

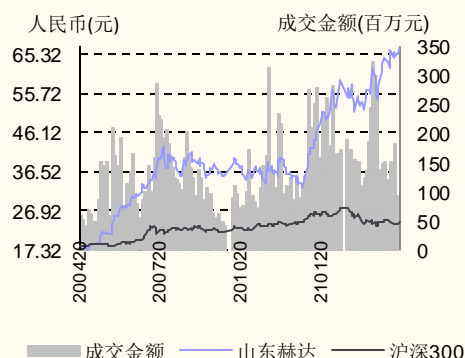
## 山东赫达 (002810.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 67.20 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.01
已上市流通 A 股(亿股)	1.80
总市值(亿元)	134.96
年内股价最高最低(元)	67.20/17.32
沪深 300 指数	5087
深证成指	14118



## 相关报告

- 1.《业绩符合预期，成长逻辑清晰-【国金化工】山东赫达点评》，2021.3.18
- 2.《植物胶囊产能扩产，看好长期成长-【国金基化】山东赫达点评》，2021.2.24
- 3.《业绩略超预期，纤维素醚应用领域持续拓展-【国金基化】山东赫达...》，2020.10.29
- 4.《纤维素醚应用不断拓展，植物胶囊快速增长-【国金基化】山东赫达...》，2020.9.30

陈屹 联系人  
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人  
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyiyong@gjzq.com.cn

## 业绩持续高增长，纤维素醚结构不断优化

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,113	1,309	1,731	2,101	2,556
营业收入增长率	21.87%	17.62%	32.23%	21.40%	21.64%
归母净利润(百万元)	158	252	363	457	583
归母净利润增长率	114.72%	60.02%	43.98%	25.71%	27.63%
摊薄每股收益(元)	0.828	1.256	1.808	2.273	2.901
每股经营性现金流净额	0.97	1.85	2.03	2.57	3.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.24%	20.96%	25.32%	26.73%	28.32%
P/E	23.42	27.39	37.16	29.56	23.16
P/B	4.04	5.74	9.41	7.90	6.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 4月19日，公司发布2021年1季报，2021年1季度公司实现营业收入3.29亿元，同比增长24.84%，归母净利润7984万元，同比增长107.5%，业绩符合预期。同时公司预计2021年上半年归母净利润为1.82-2.06亿元，同比增长50%-70%。

## 经营分析

- 植物胶囊高速增长。**目前全球植物胶囊市场约4.91亿美元，消费量约1400亿粒，需求以每年15%-20%左右的速度增长。公司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、质量优势显著。子公司赫尔希胶囊2020年实现营业收入2亿元，贡献净利润6100万。根据公司公告，公司预计2021年植物销量将达到160亿粒，到2023年产能达到350亿粒，2025年前达到500亿粒，届时公司植物胶囊规模达到全球第二，仅次于瑞士龙沙。
- 纤维素醚是植物肉不可或缺的添加剂，公司延伸布局或将带来新一轮业务增长。**纤维素醚是植物肉中除了植物蛋白之外一款不可或缺的添加剂，添加比例为2.5%，经我们测算，纤维素醚成本约占植物肉成本的10%左右，2020年3季度开始，公司有少量植物肉用纤维素醚销售，带来收入和业绩增长。公司投资1500万元，与高起共同设立米特加(上海)食品科技有限公司，正式进军植物蛋白人造肉市场，公司向食品级纤维素醚下游产业链延伸，推动产业链布局更加完善。
- 产品结构优化，产能扩产优势进一步突出。**整体来看，公司高端纤维素醚产品(瓷砖胶、自流平、医药食品级)比例不断增加；新增产能方面，公司预计2022年之前新增3.1万吨纤维素醚产能(2万吨建材级，1万吨食品医药级和1000吨电子级)。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.63亿元、4.57亿元和5.83亿元；EPS分别为1.81元、2.27元和2.9元，对应PE为37.2、29.6和23.2，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 产能建设进度不及预期；纤维素醚销量不及预期；原材料上涨；汇率波动

