

2021 一季报点评：一季度业绩超我们预期，植物胶囊放量提振上半年业绩

买入（维持）

2021 年 04 月 26 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,309	1,804	2,466	3,248
同比（%）	17.6%	37.8%	36.7%	31.7%
归母净利润（百万元）	252	355	506	668
同比（%）	60.0%	40.8%	42.4%	32.1%
每股收益（元/股）	1.26	1.77	2.52	3.33
P/E（倍）	59	42	30	22

事件

山东赫达发布一季报，21Q1 实现营业收入 3.29 亿元（yoy+24.84%），归母净利润 7984 万元（+107.5%），业绩超出我们的预期。同时，公司预计 21H1 归母净利约 1.81 亿元~2.06 亿元，同增 50%~70%。

投资要点

■ **纤维素醚和植物胶囊供不应求，产品结构优化效果显著。**2021Q1 公司主营的纤维素醚和植物胶囊下游需求强劲，市场供给新增有限，纤维素醚价格提升，叠加医药、日化级等高毛利率品种占比持续增加，公司 21Q1 单季整体毛利率达到 39.49%（同比增加 5.98pct，环比增加 7.90pct），产品价格上涨的同时销售、管理等费用上涨幅度有限，期间费用率下降至 11.13%（同比下降 3.35pct，环比下降 2.06pct），净利率达到 24.26%（同比增加 9.12pct，环比增加 8.78pct）。

■ **纤维素醚-植物胶囊-人造肉三个发展维度层层递进。**公司深耕纤维素醚近 30 年，在纤维素醚领域做到国内第一的位置，在此基础上向下游进行延展。公司首先向下游拓展了植物胶囊领域，今年是植物胶囊快速起量、贡献业绩的大年，支撑公司三年内业绩高增长；此外，公司于 2020 年 11 月设立参股子公司米特加，向下游进军人造肉领域，人造肉市场在国内处于认知度提升的导入阶段，或将形成公司远期新的增长点。

■ **植物胶囊处于快速扩张阶段。**公司 2020 年具备年产 90 亿粒植物胶囊产能，在建产能 260 亿粒将在三年内逐步释放，由于存在一体化的优势，公司成本显著低于陶氏、信越等龙头。2021H1 子公司赫尔希植物胶囊及智慧工厂提升项目开始分批投产，植物胶囊产能逐步释放，市场开发力度持续增强，带动公司整体业绩的大幅提升。

■ **人造肉业务有望成为远期增长点。**纤维素醚是人造肉重要添加剂，帮助植物蛋白缩水提升新鲜度，直接决定人造肉的口感，约占人造肉成本的 10%。当前全球具备人造肉用纤维素醚技术的企业仅有陶氏、信越和赫达，其中公司凭借成本优势，价格仅为陶氏的一半，考虑到人造肉市场的潜力空间，人造肉用纤维素醚有望形成公司远期增长点。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司对上半年业绩判断和植物胶囊业务的快速起量，我们上调 2021~2023 年盈利预测至 3.55 亿元（前值 3.21 亿元）、5.06 亿元（前值 4.58 亿元）和 6.68 亿元（前值 6.53 亿元），EPS 分别为 1.77 元、2.52 元和 3.33 元，当前股价对应 PE 分别为 42X、30X 和 22X。考虑到公司业绩的持续高增长，我们维持对公司的“买入”评级。

■ **风险提示：**涂料级纤维素醚、人造肉用纤维素醚业务认证较难，存在业务推进不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.29
一年最低/最高价	16.60/76.18
市净率(倍)	11.61
流通 A 股市值(百万元)	13382.38

基础数据

每股净资产(元)	6.40
资产负债率(%)	26.89
总股本(百万股)	200.83
流通 A 股(百万股)	180.14

相关研究

- 1、《山东赫达 (002810)：2020 年年报点评：业绩超市场预期，未来成长势头明确》2021-03-17
- 2、《山东赫达 (002810)：业绩持续改善，涂料级纤维素醚是焦点》2020-08-19
- 3、《山东赫达 (002810)：胶囊产能稳步释放，涂料纤维素醚值得期待》2020-07-12

山东赫达三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	673	878	1,192	1,644	营业收入	1,309	1,804	2,466	3,248
现金	223	211	414	568	减:营业成本	828	1,132	1,535	2,020
应收账款	223	302	413	544	营业税金及附加	13	18	25	33
存货	110	243	236	395	营业费用	20	27	37	49
其他流动资产	117	122	129	137	管理费用	83	103	129	170
非流动资产	1,016	1,263	1,535	1,836	研发费用	59	81	111	146
长期股权投资	26	54	83	113	财务费用	21	27	34	40
固定资产	674	871	1,095	1,346	资产减值损失	-7	15	20	29
在建工程	89	112	134	159	加:投资净收益	8	6	7	7
无形资产	128	125	122	118	其他收益	6	6	6	6
其他非流动资产	100	100	100	100	资产处置收益	-4	-4	-4	-4
资产总计	1,690	2,141	2,726	3,480	营业利润	295	411	587	775
流动负债	393	476	592	729	加:营业外净收支	-1	-2	-2	-2
短期借款	85	85	85	85	利润总额	294	410	585	772
应付账款	153	249	340	447	减:所得税费用	39	51	75	98
其他流动负债	155	143	168	197	少数股东损益	2	4	5	7
非流动负债	93	103	113	119	归属母公司净利润	252	355	506	668
长期借款	54	64	74	80	EBIT	296	410	583	765
其他非流动负债	39	39	39	39	EBITDA	382	492	694	911
负债合计	486	579	705	848	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	4	8	15	每股收益(元)	1.26	1.77	2.52	3.33
归属母公司股东权益	1,203	1,558	2,013	2,617	每股净资产(元)	5.99	7.76	10.02	13.03
负债和股东权益	1,690	2,141	2,726	3,480	发行在外股份(百万股)	201	341	341	341
					ROIC(%)	23.8%	25.7%	31.1%	32.3%
					ROE(%)	21.2%	23.0%	25.3%	25.6%
					毛利率(%)	36.8%	37.2%	37.7%	37.8%
					销售净利率(%)	19.3%	19.7%	20.5%	20.6%
					资产负债率(%)	28.8%	27.0%	25.9%	24.4%
					收入增长率(%)	17.6%	37.8%	36.7%	31.7%
					净利润增长率(%)	57.2%	40.8%	42.4%	32.1%
					P/E	59.15	42.02	29.51	22.33
					P/B	12.40	9.57	7.41	5.70
					EV/EBITDA	66.36	51.56	36.28	27.49
现金流量表(百万元)									
经营活动现金流	387	354	649	685					
投资活动现金流	-311	-323	-376	-440					
筹资活动现金流	-51	-44	-69	-91					
现金净增加额	19	-13	204	154					
折旧和摊销	86	81	111	145					
资本开支	239	218	243	272					
营运资本变动	29	-108	-0	-168					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 根据公司披露的 2020 年度利润分配方案 10 转 7 股, 我们对调整 2021 年及以后的股本数。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>