



买入(维持)

所属行业: 化工/化学制品  
当前价格(元): 48.68

证券分析师

李骥

资格编号: S0120521020005

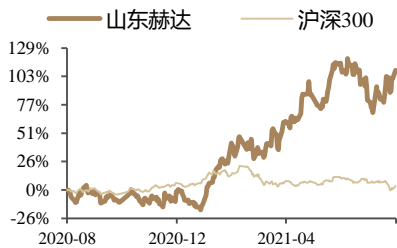
邮箱: lij3@tebon.com.cn

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(%) | 8.23  | -2.93 | 11.33 |
| 相对涨幅(%) | 13.88 | 4.71  | 15.03 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《山东赫达(002810.SZ) 2021 年一季报点评: 单季度净利率创新高, 产品放量维持高增长》, 2021.4.19
- 《山东赫达(002810.SZ): 产品结构持续优化, 植物胶囊剑指亚洲第一品牌》, 2021.3.23

股票数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股):    | 341.38      |
| 流通A股(百万股):   | 316.83      |
| 52周内股价区间(元): | 19.12-51.18 |
| 总市值(百万元):    | 16,618.43   |
| 总资产(百万元):    | 1,757.38    |
| 每股净资产(元):    | 6.40        |

资料来源: 公司公告

# 山东赫达(002810.SZ)事件点评: 植物肉中试项目投产, 食品级纤维素醚放量在即

投资要点

- 事件:** 8月2日, 公司公告参股子公司米特加(上海)之全资子公司米特加(淄博)建设的“年产700吨植物肉中试车间项目”部分装置已于近日建成并准备投产运行。
- 食品级纤维素醚即将放量, 打造公司新的业绩增长极。** 食品级纤维素醚系植物蛋白人造肉的核心配料, 高端植物肉用纤维素醚技术门槛极高, 公司掌握关键核心技术, 国内目前仅有公司能生产。“年产700吨植物肉中试车间项目”生产线已于近日搭建完成, 并将于8月7日正式投入生产。米特加(淄博)将形成年产700吨植物肉的生产能力, 提供包括植物肉糜、植物肉饼、植物肉丸、植物牛肉粒、植物鸡块等在内的数十种植物基产品。同时米特加二期工厂正在设计规划中, 设计产能3万吨, 专业生产米特加品牌植物肉产品和赫姆西核心配料, 预计2022年7月投入运行。此次中试项目的投产将有效推进植物肉产业化生产进程, 公司的食品级纤维素醚也将迎来快速放量期, 有望贡献新的业绩增长点。
- 植物肉产业蓬勃发展, 公司进军植物肉市场。** 据 Markets and Markets 数据, 2020年全球人造肉行业市场规模约139亿美元, 预计未来几年市场规模将持续扩大, 2025年将达279亿美元, 复合增速达15%。2020年, 公司与高起共同投资设立米特加, 持股30%, 正式进军植物肉市场。合作方高起专注于纤维素醚销售十余年, 在食品级纤维素醚领域具有丰富的市场及人脉资源。米特加公司将自主研发、生产并销售人造肉产品, 同时, 米特加也将对重要的植物肉原料——植物蛋白进行深耕布局, 致力于打通整个植物肉供应链的核心环节。公司依托米特加在植物蛋白的领先技术优势, 将加快推进食品级纤维素醚在植物蛋白人造肉领域的应用, 并促进公司未来在食品领域的可持续发展。
- 纤维素醚持续向高端拓展, 产品结构不断优化。** 纤维素醚在下游企业生产成本中占比不高, 但是客户对其质量要求严格, 质量是纤维素醚生产企业发展壮大的前提。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, 客户资源优势明显, 直销大客户占比逐年提高, 客户粘性日益增强。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, 利润率有望稳步提升。
- 投资建议:** 预计公司2021-2023年每股收益1.10、1.60和2.23元, 对应PE分别为44、30和22倍, 参考SW其他化学制品板块当前平均53倍PE水平, 考虑公司三年内产能有望翻倍, 业绩长期高增长有保证, 维持“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。

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) | 0.46   | 0.74  | 1.10  | 1.60  | 2.23  |
| 毛利率(%)      | 33.5%  | 36.8% | 39.7% | 41.8% | 44.1% |
| 净资产收益率(%)   | 17.2%  | 21.0% | 21.9% | 24.1% | 25.1% |

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



## 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      | 0.74  | 1.10  | 1.60  | 2.23  |
| 每股净资产     | 3.53  | 5.04  | 6.64  | 8.87  |
| 每股经营现金流   | 1.13  | 1.06  | 1.60  | 2.19  |
| 每股股利      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |       |       |       |       |
| P/E       | 46.56 | 44.10 | 30.46 | 21.85 |
| P/B       | 9.76  | 9.66  | 7.33  | 5.49  |
| P/S       | 7.47  | 8.54  | 6.50  | 5.17  |
| EV/EBITDA | 17.46 | 33.00 | 23.69 | 16.68 |
| 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% | 21.9% | 24.1% | 25.1% |
| 资产回报率     | 14.9% | 15.2% | 18.8% | 20.1% |
| 投资回报率     | 19.2% | 19.4% | 24.0% | 25.1% |
| 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% | 30.2% | 21.1% | 18.8% |
| 流动比率      | 1.7   | 1.6   | 2.4   | 3.0   |
| 速动比率      | 1.4   | 1.3   | 2.0   | 2.6   |
| 现金比率      | 0.6   | 0.6   | 0.9   | 1.5   |
| 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   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 固定资产周转率   | 1.9   | 2.0   | 2.3   | 2.6   |

| 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   | 40    | 26    | 33    |
| 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  | 363   | 546   | 748   |
| 资产         | -237 | -476  | -247  | -267  |
| 投资         | -80  | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流    | -311 | -476  | -247  | -267  |
| 债权募资       | 155  | 155   | -240  | 0     |
| 股权募资       | 150  | 141   | 0     | 0     |
| 其他         | -356 | -3    | -3    | -3    |
| 融资活动现金流    | -51  | 292   | -243  | -3    |
| 现金净流量      | 19   | 180   | 56    | 478   |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期,8月2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   | 502   | 686   | 946   |
| 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   | 403   | 459   | 937   |
| 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   | 1,032 | 1,232 | 1,880 |
| 长期股权投资     | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 固定资产       | 674   | 992   | 1,115 | 1,238 |
| 在建工程       | 89    | 157   | 225   | 293   |
| 无形资产       | 128   | 174   | 201   | 238   |
| 非流动资产合计    | 1,016 | 1,449 | 1,667 | 1,894 |
| 资产总计       | 1,690 | 2,482 | 2,899 | 3,774 |
| 短期借款       | 85    | 240   | 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   | 658   | 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   | 751   | 610   | 710   |
| 实收资本       | 201   | 341   | 341   | 341   |
| 普通股股东权益    | 1,203 | 1,721 | 2,266 | 3,027 |
| 少数股东权益     | 0     | 10    | 22    | 37    |
| 负债和所有者权益合计 | 1,690 | 2,482 | 2,899 | 3,774 |

# 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

| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>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；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>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。 | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>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；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>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。 | 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。                 |
| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>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；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>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经营范围包括证券投资咨询业务。