	5.63	4.15
P/S	9.15	6.15	4.69	3.73
EV/EBITDA	17.46	25.31	17.02	11.61
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	39.7%	41.8%	44.1%
净利润率	19.3%	19.4%	21.4%	23.7%
净资产收益率	21.0%	23.8%	25.7%	26.3%
资产回报率	14.9%	17.9%	19.8%	20.9%
投资回报率	19.2%	23.7%	25.5%	26.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.6%	48.6%	31.3%	25.8%
EBIT 增长率	57.6%	50.4%	43.1%	38.3%
净利润增长率	60.0%	49.4%	44.8%	39.4%
偿债能力指标				
资产负债率	28.8%	24.3%	22.1%	19.5%
流动比率	1.7	2.4	3.1	3.9
速动比率	1.4	2.0	2.7	3.5
现金比率	0.6	0.9	1.6	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	61.1	64.2	62.6	63.4
存货周转天数	48.5	48.5	48.5	48.5
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	1.9	2.9	3.8	2.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	252	377	546	760
少数股东损益	2	10	12	15
非现金支出	95	0	0	0
非经营收益	9	6	7	10
营运资金变动	28	-70	-45	-69
经营活动现金流	387	323	520	716
资产	-237	-71	-72	-74
投资	-80	0	0	0
其他	6	0	0	0
投资活动现金流	-311	-71	-72	-74
债权募资	155	-85	0	0
股权募资	150	0	0	0
其他	-356	-3	-3	-3
融资活动现金流	-51	-88	-3	-3
现金净流量	19	164	445	638

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,309	1,946	2,555	3,214
营业成本	828	1,174	1,489	1,796
毛利率%	36.8%	39.7%	41.8%	44.1%
营业税金及附加	13	20	26	32
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	20	55	67	74
营业费用率%	1.5%	2.8%	2.6%	2.3%
管理费用	83	138	181	228
管理费用率%	6.3%	7.1%	7.1%	7.1%
研发费用	59	97	133	170
研发费用率%	4.5%	5.0%	5.2%	5.3%
EBIT	307	462	660	913
财务费用	21	21	25	27
财务费用率%	1.6%	1.1%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
营业利润	295	446	643	894
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	294	446	643	894
EBITDA	393	462	660	913
所得税	39	59	85	119
有效所得税率%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
少数股东损益	2	10	12	15
归属母公司所有者净利润	252	377	546	760

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	223	387	832	1,470
应收账款及应收票据	223	348	447	569
存货	110	156	198	238
其它流动资产	117	125	129	136
流动资产合计	673	1,017	1,606	2,413
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	674	674	674	674
在建工程	89	157	225	293
无形资产	128	128	128	128
非流动资产合计	1,016	1,084	1,153	1,221
资产总计	1,690	2,101	2,758	3,634
短期借款	85	0	0	0
应付票据及应付账款	153	217	275	332
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	155	201	242	285
流动负债合计	393	418	517	617
长期借款	54	54	54	54
其它长期负债	39	39	39	39
非流动负债合计	93	93	93	93
负债总计	486	511	610	710
实收资本	201	201	201	201
普通股股东权益	1,203	1,580	2,126	2,886
少数股东权益	0	10	22	37
负债和所有者权益合计	1,690	2,101	2,758	3,634

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。