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	913	1,113	1,309	1,731	2,101	2,556
增长率		21.9%	17.6%	32.2%	21.4%	21.6%
主营业务成本	-682	-740	-828	-1,067	-1,274	-1,518
%销售收入	74.7%	66.5%	63.2%	61.7%	60.6%	59.4%
毛利	231	373	481	663	827	1,038
%销售收入	25.3%	33.5%	36.8%	38.3%	39.4%	40.6%
营业税金及附加	-6	-10	-13	-17	-21	-26
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-32	-39	-20	-35	-42	-51
%销售收入	3.5%	3.5%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-56	-84	-83	-112	-139	-171
%销售收入	6.1%	7.5%	6.3%	6.5%	6.6%	6.7%
研发费用	-36	-46	-59	-78	-97	-120
%销售收入	3.9%	4.1%	4.5%	4.5%	4.6%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	102	195	307	421	529	670
%销售收入	11.1%	17.5%	23.5%	24.3%	25.2%	26.2%
财务费用	-3	-9	-21	-5	-5	0
%销售收入	0.3%	0.8%	1.6%	0.3%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-15	13	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	8	0	0	0
投资收益	4	7	8	4	4	4
%税前利润	4.7%	3.9%	2.6%	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	89	186	295	420	528	674
营业利润率	9.8%	16.7%	22.5%	24.3%	25.1%	26.4%
营业外收支	-1	-4	-1	0	0	0
税前利润	88	182	294	420	528	674
利润率	9.7%	16.3%	22.4%	24.3%	25.1%	26.4%
所得税	-11	-20	-39	-57	-71	-91
所得税率	13.0%	10.9%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	77	162	255	363	457	583
少数股东损益	3	4	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	158	252	363	457	583
净利率	8.0%	14.2%	19.3%	21.0%	21.7%	22.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	77	162	255	363	457	583
少数股东损益	3	4	2	0	0	0
非现金支出	69	68	80	85	100	113
非经营收益	3	4	9	11	6	3
营运资金变动	-51	-48	28	-51	-48	-60
经营活动现金净流	98	185	372	408	515	638
资本开支	-145	-73	-237	-218	-262	-202
投资	-3	2	-80	-3	0	0
其他	-9	13	6	4	4	4
投资活动现金净流	-157	-57	-311	-217	-258	-198
股权募资	49	0	150	14	0	0
债权募资	4	-2	-96	-16	-12	-98
其他	-11	-48	-112	-156	-193	-240
筹资活动现金净流	42	-50	-57	-158	-205	-338
现金净流量	-18	77	4	33	52	102

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	77	190	223	256	309	411
应收账款	221	272	314	381	462	563
存货	154	148	110	184	220	262
其他流动资产	29	19	26	36	39	44
流动资产	481	630	673	857	1,030	1,279
%总资产	36.4%	42.5%	39.8%	42.8%	44.1%	47.8%
长期投资	9	9	34	34	34	34
固定资产	706	740	763	980	1,143	1,232
%总资产	53.4%	50.0%	45.1%	49.0%	48.9%	46.1%
无形资产	96	93	130	130	129	128
非流动资产	841	852	1,016	1,144	1,306	1,395
%总资产	63.6%	57.5%	60.2%	57.2%	55.9%	52.2%
资产总计	1,322	1,482	1,690	2,001	2,335	2,674
短期借款	117	143	128	111	98	0
应付款项	219	199	190	302	362	432
其他流动负债	39	54	76	60	73	90
流动负债	375	396	393	473	534	522
长期贷款	161	134	54	54	54	54
其他长期负债	14	18	39	40	40	40
负债	550	548	486	567	627	616
普通股股东权益	757	914	1,203	1,434	1,708	2,058
其中：股本	119	190	201	201	201	201
未分配利润	395	520	680	898	1,172	1,521
少数股东权益	15	19	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,322	1,482	1,690	2,001	2,335	2,674

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.617	0.828	1.256	1.808	2.273	2.901
每股净资产	6.358	4.806	5.992	7.141	8.505	10.246
每股经营现金净流	0.819	0.973	1.852	2.031	2.566	3.179
每股股利	0.200	0.400	0.500	0.723	0.909	1.161
回报率						
净资产收益率	9.70%	17.24%	20.96%	25.32%	26.73%	28.32%
总资产收益率	5.55%	10.64%	14.93%	18.15%	19.55%	21.79%
投入资本收益率	8.42%	14.33%	19.23%	22.79%	24.59%	27.44%
增长率						
主营业务收入增长率	40.18%	21.87%	17.62%	32.23%	21.40%	21.64%
EBIT 增长率	64.07%	91.76%	57.59%	37.18%	25.55%	26.69%
净利润增长率	58.47%	114.72%	60.02%	43.98%	25.71%	27.63%
总资产增长率	19.23%	12.11%	14.02%	18.44%	16.70%	14.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.1	63.0	59.1	64.0	64.0	64.0
存货周转天数	75.4	74.6	56.9	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	73.1	77.5	60.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	269.9	235.9	187.8	156.3	134.4	109.0
偿债能力						
净负债/股东权益	26.10%	9.13%	-4.04%	-6.86%	-9.55%	-17.68%
EBIT 利息保障倍数	33.1	20.7	14.6	79.8	107.5	3,331.7
资产负债率	41.59%	36.98%	28.78%	28.34%	26.86%	23.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	8	13
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.11	1.11	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

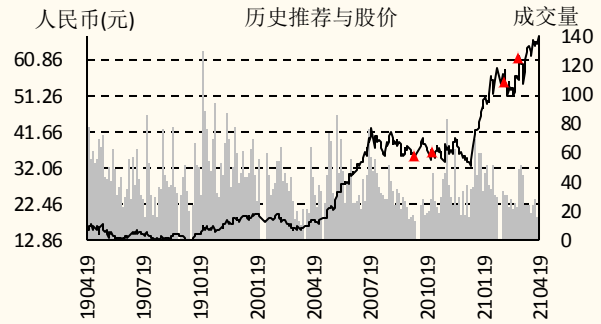
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-30	买入	35.28	53.15~53.15
2	2020-10-29	买入	36.77	N/A
3	2021-02-24	买入	57.98	N/A
4	2021-03-18	买入	55.56	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402