



Research and
Development Center

纤维素醚国际龙头初长成，下游高端延伸再造一个赫达

—山东赫达(002810.SZ) 首次覆盖报告

2022 年 4 月 11 日

张燕生 化工行业首席分析师

S1500517050001

+86 10 83326847

zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

S1500520080002

+86 10 83326848

hongyingdong@cindasc.com

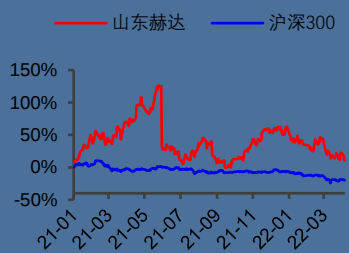
证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

山东赫达 (002810)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	41.92
52 周内股价波动区间 (元)	40.88-61.99
最近一月涨跌幅 (%)	-0.29
总股本 (亿股)	3.43
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	143.61

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

纤维素醚国际龙头初长成，下游高端延伸再造一个赫达

2022 年 4 月 11 日

本期内容提要：

◆**纤维素醚龙头，产业升级叠加国产替代。**纤维素醚被誉为工业味精，在建筑、医药、食品等领域都有着广泛的应用，公司是国内纤维素醚领域的龙头企业，截止 2021 年，公司拥有纤维素醚产能 3.8 万吨，位列国内第一，而我国目前产能在 1 万吨以上的企业仅 15 家，大部分小型企业的年生产能力 2,000 吨以下，生产技术落后，生产装置简陋，环保措施不齐全，环境污染严重，产品主要定位在中低端市场，在低碳环保的形势下小型企业面临淘汰，国内竞争格局进一步向龙头集中。公司目前除了在传统的建材领域具有显著的成本优势以外，也是目前国内少有的可以同时生产食品级和医药级纤维素醚的企业，生产的产品除了供应国内市场，已经有超过 50% 的产品出口，实现了在海外市场对国际龙头企业的替代，未来公司进一步提升食品和医药级纤维素醚的产能，有望持续提升在国际市场的占有率。

◆**一体化布局向下游延伸，未来有望“再造一个赫达”。**公司是全行业唯一能够同时覆盖纤维素醚和植物胶囊的企业，在医药级纤维素醚及其应用领域确立了国内优势地位。公司依托于自身医药级纤维素醚的产能和成本优势，向下游植物胶囊领域延伸。植物胶囊相较于传统的明胶胶囊，有着环保、低碳、保湿性能持续等多个优势，在胶囊的占有率、尤其是在欧美及穆斯林国家快速渗透，未来在发展中国家也有极大的增长潜力，目前处于需求快速爆发供不应求的阶段。截止 2021 年底，公司植物胶囊产能达到 150 亿粒，260 亿粒/年植物胶囊产能正在建中。公司植物胶囊收入占比从 2015 年的不到 1% 提升至 2020 年的接近 15%，毛利率也从 2015 年的 37% 提升至 2019 年的 64%，成为公司利润的重要增长点。同时，公司在当前健康饮食、低碳饮食的风潮下，进一步从食品级纤维素醚向下游延伸向植物肉领域，植物肉属于新兴产业，目前公司已开发出成熟产品向市场推广，随着国际连锁和国内连锁企业在植物肉领域持续推出新产品，公司在食品级下游推出的植物肉产品有望成为公司业务新的爆点。一体化发展有望再造一个赫达。

◆**海运边际改善，出口业务毛利率有望进一步提高。**相比于产能较小的企业，公司产品由于品质高、高端化，除了供应国内市场，还有超过 50% 供应海外市场，尤其是公司的植物胶囊产品，主要供应海外市场，植物胶囊由于质量轻、体积大，因此运费占比相对较高，2021 年下半年，受到美国堵港问题影响，集装箱运力相对紧缺，运费飙升，公司出口业务毛利率受到影响。全球最大的集装箱海运公司马士基最新财报表示，预计 2022 年全年息税折旧及摊销前净利润同样为 240 亿美元（与 2021 年持平），并预计当前的市场情况将持续到 2022 年第二季度，在今年下半年逐渐回归正常。结合美国政府重点治理货柜堆积造成的堵港问题和对报关政策调整的现状，我们认为 2022 年下半年运价有望回到正常水平，公司出口业务毛利率有望提升。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 17.28、23.57、31.08 亿元，同比增长 32.02%、36.37%、31.87%，归属母公司股东的净利润分别为 3.40、5.42、7.48 亿元，同比增长 34.86%、59.24%、38.04%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 1.69 元，2.70 元和 3.72 元，当前股价对应 PE 为 25，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**产能建设不如预期的风险；下游需求大幅下降的风险；原材料价格大幅上涨的风险

主要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1113	1309	1728	2357	3108
增长率 YoY %	21.87%	17.62%	32.02%	36.37%	31.87%
归属母公司净利润(百万元)	158	252	340	542	748
增长率 YoY%	114.72%	60.02%	34.86%	59.24%	38.04%
毛利率%	33.49%	36.76%	36.31%	39.85%	41.08%
净资产收益率 ROE%	17.24%	20.96%	22.04%	25.98%	26.39%
EPS(摊薄)(元)	0.83	1.26	1.69	2.70	3.72
市盈率 P/E(倍)	53	33	25	16	11
市净率 P/B(倍)	9.21	7.00	5.45	4.04	2.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
公司基本情况.....	7
(一) 公司简介.....	7
(二) 公司经营情况.....	9
纤维素醚国产替代进行时, 植物胶囊供不应求.....	11
(一) 纤维素醚市场高景气, 国产替代是主要方向.....	11
1. 纤维素醚介绍.....	11
2. 纤维素醚的下游应用.....	12
(二) 植物胶囊是空心胶囊产业升级的方向之一.....	20
(三) 植物肉概念火爆, 早布局有望建立先发优势.....	23
(四) 纤维素醚面临行业升级, 集中度有望进一步提升.....	24
纤维素醚为底, 不断向高端、高附加值产品延伸.....	27
(一) 纤维素醚实现一体化布局, 发展高附加值产品.....	27
(二) 海运费下降为公司出口带来利好.....	28
投资评级.....	30
(一) 盈利预测.....	30
(二) 相对估值.....	31
风险因素.....	32

表 目 录

表 1: 公司产能.....	10
表 2: 纤维素醚分类 (按电离性).....	12
表 3: 纤维素醚的主要用途和功能.....	14
表 4: 建筑级纤维素醚的主要用途和功能.....	15
表 5: 预拌砂浆相关政策.....	16
表 6: 我国药用辅料产值测算 (亿元).....	18
表 7: 纤维素醚在食品中的用途和功能.....	19
表 8: 动植物胶囊对比.....	20
表 9: 全球植物胶囊主要产能.....	22
表 10: 我国非离子型纤维素醚主要产能 (吨).....	25
表 11: 关键假设.....	30
表 12: 盈利预测.....	31
表 13: 相对估值.....	31

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 公司主要产品.....	7
图 3: 公司目前股权结构图 (截至 2021 年 4 月 11 日).....	8
图 4: 公司业务收入比例.....	8
图 5: 公司 2020 年不同产品业务收入比例.....	9
图 6: 公司营业收入 (亿元) 及增长情况.....	9
图 7: 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况.....	9
图 8: 公司 ROA 和 ROE (%).....	10
图 9: 公司销售毛利率和净利率 (%).....	10
图 10: 公司费用率 (%).....	10
图 11: 公司资产负债率 (%).....	10
图 12: 纤维素醚分子结构示意图.....	11
图 13: 全球最主要的非离子纤维素醚消费地区及占比.....	12
图 14: 非离子型纤维素醚用途示意图.....	13
图 15: 全球非离子型纤维素醚行业需求结构图.....	13
图 16: 中国非离子型纤维素醚行业需求结构图.....	13
图 17: 欧美房地产业增长情况.....	15
图 18: 海外非离子型纤维素醚主要产能 (万吨).....	15
图 19: 我国房地产开发投资完成额及同比.....	16
图 20: 我国建筑业总产值及同比.....	16
图 21: 墙体结构剖面图.....	17
图 22: 地板结构剖面图.....	17

图 23: 全球药品市场规模与增速	18
图 24: 我国烘焙糕点销售量及同比	20
图 25: 新中式糕点货单价对应销售额增长率	20
图 26: 全球植物胶囊市场空间 (亿美元)	21
图 27: 美国进口植物胶囊金额 (美元)	21
图 28: 美国进口植物胶囊数量 (千粒)	21
图 29: 美国进口植物胶囊中国和其他地区占比 (%)	22
图 30: 市面部分植物肉产品	23
图 31: 全球植物肉市场规模 (亿美元)	24
图 32: 建材级 HPMC 生产流程	24
图 33: 医药食品级 HPMC 生产流程	24
图 34: 我国初级形状的纤维素醚进出口数量 (万吨)	25
图 35: 我国初级形状的纤维素醚进出口平均单价 (美元/千克)	25
图 36: 公司植物胶囊销售数量 (亿粒)	27
图 37: 公司主要产品毛利率	27
图 38: 公司不同地区业务收入比例	28
图 39: 波罗的海集装箱运价指数	29

投资聚焦

食品级医药级纤维素醚增长可期，建材市场无需担忧 纤维素醚作为工业味精，其传统下游中建材领域占比较高。在国家宏观调控政策影响下，市场担忧纤维素醚下游的需求受到影响。从行业层面，我们认为一方面，建材领域需求仅占纤维素醚的需求的一部分，另一方面，国内小企业产能面临环保压力面临淘汰压力，且新基建要求的绿色建筑有望提升纤维素醚在单位建材中的添加比例，因此国内行业格局有望改善。同时，从公司维度来看，我们认为，公司产品中有 50% 面向海外市场，海外市场目前仍然增长可期。在建材级产品外，公司还有食品级、医药级纤维素醚产能，食品级、医药级产品技术壁垒相对较高，公司成本优势突出，正在对国际龙头企业进一步替代，未来公司新增产能也主要来自高毛利率的食品级、医药级产能，公司纤维素醚产品无论从规模还是从利润率角度都有望持续提升。

植物胶囊再造一个赫达 公司植物胶囊产品产能达到 150 亿粒，收入已占公司的近 20%，未来公司植物胶囊产能有望翻倍。植物胶囊成为公司“再造一个赫达”的重要发力点。公司植物胶囊产品由于具有上下游一体化优势、大客户深度绑定等优势，同时又面对着下游市场规模大、市占率提升的关键时期，毛利率持续提升，截止 2021 年已超过 65%，也成为公司利润增长的重要支撑。相较于大宗商品，公司的植物胶囊具有毛利率稳定、客户稳定、需求增长快、技术壁垒高等多重优势。

植物肉打开未来成长空间 公司具有前瞻性眼光，在植物肉市场爆发的初期就切入到该领域进行布局，同时，公司对于植物肉的布局绝不是“追热点”式投资，是依托于公司在纤维素醚领域的产能向下游延伸的又一业务开拓。公司布局植物肉行业，有望建立先发优势，受益于植物肉行业未来的快速扩张。

公司基本情况

（一）公司简介

山东赫达集团股份有限公司（山东赫达）前身是淄博石墨化工设备厂，主要从事石墨化工设备的制造和销售。公司成立于1992年12月7日，2000年开始进入非离子型纤维素醚行业，2016年登录深交所中小板。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司主营业务为水溶性高分子化合物的研发、生产和销售，主要产品是非离子型纤维素醚，具有自主研发、生产中高端型号建材级、医药级和食品级非离子型纤维素醚的能力。公司主要产品为纤维素醚、植物胶囊、原乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺等。

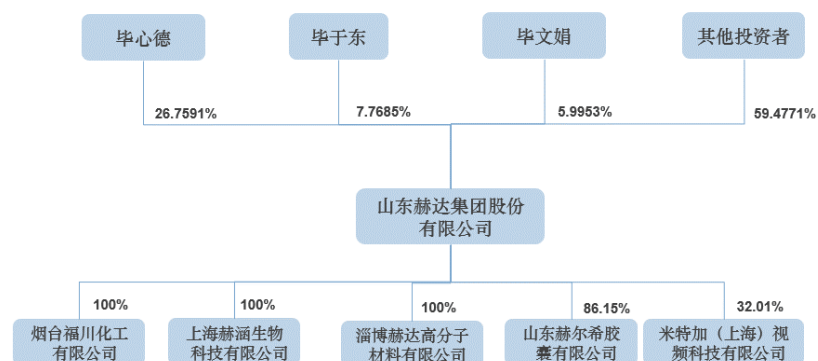
图 2：公司主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权结构方面，毕心德是公司的实际控制人，直接持股比例达到 26.76%。毕心德及其子毕于东、其女毕文娟具有一致行动关系，持股比例合计 40.52%。公司主要的全资子公司包括福川化工、赫涵生物和淄博赫达，重要的控股子公司包括赫尔希和米特加，持股比例分别达到 86.15%和 32.01%。福川化工主要负责乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺的生产和销售，赫涵生物主要负责产品技术的研发和推广，赫尔希主要负责植物胶囊的制造和销售。米特加是公司投资 1500 万元、与高起共同设立的，主要面向植物蛋白人造肉市场。

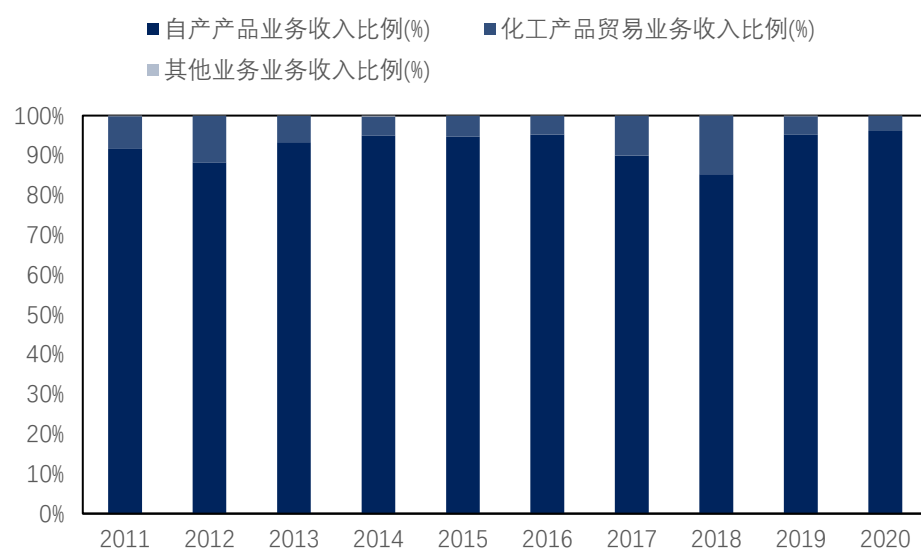
图 3：公司目前股权结构图（截至 2021 年 4 月 11 日）



资料来源：wind，信达证券研发中心

从行业来看，公司收入主要来自自产的纤维素醚及相关产品，近十年占比均值达到 92%，2020 年自产产品占比达到 96%。除了自产产品外，公司还经营部分化工产品贸易等业务。

图 4：公司业务收入比例

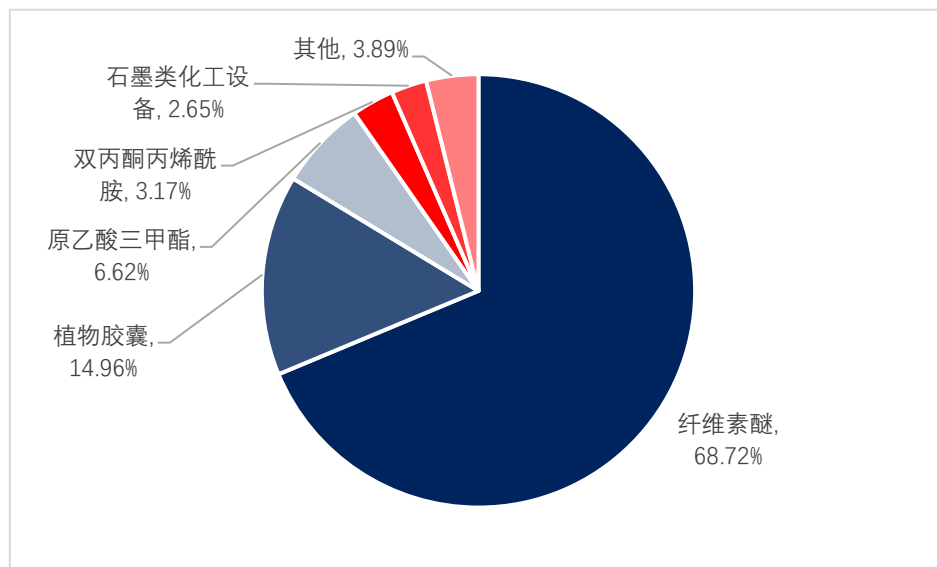


资料来源：wind，信达证券研发中心

从不同产品的收入比例来看，2020 年纤维素醚收入占比 68.72%，是公司最重要的收入来源。请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

源，其次是植物胶囊，占比达到 14.96%。2015 年，植物胶囊的收入占比仅为 0.07%，随着公司产能扩张和客户的开拓，植物胶囊近几年实现了高速增长。

图 5：公司 2020 年不同产品业务收入比例

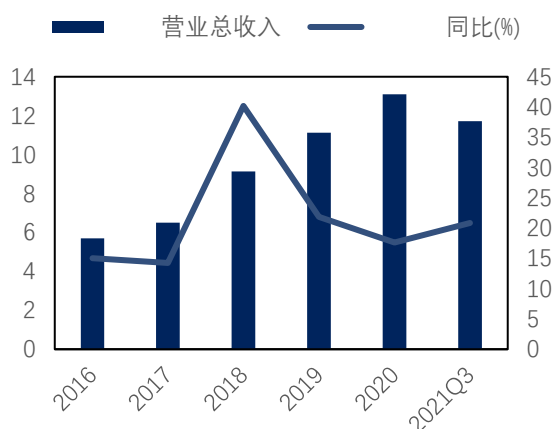


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

（二）公司经营情况

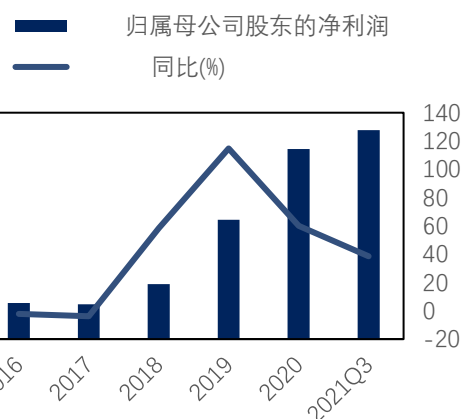
2016 年到 2020 年，公司营业总收入由 5.70 亿元增长到 13.09 亿元，年复合增长率为 23.10%，归母净利润由 0.48 亿元增长到 2.52 亿元，年复合增长率为 51.37%。2021 年前三季度，公司实现收入 11.71 亿元，同比增长 20.84%，达到 2020 年全年收入的 89.46%，归母净利润 2.77 亿元，同比增长 38.56%，达到 2020 年全年的 109.92%。在疫情和海运费高涨的情况下，公司收入和利润仍实现了持续的高增长。

图 6：公司营业收入（亿元）及增长情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：公司归母净利润（亿元）及增长情况

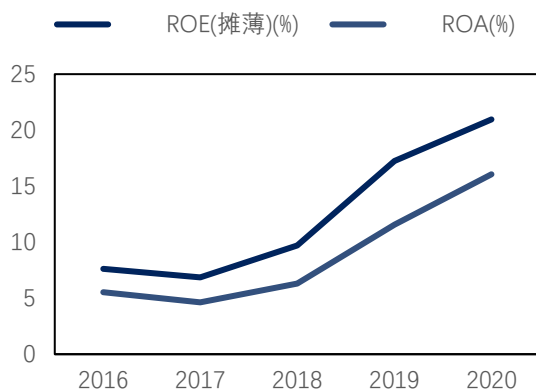


资料来源：wind，信达证券研发中心

2016-2020 年以来，公司 ROA、ROE、销售毛利率、销售净利率均不断增长，分别增长了 10.52、13.33、12.10、11.26 个百分点。公司盈利能力提高主要得益于 20000 吨/年纤维素醚改建项目的达产和植物胶囊的投产。

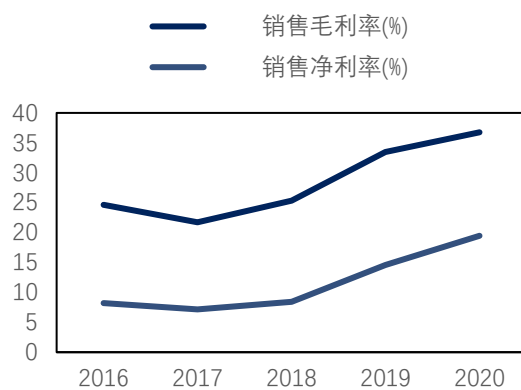
在费用率方面，由于公司管理不断完善和新收入准则的实施，2016-2020 年公司管理费用率和销售费用率不断下降。2020 年汇兑损失导致公司财务费用率达到 1.61%，除此外，公司 2018 年以来财务费用率均降至 1% 以下。

图 8：公司 ROA 和 ROE (%)



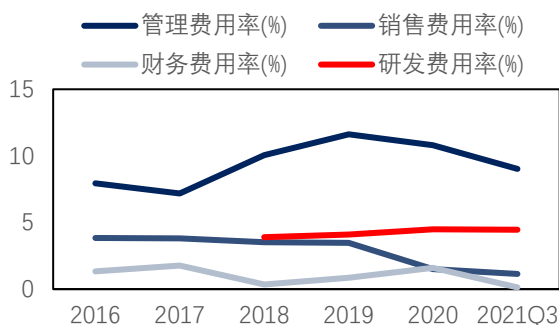
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 9：公司销售毛利率和净利率 (%)



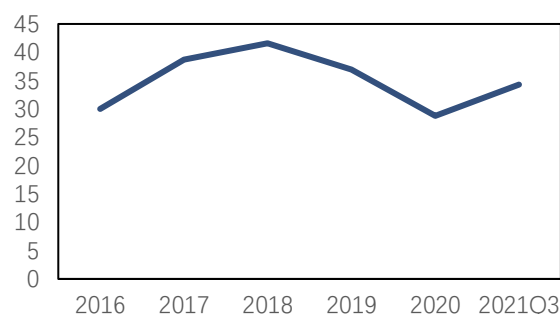
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10：公司费用率 (%)



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 11：公司资产负债率 (%)



资料来源：wind，信达证券研发中心

从公司产能情况来看，截至 2020 年，公司拥有建材/涂料级非离子型纤维素醚 3 万吨/年，我们预计到 2023 年将实现产能的大幅扩张；拥有医药/食品级非离子型纤维素醚 4000 吨/年，我们预计到 2023 年会增长 1 万吨以上；拥有植物胶囊 90 亿粒/年，我们预计到 2023 年增长到 350 亿粒/年，到 2025 年增长到 500 亿粒/年。公司非离子型纤维素醚产品覆盖建材级、医药级和食品级，生产规模国内第一、全球第四。

表 1：公司产能

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
建材/涂料级非离子型纤维素醚 (吨/年)	30000	31000	51000	51000		
医药/食品级非离子型纤维素醚 (吨/年)	4000	7000	17000	17000		
植物胶囊 (亿粒/年)	90	160	240	350	425	500
双丙酮丙烯酸酯 (吨/年)	1000	1300	1600	1800		
原乙酸三甲酯 (吨/年)	5000	7000	8000	9000		
石墨类化工设备	远期规模达到 1200 台套/年					

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

纤维素醚国产替代进行时，植物胶囊供不应求

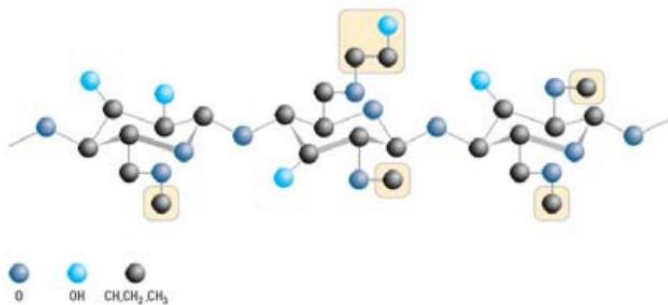
（一）纤维素醚市场高景气，国产替代是主要方向

1. 纤维素醚介绍

纤维素 (cellulose) 是植物细胞壁的主要成分，是自然界中分布最广、含量最多的一种多糖，占植物界碳含量的 50% 以上。其中，棉花的纤维素含量接近 100%，是天然的最纯纤维素来源。一般木材中，纤维素占 40~50%，还有 10~30% 的半纤维素和 20~30% 的木质素。

纤维素醚是以天然纤维素为原料、经过醚化得到的一类多种衍生物的总称，是纤维素大分子上的羟基被醚基团部分或全部取代后形成的产品。纤维素大分子存在链内、链间氢键，很难溶解在水和几乎所有的有机溶剂中，但经过醚化引入醚基团后可改善亲水性、大大提高在水和有机溶剂中的溶解性能。

图 12：纤维素醚分子结构示意图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

纤维素醚有“工业味精”之美誉，具有溶液增稠性、良好水溶性、悬浮或乳胶稳定性、成膜性、保水性、黏合性等优良性能，同时无毒、无味，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域。纤维素醚具有用途广、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点，在其添加领域内可明显改善和优化产品性能，有利于提高资源利用效率和产品附加值，是国民经济各领域必不可少的环保型添加剂。

根据纤维素醚的电离性、取代基种类和溶解性的差异，可对纤维素醚进行不同的分类。按照取代基种类的不同，纤维素醚可以分为单一醚和混合醚。根据溶解性可以将纤维素醚分为水溶性和非水溶性产品。根据电离性可以分为离子型、非离子型和混合型产品。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)。

表 2: 纤维素醚分类 (按电离性)

分类	纤维素醚	水溶特性	缩写
非离子型	羟丙基甲基纤维素	水溶性	HPMC
	甲基纤维素	水溶性	MC
	乙基纤维素	非水溶性	EC
	羟乙基纤维素	水溶性	HEC
	羟丙基纤维素	水溶性	HPC
	羟乙基甲基纤维素	水溶性	HEMC
离子型	羧甲基纤维素钠	水溶性	CMC、PAC
混合型	羟乙基羧甲基纤维素	水溶性	HECMC
	羟丙基羧甲基纤维素	水溶性	HPCMC

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

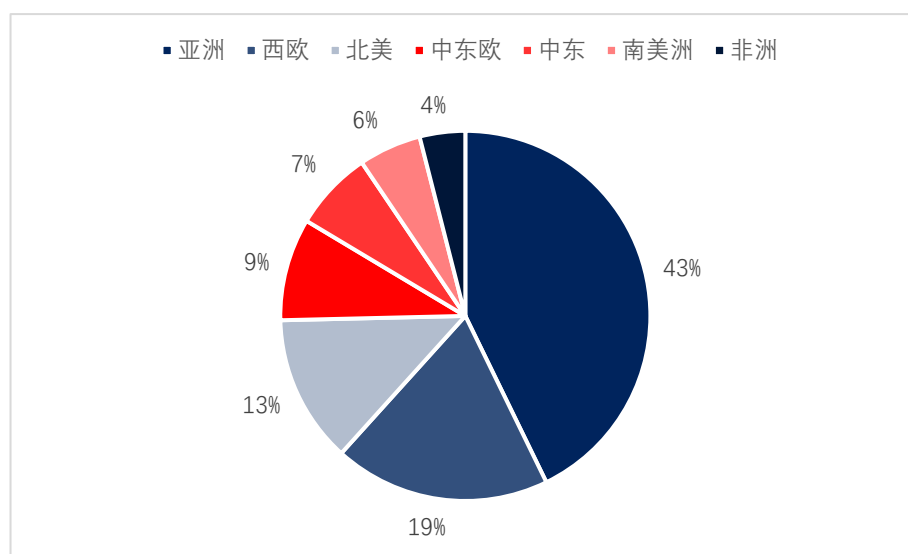
2. 纤维素醚的下游应用

(1) 需求结构

公司的主营产品是非离子型纤维素醚, HPMC 是最主要的产品。在全球范围内, 非离子型纤维素醚主要由 HPMC、HEC 及其衍生物构成, 占比分别约 70%、20%和 10%。

从纤维素醚的消费地区来看, 发达国家在纤维素醚应用方面比较成熟, 欧洲、北美和日本等发达国家是全球消费纤维素醚最多的地区, 具有产品应用覆盖面广、客户相对集中的特点。全球最主要的非离子纤维素醚消费地区及占比分别是: 亚洲约占 43%、西欧约占 19%、北美约占 13%、中东欧约占 9%、中东约占 7%、南美洲约占 5.5%、非洲约占 4%。其中, 中国的非离子型纤维素醚消费量约占 28%, 居全球第一位。受经济发展水平的限制, 发展中国家应用纤维素醚处于成长阶段, 与发达国家相比, 具有产品应用覆盖面相对小、客户分散的特点。随着全球经济的发展, 发展中国家日益成为全球纤维素醚消费量的主要增长地区。

图 13: 全球最主要的非离子纤维素醚消费地区及占比



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

非离子型纤维素醚包括 HPMC、HEMC、HEC、MC、HPC、EC 等，其中使用量最大的是 HPMC、HEMC 和 HEC，可作为成膜剂、胶黏剂、分散剂、保水剂、增稠剂、乳化剂和稳定剂等助剂，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域。其中，非离子型纤维素醚使用量最大的是建材领域，主要应用于预拌砂浆、粘结剂、PVC、腻子等。

图 14：非离子型纤维素醚用途示意图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

从非离子型纤维素醚的不同行业需求来看，建筑工程领域投资规模大、体量大，使得无论是全球还是我国的非离子纤维素醚需求中，建材用非离子型纤维素醚需求占比都是最高。在全球范围内，非离子型纤维素醚在不同领域的消费占比分别为：建筑领域约占 52%、日化医药食品领域约占 21%、涂料领域约占 16%、其它领域约占 7%、聚合反应约占 4%。我国的建材级纤维素需求醚约占非离子型纤维素醚需求量的 91%，其中包含建筑、PVC 和涂料等领域。

图 15：全球非离子型纤维素醚行业需求结构图

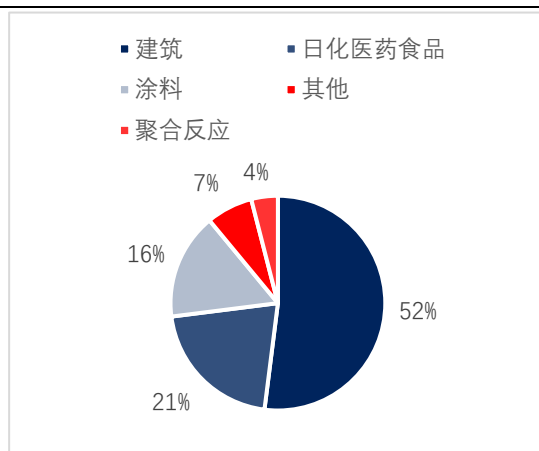
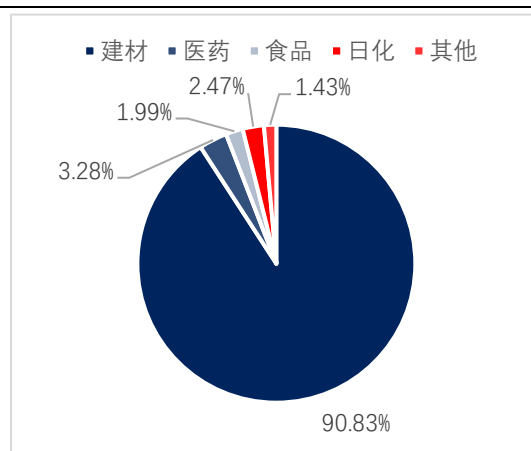


图 16：中国非离子型纤维素醚行业需求结构图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

在建材领域，纤维素醚主要用于砂浆等产品增稠保水，在医药领域主要用于作为骨架提供缓释功能，在食品领域，主要用于改善食物的口感和外观。

表 3：纤维素醚的主要用途和功能

	用途	功能
建材领域	砌筑砂浆	保水增稠，提高和易性，改善施工条件，提高效率。
	外墙保温砂浆	增加砂浆的保水能力，改善流动性和施工性，提高砂浆的初期强度和避免开裂。
	瓷砖粘接砂浆	提高粘结砂浆的抗下垂能力，改善砂浆的早期粘结强度，抵抗较强的剪力以防止瓷砖滑落。
	自流平砂浆	改善砂浆的流动度和抗沉降性能，便于施工。
	耐水腻子	可替代传统工业胶水，提高腻子的保水性、粘稠度、耐擦洗度和附着力，消除甲醛危害。
	石膏砂浆	提高增稠性、保水性和缓凝性。
	乳胶漆	增稠、防止颜料凝胶化，有助于颜料分散，提高胶乳的稳定性和粘度，有助于施工的流平性能。
	PVC	起分散剂作用，调节 PVC 树脂的密度，提高树脂热稳定性和控制粒度分布，改善 PVC 树脂产品的表现物性、颗粒特性和熔融流变。
医药领域	陶瓷	作为陶瓷釉浆的黏结剂，起悬浮、解凝、保水作用，增加生釉强度，减少釉的干燥收缩，使得胚体和釉结合牢固，不易脱落。
	缓控释制剂	通过做骨架材料达到药品缓慢持续释放的效果，以延长药效时间。
	植物胶囊	凝胶、成膜性，避免发生交联固化反应。
	片剂包衣	在制备的片剂上包衣达到下列目的:避免药物受空气中氧或湿气降解;在给药后提供期望的药物释药模式;掩盖药物的不良气味或臭味;或改善外观。
	助悬剂	通过增加黏度来降低药物颗粒在整个介质中的沉降速度。
	片剂黏合剂	在制粒过程中，用于引起粉末颗粒黏合。
	片剂崩解剂	在固体制剂中使制剂可崩解成小颗粒从而容易分散或溶解。
	甜点添加剂	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成；增稠；抑制食品水分流失；避免露馅。
食品领域	调味料添加剂	增稠；增加酱料的粘着性、味道持久度；帮助增稠及塑型。
	饮料添加剂	非离子型产品，它能与饮料相容；助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道。
	烘焙食品添加剂	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失；更松脆，并使其表面纹理及色泽更均匀；优越的粘合性改善面粉产品的强度、弹性和口感。
	挤压食品添加剂	减少粉屑产生；改善质地及口感。

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

（2）建材级纤维素醚

不管是国内还是海外，建筑建材领域都是纤维素醚重要的下游。纤维素醚具有增稠、保水、缓凝等优良特性，被广泛用于改善和优化包括预拌砂浆（含湿拌砂浆和干混砂浆）、PVC 树脂制造、乳胶漆、腻子等在内的建材产品的性能，使之符合节能、环保等要求，提高建筑、装饰的施工效率，并间接地应用于各类型建筑工程的砌筑及抹面施工、内外墙装修。

建材级纤维素醚可以分为中高端型和普通型。在中高端型号建材级 HPMC 中，凝胶温度为 75℃的建材级 HPMC 主要应用于干混砂浆等领域，具有较强的耐高温性能和很好的应用效果，其应用性能是凝胶温度为 60℃的建材级 HPMC 无法替代的，高端客户对该类型产品的质量稳定性要求较高。生产凝胶温度为 75℃的 HPMC 有一定技术难度，生产装置的投资规模较大，进入门槛较高，产品售价要明显高于凝胶温度为 60℃的建材级 HPMC。

在中高端型号建材级 HPMC 中，HPMC 是生产 PVC 的重要助剂。虽然 HPMC 的添加数

量少、占 PVC 生产成本的比重低,但是应用效果好,因而对其质量要求高。国内外生产 PVC 专用 HPMC 的厂家少,进口产品的售价远高于国产产品。

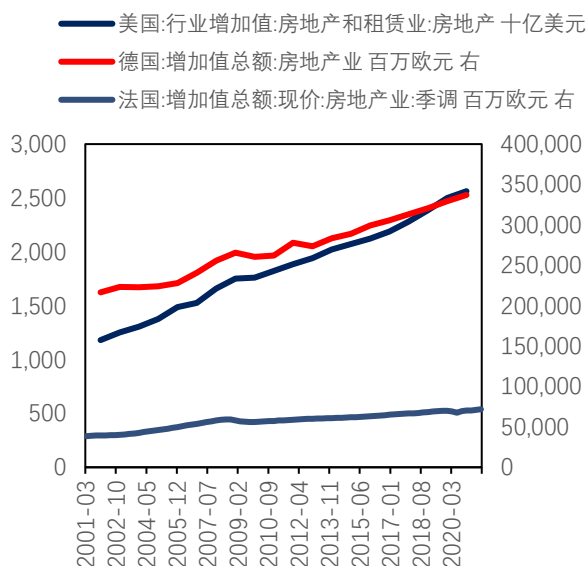
表 4: 建筑级纤维素醚的主要用途和功能

公司分类	主要产品型号	主要用途领域
中高端型号	凝胶温度为 75℃ 的建材级 HPMC	干混砂浆系列(保温砂浆、瓷砖粘结剂、自流平、壁纸胶)
	HEMC (凝胶温度高于 75℃)	干混砂浆系列
	PVC 专用 HPMC	聚氯乙烯(PVC)
普通型号	凝胶温度为 60℃ 的建材级 HPMC	湿拌砂浆、普通砂浆和刮墙腻子等

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

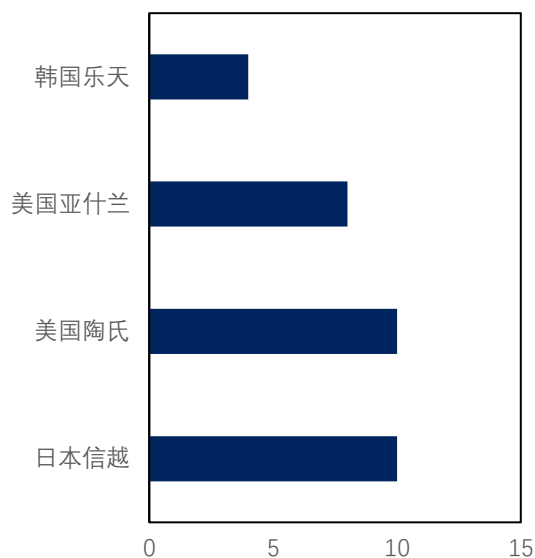
从海外来看, 欧美房地产行业总体保持增长势头, 而纤维素醚产能扩张有限, 给了国内企业空间。2020 年底, 美国、德国、法国的房地产行业增加值均达到历年新高。而海外纤维素醚主要被美国陶氏化学、美国亚什兰、日本信越、韩国乐天等大型企业寡头垄断, 这四家厂商的产能共占海外产能的 90%以上, 且无显著产能增量, 给了国内企业走出去的空间。

图 17: 欧美房地产业增长情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 18: 海外非离子型纤维素醚主要产能（万吨）



资料来源: 产业信息网, 信达证券研发中心

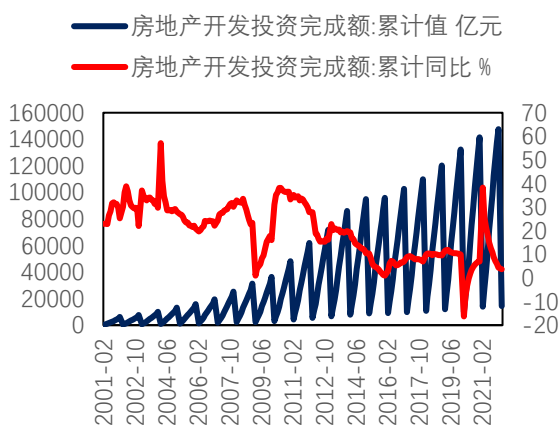
在国内, 预拌砂浆得到政策大力推广, 带动纤维素醚需求。砂浆是建筑上砌砖使用的黏结物质, 由一定比例的沙子和胶结材料(水泥、石灰膏、黏土等)加水和成。砂浆传统的使用方式是现场搅拌, 随着建筑业的技术进步和文明施工要求的提高, 现场搅拌砂浆暴露出质量不稳定、材料浪费大、砂浆品种单一、文明施工程度低以及污染环境等问题, 正逐步被预拌砂浆替代。预拌砂浆具有质量稳定性好、品种丰富、施工环境友好、节能降耗等优点, 符合环保和节能要求。添加纤维素醚可有助于实现预拌砂浆增稠、保水和改善施工性能。纤维素醚在预拌砂浆中的添加量一般占万分之二左右。随着我国环保工作力度的加强, 预拌砂浆在国内得到了大力推广, 国家相关部门及各省市纷纷出台禁止现场搅拌砂浆的政策, 推动了预拌砂浆产品的生产和应用。国家强制推广使用预拌砂浆, 推动国内市场的预拌砂浆产量和使用量迅速增加, 将带动对建材级纤维素醚的需求增长。

表 5: 预拌砂浆相关政策

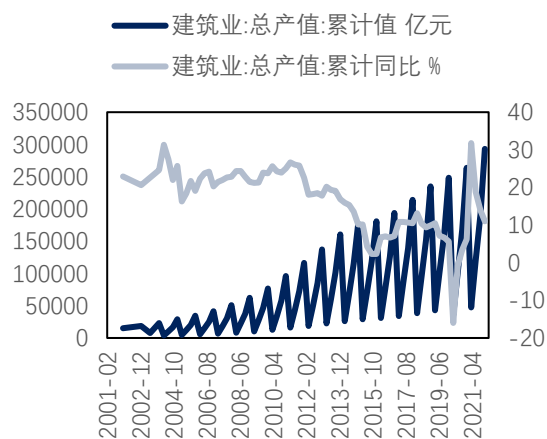
发布时间	文件	发布单位	相关内容
2003 年	《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》	商务部等四部门	北京等 124 个城市城区从 2003 年 12 月 31 日起禁止现场搅拌混凝土, 其他省(自治区)辖市从 2005 年 12 月 31 日起禁止现场搅拌混凝土。
2007 年	《湖南省散装水泥条例》	湖南省人大常委会	对符合散装水泥发展规划的散装水泥生产、储存和预拌混凝土、预拌砂浆生产的固定资产投资项以及相关设备的购置和维修等, 县级以上人民政府有关部门应当在项目核准、用地、资金投入等方面给予支持。
2007 年	《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》	商务部等六部门	北京等 10 个城市从 2007 年 9 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆(第一批); 重庆等 33 个城市从 2008 年 7 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆(第二批); 长春等 84 个城市从 2009 年 7 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆(第三批)。其他城市由各省散装水泥主管部门会同相关部门根据各地具体情况提出禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆的具体时间表, 并报商务部备案。
2010 年	《关于在施工现场禁止搅拌砂浆的通知》	广州市城乡建委办公室	建设工程应当使用预拌砂浆(含干拌砂浆和湿拌砂浆), 禁止在施工现场搅拌砂浆。
2013 年	《绿色建筑行动方案》	住建部	大力发展预拌混凝土、预拌砂浆。
2021 年	《关于进一步做好禁止现场搅拌砂浆和推广应用预拌砂浆的通知》	株洲市住建局	相关地区所有施工工地禁止现场搅拌砂浆。

资料来源: 各发布单位官网, 信达证券研发中心

除了在行业本身的政策引导的提升下, 纤维素醚有望在建筑建材领域的应用渗透率有所提升以外, 我们认为新基建有望拉动建材级非离子型纤维素醚需求。2020 年 5 月 22 日, 《2020 年国务院政府工作报告》提出, 重点支持“两新一重”(新型基础设施建设, 新型城镇化建设, 交通、水利等重大工程建设)建设。“新基建”的实施执行有利于我国基础设施的智能升级, 也有利于增加建材级纤维素醚的国内需求量。我国房地产开发投资完成额和建筑业总产值近年基本保持正向增长的态势, 2021 年 12 月同比增速分别为 4.40%和 11.00%。由此可见, 我国建筑行业依然保持着增长势头, 有望持续带动建材级非离子型纤维素醚需求。

图 19: 我国房地产开发投资完成额及同比


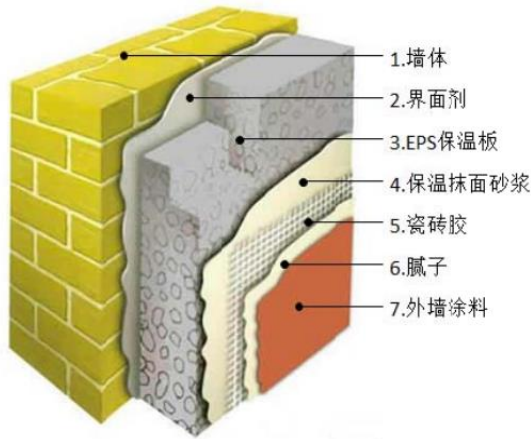
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 20: 我国建筑业总产值及同比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

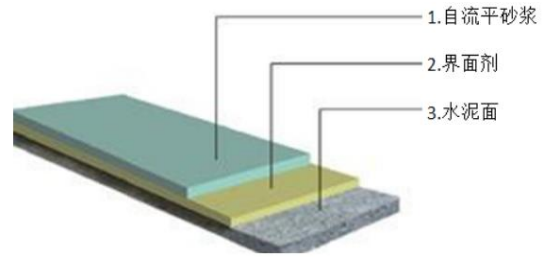
以房屋墙体砌筑、抹面和地板修建为例,在我国北方的寒冷地区,在砌筑墙体和装饰外墙时,一般需要用到墙体砌筑砂浆、界面剂、保温抹面砂浆、瓷砖胶、外墙腻子 and 外墙涂料等建材;在地板修建时,需要使用界面剂和自流平砂浆,该等建材中需要添加 0.2%-0.5% 的建材级纤维素醚。如果按照目前民用建筑物内外墙和室内装修的技术要求,估算每套房子(按每套住宅平均建筑面积 80 平方米计算)完成室内外装修装饰需耗用约 5 公斤建材级纤维素醚,在我国有广阔的市场需求空间。

图 21: 墙体结构剖面图



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 22: 地板结构剖面图



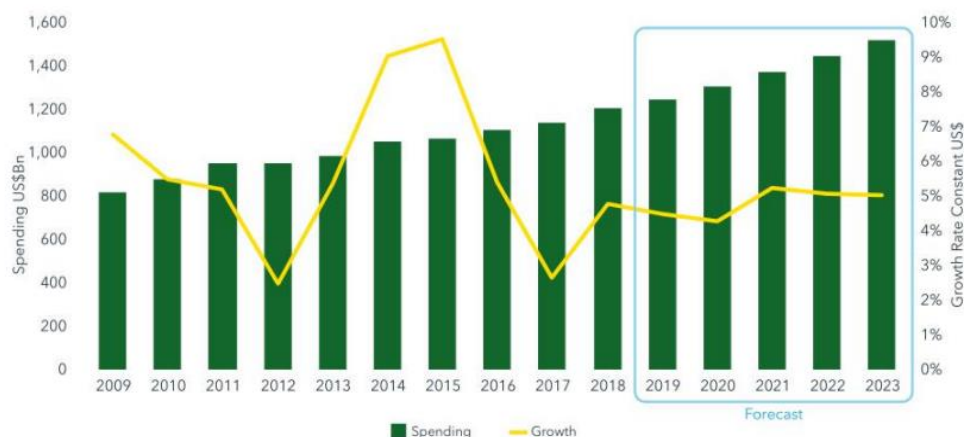
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

(3) 医药级纤维素醚

纤维素醚广泛应用于药品的薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂、分散剂、植物胶囊、缓控释制剂等领域。纤维素醚作为骨架材料, 具有延长药效时间、促进药品分散和溶解等作用; 作为胶囊和包衣时, 可避免降解发生交联固化反应, 是生产药用辅料的重要原料。

全球及我国药品市场均呈现增长态势。工信部和医药企业协会联合发布的《2020 年中国医药工业经济运行分析报告》指出, IQVIA 预测 2023 年全球药品销售额将达到 1.5 万亿美元, 五年复合增长率为 3%-6%; 我国医药工业主要经济指标呈现同比锐减后的快速回暖, 其中, 2020 年实现主营业务收入 27960.3 亿元, 同比增长 7.0%, 增速较上年同期下降 1.0 个百分点。2022 年初, 工信部等九部门联合发布的《医药工业“十四五”发展规划》指出, 医药工业整体发展水平跨上新台阶。“十三五”期间, 规模以上医药工业增加值年均增长 9.5%, 高出工业整体增速 4.2 个百分点, 占全部工业增加值的比重从 3.0% 提高至 3.9%; 规模以上企业营业收入、利润总额年均增长 9.9% 和 13.8%, 增速居各工业行业前列。

图 23: 全球药品市场规模与增速



资料来源: 工信部, 中国医药企业协会, 信达证券研发中心

我国药用辅料主要用于化学药品制剂、生物生化制品和中成药等制剂产品, 在药品生产中的占比约 2~3%。从 2017-2020 年的《中国医药工业经济运行报告》中可以看出, 中国医药工业规模以上企业主营业务收入不断增长, 药品制剂(化学药品制剂行业、中成药制造业、生物药品制造业)在其中占比约 60%。按照药用辅料在药品制剂中占 2%来进行保守测算, 我国药用辅料的产值可达 313-348 亿元, 市场空间广阔。

表 6: 我国药用辅料产值测算(亿元)

	2017	2018	2019	2020
规模以上企业主营业务收入	29826	25840	26147	27960
同比增幅	12.20%	12.70%	8.00%	7.00%
药品制剂总产值	17387	15814	15642	16727
药品制剂在规模以上企业主营业务收入中占比	58%	61%	60%	60%
药用辅料在药品制剂中占比	2%	2%	2%	2%
药用辅料产值	348	316	313	335

资料来源: 中国医药企业协会, 工信部, 信达证券研发中心

(4) 食品级纤维素醚

食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂, 可用作食品增稠剂、稳定剂和保湿剂, 起到增稠、保水、改善口感等作用, 在发达国家得到普遍应用, 主要用于烘焙食品、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。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许 HPMC 和离子型纤维素醚 CMC 作为食品添加剂使用。公司的食品级纤维素醚主要应用于胶原蛋白肠衣和植脂奶油等诸多领域。

表 7：纤维素醚在食品中的用途和功能

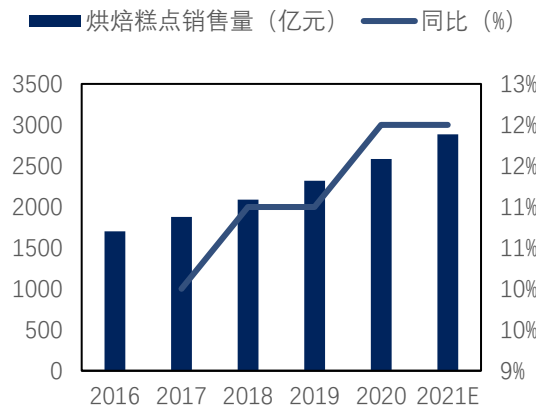
应用	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成
	内馅	增稠；抑制食品水分流失；避免露馅
调味料添加剂	烤肉酱	增稠；增加酱料的粘着性、味道持久度
	沙拉酱	帮助增稠及塑型
饮料添加剂	酒精饮料	非离子型产品，它能与饮料相容
	果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失
	煎饼威化饼	更松脆，并使其表面纹理及色泽更均匀
	方便面饼干	优越的粘合性改善面粉产品的强度、弹性和口感
挤压食品添加剂	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

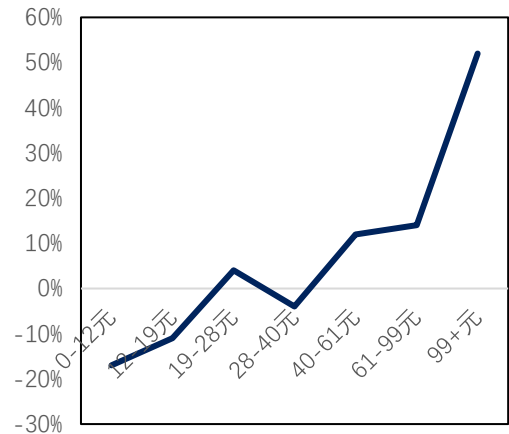
食品级纤维素醚的使用不存在政策方面的限制，反而是国家鼓励发展的行业。根据国家发改委下发的《产业结构调整指导目录(2011 年本)》，食品级纤维素醚属于安全型食品添加剂，属于国家鼓励发展行业。根据国家卫计委颁布的、自 2011 年 6 月 20 日开始实施的 GB2760《食品安全国家标准食品添加剂使用标准》，HPMC 被列入“可在各类食品中按生产需要适量使用的食品添加剂名单”，未限定最大使用剂量，可由厂家根据实际需要掌握用量。

我国食品级纤维素醚在食品生产中的使用比例较低。主要原因是，国内消费者对纤维素醚作为食品添加剂功能认识的起步较晚，在国内市场仍处于应用推广阶段，加上食品级纤维素醚的售价较高，纤维素醚在我国食品生产中的使用领域较少。随着人们对健康食品认识的提高，国内食品行业对纤维素醚的消费量有望进一步增长。

健康意识的提升和中高端食品占有率的增长将促进食品级纤维素醚的需求。我国食品级纤维素醚在食品生产中的使用比例较低。主要原因是，国内消费者对纤维素醚作为食品添加剂功能认识的起步较晚，在国内市场仍处于应用推广阶段，加上食品级纤维素醚的售价较高，纤维素醚在我国食品生产中的使用领域较少。随着人们对健康食品认识的提高，国内食品行业对纤维素醚的消费量有望进一步增长。根据天猫新品创新中心（TMIC）和 HCR 慧辰联合发布的《2022 烘焙糕点行业趋势报告》，我国烘焙糕点销量近年增幅均在 10%以上，同时，控糖、减脂、健康生活成为天猫烘焙糕点重要的成分趋势，在新中式糕点等产品中，中高端产品占比不断提升，消费者对价格的接受度更高。食品级纤维素醚的使用有望随这一趋势得到进一步提升。

图 24：我国烘焙糕点销售量及同比


资料来源：《2022 烘焙糕点行业趋势报告》，信达证券研发中心

图 25：新中式糕点货单价对应销售额增长率


资料来源：《2022 烘焙糕点行业趋势报告》，信达证券研发中心

（二）植物胶囊是空心胶囊产业升级的方向之一

植物胶囊 2000 年在美国问世。与动物明胶胶囊相比较，植物胶囊在生产过程不需要添加防腐剂，而且在低湿条件下几乎不脆碎、在高湿环境囊壳性状稳定。植物胶囊由于具有上述优势，受到欧美发达国家和伊斯兰国家欢迎。

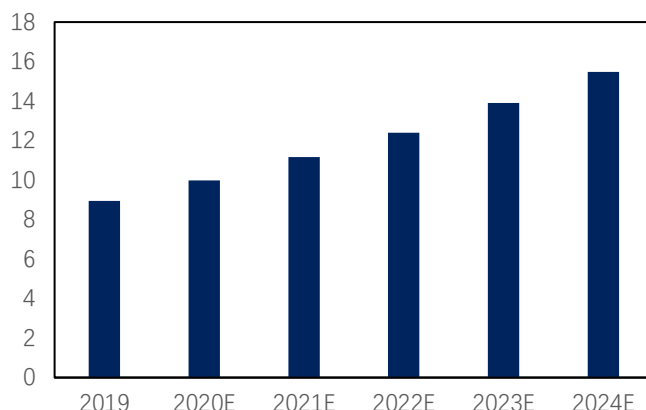
表 8：动植物胶囊对比

	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	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，不含防腐剂
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	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	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:280 元/万粒）
填充环境	要求很高	比较宽松

资料来源：立鼎产业研究网，信达证券研发中心

根据立鼎产业研究网的数据，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。

图 26：全球植物胶囊市场空间（亿美元）

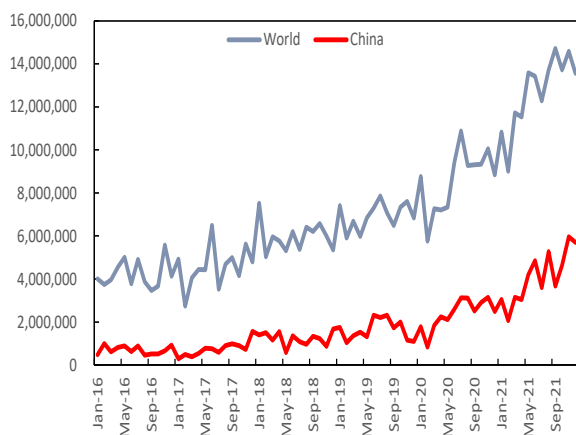


资料来源：立鼎产业研究网，Global Info Research，信达证券研发中心

创新药及公众药品安全意识的提高将会促进植物胶囊对明胶胶囊的进一步替代。根据立鼎产业研究网，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。成本是限制植物胶囊全面推广的主要因素。但是对于创新药来说，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。2012 年 4 月和 2014 年 3 月，媒体先后曝光了部分国内药用胶囊厂采用皮革废料生产的明胶作为原料生产铬等重金属含量超标胶囊的事件，引发了消费者对药用和食用明胶的信任危机。该事件发生后，国家查处了一批非法生产使用不合格胶囊的企业，公众对食品和药品安全的认识也进一步提高。我们认为，植物胶囊将成为未来空心胶囊产业升级的重要方向之一，是今后国内市场对医药级 HPMC 需求的主要增长点。

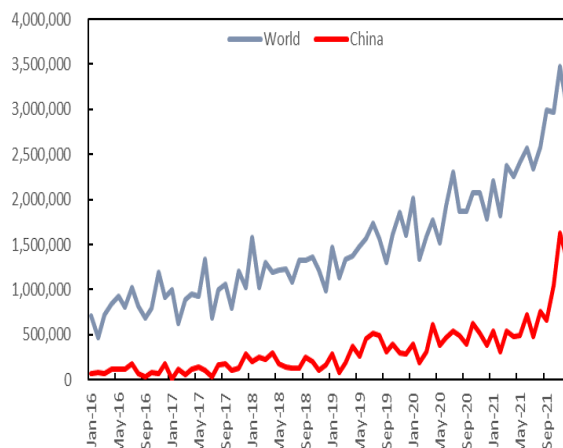
从国际市场来看，植物胶囊对于传统的明胶胶囊的替代效应十分突出。根据美国海关数据，自 2016 年以来，美国进口植物胶囊的数量和金额均呈现显著增长。2021 年，美国进口植物胶囊数量达到 310 亿粒，较 2020 年同比增长 40%，较 2016 年增长了 216%。美国进口植物胶囊的金额 2021 年达到 1.5 亿美元，同比增长 45%。

图 27：美国进口植物胶囊金额（美元）



资料来源：美国海关，信达证券研发中心

图 28：美国进口植物胶囊数量（千粒）

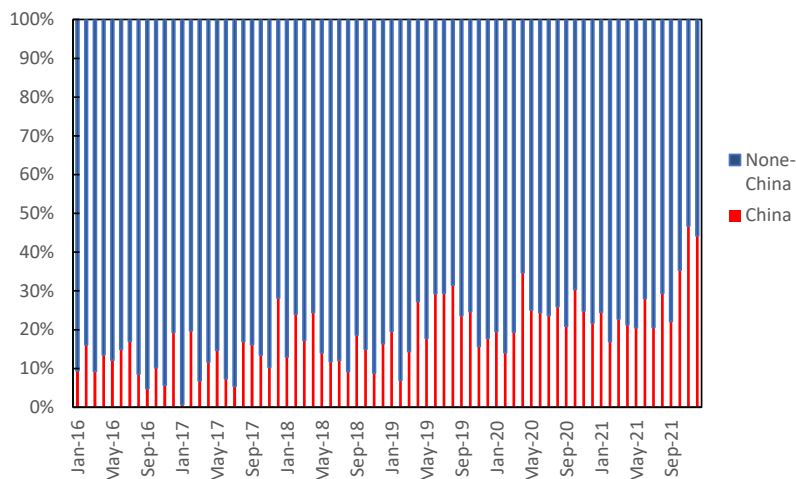


资料来源：美国海关，信达证券研发中心

值得注意的是，在美国整体进口植物胶囊的数量大幅增加的同时，美国从中国进口的植物胶囊也在增加，2021 年美国从中国进口的植物胶囊数量达到 89.9 亿粒，同比增长 69.6%，美国从中国进口的植物胶囊金额达到 5481 万美元，同比增长 137%。

目前，国内能生产植物胶囊的企业主要就是山东赫达，美国从中国进口的植物胶囊数量的提升同时，可以看到，中国在美国植物胶囊进口的比例也在显著提升。2016 年初，中国占美国植物胶囊的进口比例仅为 9%，随着赫达的产能提升和对大客户的突破，截止到 2021 年 12 月，中国占美国植物胶囊的进口比例已经达到 44%，未来仍有进一步提升的空间。

图 29：美国进口植物胶囊中国和其他地区占比（%）



资料来源：美国海关，信达证券研发中心

按原材料划分，植物胶囊可以分为羟丙甲纤维素（如 HPMC）、普鲁兰多糖、植物淀粉类三种。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。医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料之一，占 HPMC 植物胶囊生产原料的 90%以上，制成的 HPMC 植物胶囊具有安全卫生、适用性广、无交联反应风险、稳定性高等优势。

大规模生产 HPMC 植物胶囊有一定技术难度，发达国家掌握了生产植物胶囊的相关技术。我国从事 HPMC 植物胶囊生产企业较少，起步较晚，HPMC 植物胶囊的产量较小。目前国内能够生产 HPMC 空心胶囊的仅山东赫达、苏州胶囊、山西广生等少数企业。

表 9：全球植物胶囊主要产能

公司	产能（亿粒）	原材料来源	扩产计划
瑞士 Lonza 公司的 Capsugel	600	采购陶氏、信越、乐天	目前无扩产计划
印度 ACG Associated Capsules	150	采购赫达、陶氏、信越、乐天	目前无扩产计划
日本 Qualicaps	100	采购陶氏、信越、乐天	目前无扩产计划
韩国 Suheung	100	采购陶氏、信越、乐天	目前无扩产计划
加拿大 CapsCanada	100	采购陶氏、信越、乐天	目前无扩产计划
山东赫达	90	自产	2022 年扩产至 200 亿粒，2025 年计划扩产至 500 亿粒。

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

（三）植物肉概念火爆，早布局有望建立先发优势

公司与高起共同成立米特加子公司，正式进军植物蛋白人造肉市场。2020 年，公司与高起在上海共同投资成立米特加（上海）食品科技有限公司，米特加注册资本为 5,000 万元，公司持股 30%，出资 1,500 万元。米特加主要负责植物蛋白人造肉的生产和销售，自此，公司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。高起在食品级纤维素醚产品上具有丰富的市场和人脉资源，正在推动公司纤维素醚在人造肉领域的应用，且已形成向公司的部分采购，未来会对公司纤维素醚产品进入人造肉行业起到关键的助推作用。

植物肉风潮从海外吹来，未来国内行业空间巨大，将拉动食品级纤维素醚的需求。2019 年人造肉公司 Beyond Meat 成功上市，受到资本市场的追捧；Impossible Food 也累计融资近十亿美金。据中青报，在北美弹性素食人群超过总人口的三分之一，市场对植物肉有着较高接受基础。

近年来，罗森、德克士、肯德基等品牌纷纷推出植物肉产品，“植物肉”概念落地，迅速进入餐厅和网购平台，为食品级纤维素醚的发展带来新动力。

图 30：市面部分植物肉产品



资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

人造肉包括植物肉和细胞肉。植物肉是从植物中获取蛋白制成的产品，目前已经实现商业化量产。细胞肉从活体动物中提取出全能干细胞或肌细胞，在营养液中进行培养，通过细胞增殖生长，形成组织类物质。细胞肉目前尚未进入量产阶段。

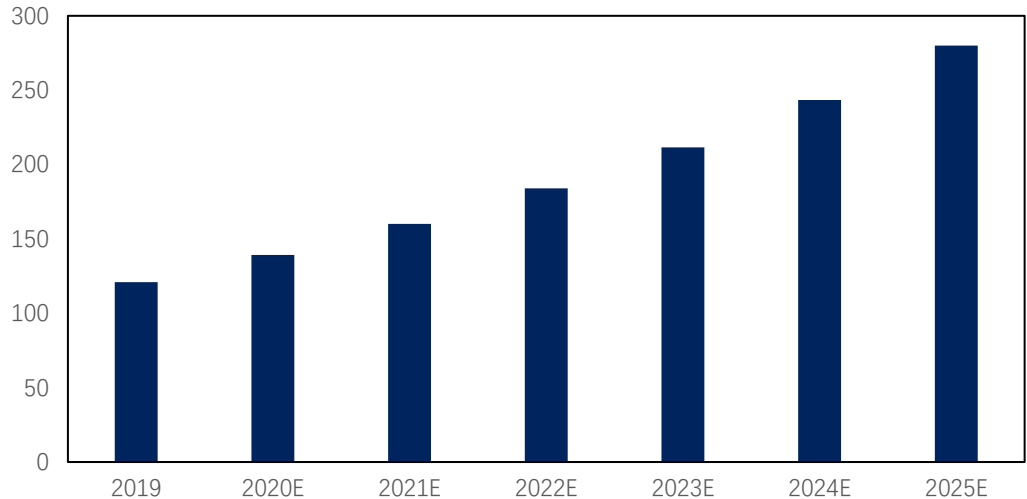
植物肉相对来说，有以下优点。

第一，更加环保。畜牧业排放的温室气体占所有人为温室气体排放量的 14% 以上，比汽车、火车、轮船等交通工具气体排放的总和加在一起还要多。而其中，65% 来自养牛业，生产 1kg 牛肉就要排放 56.6kg 的二氧化碳。推广植物肉对于环保和地球生态的可持续发展有着诸多益处。

第二，更加健康。植物肉是从植物中获取的蛋白，最大的优势在于没有胆固醇。从营养上来说，植物肉的营养有动态属性，可调整，安全系数更高。天然肉的蛋白质可能只占 30%~40%，但植物肉可达 70%~80%。

据中国广州网，道德投资者网络 FAIRR2020 年的调研显示，全球五分之一的食品巨头组建团队进行肉类和乳制品的植物性替代品之开发与销售。全球知名研究机构 Market and markets 的统计数据显示，2019 年全球植物肉的市场规模是 121 亿美元，并以每年 15% 的复合增长率增长，预计到 2025 年全球植物肉市场规模将达到 279 亿美元。中国市场的增速最快。据 Euromonitor 预测，到 2023 年中国植物肉市场将达到 130 亿美元的规模。

图 31：全球植物肉市场规模（亿美元）



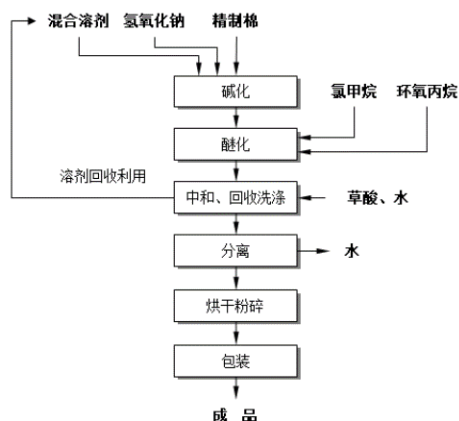
资料来源：Market and markets，中证网，信达证券研发中心

公司生产的食品级非离子型纤维素醚可以帮助提升肉的纤维感，帮助植物蛋白粘结成型。食品级纤维素醚目前在人造肉中的添加比例为 2.5% 至 3%。公司目前有 700 吨植物肉产能能够为以后大批量生产提供技术参数。预计实现规模化生产后，植物肉方面产品利润率将达到 40%-50%，成为公司新的盈利增长点。

（四）纤维素醚面临行业升级，集中度有望进一步提升

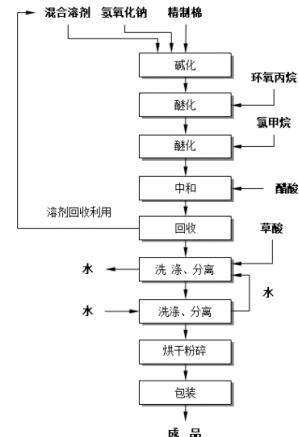
纤维素醚是以精制棉为原料，经过碱化、醚化等步骤加工制成的。医药级 HPMC 和食品级 HPMC 的生产工艺基本一样。与建材级纤维素醚相比较，医药级 HPMC 和食品级 HPMC 的生产流程需要进行分段醚化，工艺复杂，生产过程控制的难度大、对装置和生产环境的洁净度等要求高。

图 32：建材级 HPMC 生产流程



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 33：医药食品级 HPMC 生产流程

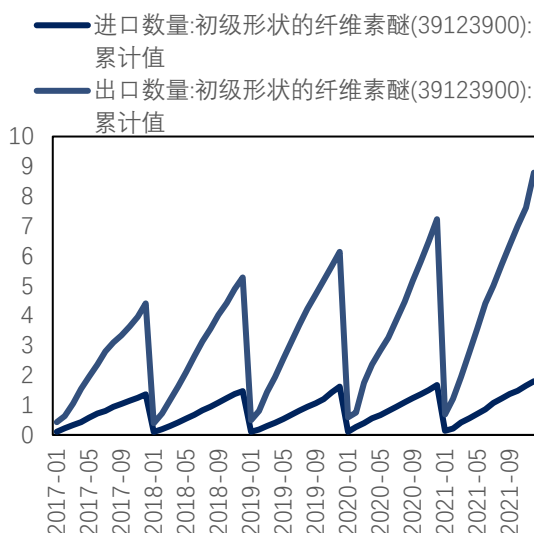


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

医药食品级纤维素醚在发达国家应用技术成熟，我国高端产品有赖进口。从我国初级形状的

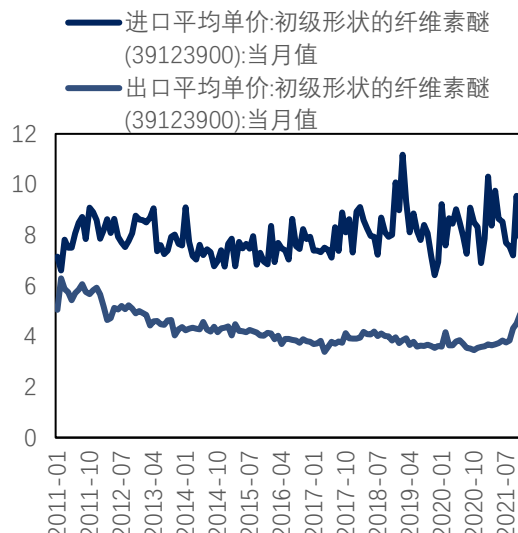
纤维素醚进出口数量来看，2017-2021 年我国初级形状的纤维素醚进出口量均有所增长，2021 年出口数量达到 8.79 万吨，同比增长 21.61%，进口数量达到 1.80 万吨，同比增长 7.44%。但是从进出口平均单价来看，进口价格一直高于出口价，差距最大时，进口价格时出口价格的 2.9 倍。进出口数量和价格的悬殊主要是由于国内外纤维素醚产品的差异。国外高端的医药食品级产品技术成熟，价格高，而我国虽然出口数量多，但大多是建材级产品，较为低端，价格也相对较低。这说明我国高端产品需求缺口明显，未来国产替代的空间较大。

图 34：我国初级形状的纤维素醚进出口数量（万吨）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 35：我国初级形状的纤维素醚进出口平均单价（美元/千克）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

根据中国纤维素行业协会提供的数据，国内产能较大的非离子型纤维素醚生产企业赫克力士天普、山东赫达、等企业的总产能超过全国总产能 50%。其他产能在 4,000 吨以下的非离子型纤维素醚小型生产企业众多，除个别企业外，大多生产普通型号建材级纤维素醚，总产能约 10 万吨/年。许多小企业由于资金实力不足，为降低生产成本，在水处理和尾气治理方面的环保投入不达标。随着国家和全社会日益重视环境保护，行业内那些无法满足环保要求的企业将逐步关停或减产。届时我国纤维素醚制造业的集中度将进一步提高。

表 10：我国非离子型纤维素醚主要产能（吨）

企业	工艺名称	产能
赫达	纤维素 HPMC-醚化反应	38000
河北双牛	纤维素 HPMC-醚化反应	30000
山东兰杜	纤维素 HPMC-醚化反应	30000
河南天盛	纤维素 HPMC-醚化反应	25000
泰安瑞泰	纤维素 HEC-醚化反应	20000
新河盛瑞	纤维素 HPMC-醚化反应	20000
北方天普	纤维素 HPMC-醚化反应	15000
江苏致为	纤维素 HPMC-醚化反应	15000
晋州谊诚	纤维素 HPMC-醚化反应	15000
重庆鹏凯	纤维素 HPMC-醚化反应	15000
山东一滕	纤维素 HPMC-醚化反应	13600

山东欧度	纤维素 HPMC-醚化反应	12000
光大科技	纤维素 HPMC-醚化反应	10000
河北科维	纤维素 HPMC-醚化反应	10000
山东宸邦	纤维素 HPMC-醚化反应	10000
石家庄凯特	纤维素 HPMC-醚化反应	8500
阜盈生物	纤维素 HPMC-醚化反应	8000
湖州展望天明	纤维素 HPMC-醚化反应	8000
特耐斯化工	纤维素 HPMC-醚化反应	8000
浙江海中	纤维素 HPMC-醚化反应	8000
山东戈麦斯	纤维素 HPMC-醚化反应	6000
上海惠广	纤维素 HPMC-醚化反应	6000
河北茂诚	纤维素 HPMC-醚化反应	5000
中福致为	纤维素 HEC-醚化反应	4500
泸州北方	纤维素 EC-醚化反应	4000
山东银鹰化纤	纤维素 HEC-醚化反应	3000
鹏宇化工	纤维素 HEC-醚化反应	2000
山东方达康	纤维素 HPMC-醚化反应	2000
石家庄瑞鑫	纤维素 HPMC-醚化反应	2000
石家庄鑫源	纤维素 HPMC-醚化反应	2000
湖北祥泰	纤维素 HEC-醚化反应	500

资料来源：百川，公司公告，信达证券研发中心

国内环保政策日趋严格，对纤维素醚生产过程的环保技术及投入提出了严格要求。高标准的环保措施增加了企业的生产成本，也形成了较高环保门槛，无法满足环保要求的企业将很可能因环保不达标而逐步关停或减产。根据公司招股书，因环保因素而逐步减产停产的企业，可能涉及普通型号建材级纤维素醚的供应总量约 3 万吨/年，有利于优势企业做大做强。

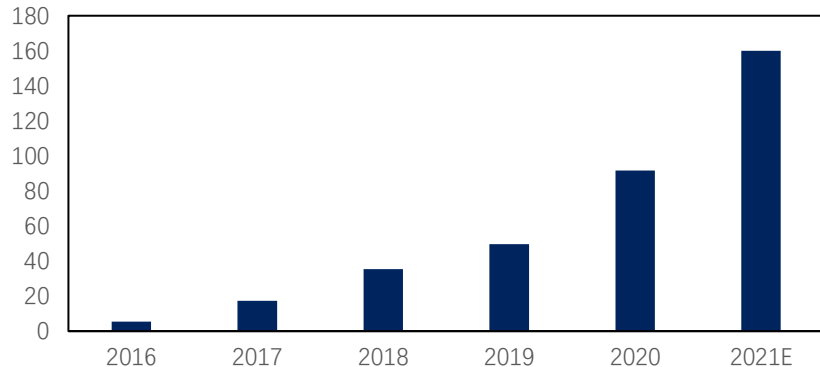


纤维素醚为底，不断向高端、高附加值产品延伸

（一）纤维素醚实现一体化布局，发展高附加值产品

公司依托自身在纤维素醚领域生产规模大、生产技术领先的优势，不断在纤维素醚下游应用领域突破。在医药食品级纤维素醚领域，公司向下游主要应用领域--植物胶囊进行了延伸，是全行业唯一能够同时覆盖纤维素醚和植物胶囊的企业，在医药级纤维素醚及其应用领域确立了国内优势地位。公司植物胶囊 2015 年开始创收，2020 年创造收入 2 亿元，销售数量达到 91.63 亿粒。

图 36：公司植物胶囊销售数量（亿粒）

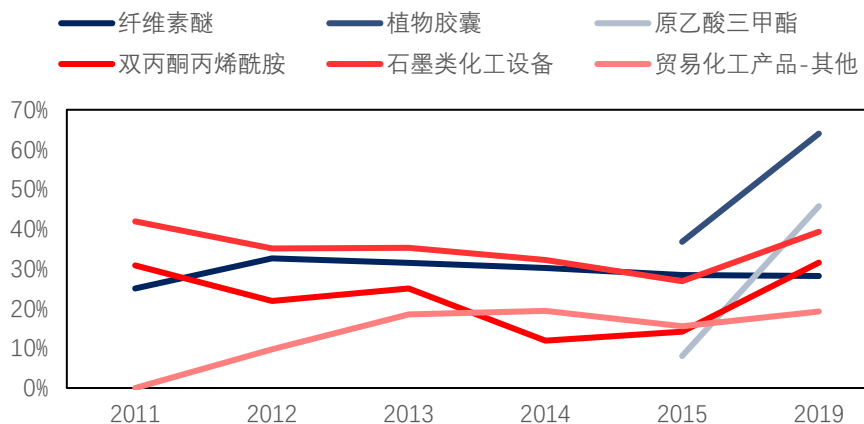


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产品定位较高，质量较好，具备替代实力。在建材级纤维素醚领域，公司以中高端型号的建材级 HPMC 为主，增加包括普通型号建材级 HPMC 在内的产品种类及产销量。目前，公司的中高端型号建材级纤维素醚的技术指标已达到国际知名企业的同类产品标准，医药食品级纤维素醚 HPMC 的产品质量达到了中国药典、美国药典和国家卫计委的相关要求，具备了替代进口产品和国际同类产品的实力。

公司并未披露 2016-2018 年、2020 年的细分产品毛利率情况，从已披露的数据来看，植物胶囊是公司毛利率最高的产品，2015 年刚创收时毛利率是 36.78%，2019 年的毛利率已经达到 64.00%。纤维素醚作为公司收入占比最高的产品，毛利率将近 30%。因而，向植物胶囊领域的延伸极大地增强了公司的盈利能力。

图 37：公司主要产品毛利率



资料来源：wind，信达证券研发中心

纤维素醚面临产业升级，公司作为龙头有望提升市占率。我国纤维素醚企业的产能较小，许多小型企业的年生产能力 2,000 吨以下，生产技术落后，生产装置简陋，环保措施不齐全，环境污染严重，产品主要定位在中低端市场。目前，国家尚无建材级 HPMC 和 HEMC 产品强制标准，影响了国内行业内的公平竞争秩序。在产品结构方面，大多数企业集中生产一些对质量要求相对较低的建材级产品，品种单一，产品同质化竞争激烈。与发达国家相比较，本行业的整体竞争力水平仍有待提高。

公司 2020 年底拥有 34000 吨/年纤维素醚产能和 90 亿粒/年植物胶囊产能，同时还有 41000 吨/年纤维素醚和 260 亿粒/年植物胶囊产能，未来产能将实现大幅增长，有望大幅拉动公司业绩。

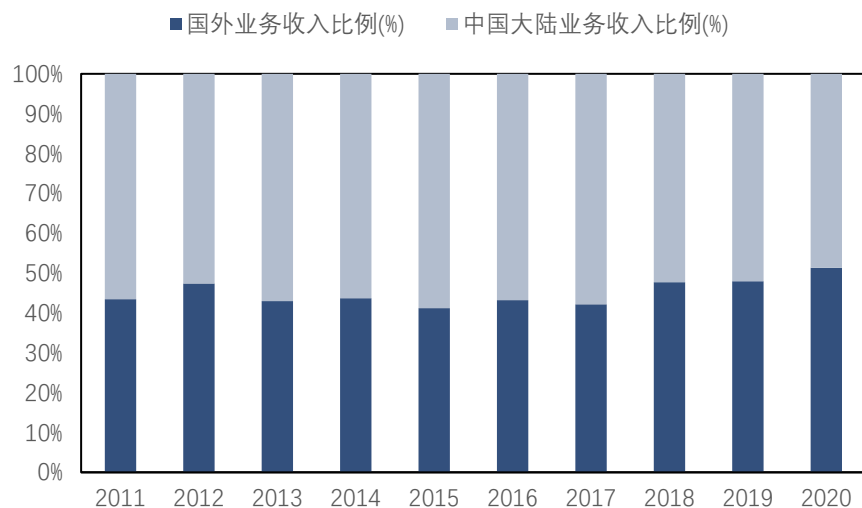
（二）海运费下降为公司出口带来利好

从不同地区的业务收入比例来看，2011-2020 年，公司的产品基本一半销往国内、一半销往国外。2020 年，公司国外的收入比例首次超过国内，占比达到 51.34%。2021 年下半年以来，新冠疫情下，美联储放水补贴导致消费需求暴涨，同时疫情又压制了美国国内的生产，导致进口需求爆棚。进口激增的时候，美国港口老旧的基础设施叠加松散懈怠不愿加班的码头工人，导致了港口史无前例的拥堵。堵塞之下，运力周转不畅，导致了涨价。2021 年下半年的运费暴涨，导致出口型企业的业绩受到运费暴涨的影响。

尤其是公司的植物胶囊业务，公司植物胶囊主要均为出口，且由于植物胶囊为空心产品，体积相对较大、质量较轻，因此运费在货值中的占比相对较高，受到海运费的影响更为显著。

根据美国海关统计的数据，2021 年上半年，美国从中国进口的植物胶囊价格均价为 6.6 美元/千粒，受到海运费影响，2021 年下半年，美国从中国进口的植物胶囊均价下降至 5.59 美元/千粒。

图 38：公司不同地区业务收入比例



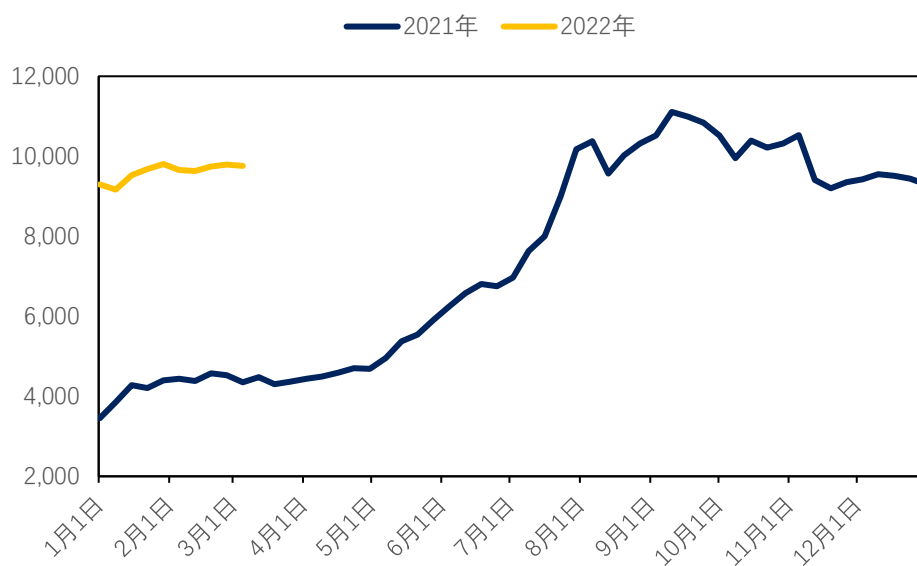
资料来源：wind，信达证券研发中心

运费的症结在于提高港口的周转效率，也就是把遍地碍事的空箱子清掉。美国政府提出对滞留在港的空箱收取高额、累进的罚金，美国港口空间装箱减少，周转效率提高，导致船的周转率提升，结果就是释放运力。运力不再紧张后，运价自然回落。

全球最大的集装箱海运公司马士基在 2022 年 2 月 9 日发布财报，2021 年实现息税折旧及摊销前净利润 240 亿美元。并预计当前的市场情况将持续到 2022 年第二季度，并在今年下半年逐渐回归正常。基于这些假设，马士基预计 2022 年全年息税折旧及摊销前净利润同样为 240 亿美元（与 2021 年持平）。

观察波罗的海集装箱运价指数可以清晰的看出 2021 年初指数起步于往年的正常水平，之后出现了数倍的上涨，呈现前低后高的态势。而基于马士基对 2022 年形势的推断，则不难推理出 2022 年的运价指数将呈现 2021 年的镜像：即前高后低的情况。海运费的降低有利于增强公司产品的出口竞争力，为进一步拓展国际市场奠定坚实的基础，将对公司的生产经营产生积极的影响。

图 39：波罗的海集装箱运价指数



资料来源：wind，信达证券研发中心

投资评级

（一）盈利预测

基于公司的产品扩张计划及行业格局，我们做出了以下关键假设：

产能方面，公司纤维素醚、植物胶囊扩产计划进展顺利，陆续释放产能，我们预计 2022 年建材级纤维素醚、医药食品级纤维素醚、植物胶囊的产能分别达到 51000 吨、17000 吨、240 亿粒，2023 年植物胶囊产能将进一步扩大到 350 亿粒。

销量方面，我们预计 2021-2023 年，公司建材级纤维素醚销量分别达到 31000、38000、45900 吨，医药食品级纤维素醚销量分别达到 5000、7000、11000 吨，植物胶囊销量分别达到 160、240、350 亿粒。

毛利率方面，我们预计主要产品毛利率稳中有增，预计 2021-2023 年，公司纤维素醚毛利率分别达到 30%、33%、34%，植物胶囊毛利率分别达到 54%、56%、56%，其他业务毛利率分别达到 34%、36%、36%。

表 11：关键假设

			2019	2020	2021E	2022E	2023E
产能	纤维素醚——建材级	吨	20,000.00	30,000.00	31,000.00	51,000.00	51,000.00
	纤维素醚——医药食品级	吨	4,000.00	4,000.00	7,000.00	17,000.00	17,000.00
	植物胶囊	亿粒	70	90	160	240	350
开工率	纤维素醚——建材级	%	125.47%	100.00%	100.00%	74.51%	90.00%
	纤维素醚——医药食品级	%	82.95%	103.85%	71.43%	41.18%	65.29%
	植物胶囊	%	71.43%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
产销量	纤维素醚——建材级	吨	25094.00	30000.00	31000.00	38000.00	45900.00
	纤维素醚——医药食品级	吨	3318.00	4154.00	5000.00	7000.00	11100.00
	植物胶囊	亿粒	50	90	160	240	350
单价	纤维素醚——建材级	万元/吨	2.40	2.33	2.60	2.80	2.80
	纤维素醚——医药食品级	万元/吨	4.91	4.80	5.55	5.60	5.53
	植物胶囊	万元/亿粒	208.265	217.54	260.00	280.00	280.00
收入	纤维素醚	万元	76529.59	89943.74	108350.00	145600.00	189903.00
	植物胶囊	万元	10413.25	19578.60	41600.00	67200.00	98000.00
	其他业务	万元	24341.45	21366.67	22854.06	22854.06	22854.06
	收入总计	万元	111284.29	130889.01	172804.06	235654.06	310757.06
	收入增速	%	21.87%	17.62%	32.02%	36.37%	31.87%
毛利率	纤维素醚	%	28.16%		30.00%	33.00%	34.00%
	植物胶囊	%	64.00%		54.00%	56.00%	56.00%
	其他业务	%	37.23%		34.00%	36.00%	36.00%

资料来源：wind，信达证券研发中心

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 17.28、23.57、31.08 亿元,同比增长 32.02%、36.37%、31.87%, 归属母公司股东的净利润分别为 3.40、5.42、7.48 亿元,同比增长 34.86%、59.24%、38.04%, 2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 1.69 元, 2.70 元和 3.72 元, 当前股价对应 PE 为 25。

表 12: 盈利预测

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1113	1309	1728	2357	3108
增长率 YoY %	21.87%	17.62%	32.02%	36.37%	31.87%
归属母公司净利润(百万元)	158	252	340	542	748
增长率 YoY%	114.72%	60.02%	34.86%	59.24%	38.04%
毛利率%	33.49%	36.76%	36.31%	39.85%	41.08%
净资产收益率 ROE%	17.24%	20.96%	22.04%	25.98%	26.39%
EPS(摊薄)(元)	0.83	1.26	1.69	2.70	3.72
市盈率 P/E(倍)	53	33	25	16	11
市净率 P/B(倍)	9.21	7.00	5.45	4.04	2.97
EV/EBITDA	30.05	21.61	21.32	13.53	9.85

资料来源: wind, 信达证券研发中心; 股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价

(二) 相对估值

我们选取了同行业公司进行相对估值, 可比公司平均 PE (TTM) 为 53.13, 2022 年平均 PE 为 22.61, 公司当前股价对应 2022 年 PE 为 16, 估值低于行业平均水平。伴随着公司的产能不断释放, 未来公司业绩增长有较大空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 相对估值

股票代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	21E	22E
603737.SH	三棵树	333.0719	138.2711	309.6727	28.9109
002312.SZ	川发龙蟒	208.4098	22.3065	19.4495	25.2600
603026.SH	石大胜华	284.6438	30.1671	—	17.3680
002817.SZ	黄山胶囊	26.1925	46.0423	—	—
300705.SZ	九典制药	56.6770	28.8748	27.0442	18.8954
平均值			53.13	118.72	22.61

资料来源: wind, 信达证券研发中心; 收盘日期为 2022 年 4 月 8 日

风险因素

- 1、产能建设不如预期的风险
- 2、下游需求大幅下降的风险
- 3、原材料价格大幅上涨的风险

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	630	673	823	1108	1547
货币资金	190	223	226	368	633
应收票据	4	4	5	7	9
应收账款	205	219	289	395	520
预付账款	14	13	14	18	23
存货	148	110	118	152	197
其他	68	104	171	168	165
非流动资产	852	1016	1212	1521	1895
长期股权投资	0	26	26	26	26
固定资产	719	674	900	1224	1582
无形资产	91	128	128	128	128
其他	42	189	158	143	160
资产总计	1482	1690	2036	2629	3443
流动负债	396	393	396	444	507
短期借款	78	85	85	85	85
应付票据	14	28	12	16	21
应付账款	151	125	134	173	223
其他	153	155	164	170	178
非流动负债	152	93	93	93	93
长期借款	134	54	54	54	54
其他	18	39	39	39	39
负债合计	548	486	489	537	599
少数股东权益	19	0	3	7	10
归属母公司	914	1203	1544	2085	2833
负债和股东权益	1482	1690	2036	2629	3443

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1113	1309	1728	2357	3108
同比	21.87	17.62%	32.02	36.37%	31.87
归属母公司净利润	158	252	340	542	748
同比	114.72	60.02%	34.86	59.24%	38.04
(%)	%	%	%	%	%
毛利率	33.49	36.76%	36.31	39.85%	41.08
(%)	%	%	%	%	%
ROE%	17.24	20.96%	22.04	25.98%	26.39
%	%	%	%	%	%
EPS(摊薄)(元)	0.83	1.26	1.69	2.70	3.72
P/E	53	33	25	16	11
P/B	9.21	7.00	5.45	4.04	2.97
EV/EBITDA	30.05	21.61	21.32	13.53	9.85

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,113	1,309	1,728	2,357	3,108
营业成本	740	828	1,101	1,417	1,831
营业税金及	10	13	15	20	26
销售费用	39	20	26	35	46
管理费用	84	83	115	157	207
研发费用	46	59	72	98	129
财务费用	9	21	8	9	10
减值损失合	13	9	3	-1	0
投资净收益	7	8	6	7	7
其他	7	10	3	4	3
营业利润	186	295	398	631	868
营业外收支	-4	-1	-2	-3	-2
利润总额	182	294	396	628	866
所得税	20	39	53	83	115
净利润	162	255	344	545	751
少数股东损	4	2	3	3	3
归属母公司	158	252	340	542	748
EBITDA	275	398	403	636	873
EPS(当	0.83	1.26	1.69	2.70	3.72

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现	210	387	267	451	639
金流					
净利润	162	255	344	545	751
折旧摊销	80	86	1	1	1
财务费用	13	18	6	6	6
投资损失	-7	-8	-6	-7	-7
营运资金变	-49	29	-81	-96	-115
其它	11	7	3	2	3
投资活动现	-57	-311	-258	-303	-368
资本支出	-73	-237	-265	-310	-375
长期投资	5	7	6	7	7
其他	10	-81	0	0	0
筹资活动现	-52	-51	-6	-6	-6
金流					
吸收投资	0	150	2	0	0
借款	-2	-96	0	0	0
支付利息或	38	87	8	6	6
股息					
现金流净增	102	19	3	142	265
加额					

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。