

## 短期扰动不改长期成长，多产品扩能助力未来业绩高增

### 投资要点

- **事件：**公司发布2021年年报及2022年一季报，2021年公司实现营业收入15.6亿元，yoy+19.2%，实现归母净利润3.3亿元，yoy+30.7%，扣非净利润3.1亿元，yoy+31.5%；2022年Q1实现收入3.9亿元，yoy+19.1%/qoq+0.6%，实现归母9633万元，yoy+20.7%/qoq+82.2%
- **盈利情况：**2021年纤维素醚收入为9.8亿元，同比+8.5%，植物胶囊收入3.2亿元，同比+62.2%，收入增长来自于产品量价齐升，纤维素醚单价为2.8万元/吨，同比+8.4%，产量3.8万吨，同比+9.7%，销量3.5万吨，销量同比基本持平的原因医药食品级纤维素醚是公司植物胶囊原材料，年内植物胶囊产量162.8亿粒，同比+96.2%，销量141.5亿粒，同比+57.8%，单价224.3元/万粒，同比+2.8%。需求旺盛与成本上行共同推动公司主营产品价格上升，公司主要原材料包括棉浆粕、环氧丙烷、氯甲烷等，棉浆粕采购额占总采购额30%，2021年H1棉浆粕采购价格较2020年H2上行14.8%，H2采购价较H1上行51.5%，卓创数据显示2021年环氧丙烷价格同比+38%，公司及时调价缓解原材料上涨压力，2021年销售毛利率与净利率分别为36.6%/21.1%，同比分别-0.2/+1.7pp。2022年一季度原材料压力有所缓解，山东地区环氧丙烷含税价格环比-24.9%，而公司产品价格仍在高位，故Q1销售毛利率为38.4%，同比-1.1pp，环比+5.1pp，净利率为24.6%，同比+0.3pp，环比+11.0pp，但公共卫生事件与海外局势（2021年海外收入占比56%）对公司产能释放与物流运输造成一定影响。
- **纤维素醚产能持续增长，政策拉动下建材级纤维素醚市场规模扩张：**截止2021年年底公司纤维素醚产能为3.4万吨，在建产能4.1万吨，产能有序投放推动业绩增长，近期住建部发布公告要求2022年9月14号后所有房屋建筑、基础设施工程的新开工项目中不能继续使用水泥砂浆铺贴瓷砖的施工工艺，故瓷砖胶等粘结剂使用普及将带来建材级纤维素醚需求提升，为公司产能释放提供市场空间。
- **盈利预测与投资建议。**公司是国内纤维素醚及植物胶囊龙头，新增产能投放助力公司业绩持续增长，未来三年归母净利润复合增速为38.5%，预计公司2022-2024年EPS分别为1.60元、2.09元、2.55元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、在建项目不及预期、海运及疫情影响。

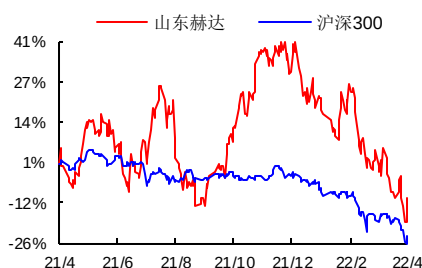
| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1560.49 | 2055.88 | 2920.36 | 3349.43 |
| 增长率           | 19.22%  | 31.75%  | 42.05%  | 14.69%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 329.54  | 547.75  | 716.36  | 874.48  |
| 增长率           | 30.65%  | 66.22%  | 30.78%  | 22.07%  |
| 每股收益EPS（元）    | 0.96    | 1.60    | 2.09    | 2.55    |
| 净资产收益率ROE     | 21.28%  | 27.00%  | 27.18%  | 25.97%  |
| PE            | 41      | 24      | 19      | 15      |
| PB            | 8.65    | 6.60    | 5.08    | 3.98    |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：程磊  
执业证号：S1250521090001  
电话：021-58351912  
邮箱：chlei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 3.43        |
| 流通A股(亿股)    | 3.15        |
| 52周内股价区间(元) | 35.54-85.58 |
| 总市值(亿元)     | 133.91      |
| 总资产(亿元)     | 22.76       |
| 每股净资产(元)    | 4.38        |

### 相关研究

1. 山东赫达（002810）：Q3业绩符合预期，股权激励助力公司成长（2021-10-21）
2. 山东赫达（002810）：二季度归母创历史新高，植物肉产业稳步推进（2021-08-28）
3. 山东赫达（002810）：参股子公司增资扩股，资本+人才引入推动高速发展（2021-08-11）
4. 山东赫达（002810）：植物肉项目投产，公司产业链充分延伸完善（2021-08-04）

### 关键假设：

假设 1：公司新增建材级纤维素醚产能于 2022 年 9 月份投产，2023-2024 年公司建材级纤维素醚开工负荷率为 100%。

假设 2：公司新增医药食品级纤维素醚产能于 2022 年 9 月份投产，2023-2024 年，公司医药食品级纤维素醚开工负荷率分别为 75%/100%。

假设 3：2022-2024 年，植物胶囊销量每年增加 100 亿粒。

假设 4：2022-2024 年其他业务收入与毛利保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2021A   | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|--------|-----|---------|----------|----------|----------|
| 合计     | 收入  | 1560.49 | 2,055.88 | 2,920.36 | 3,349.42 |
|        | 增速  | 19.22%  | 31.75%   | 42.05%   | 14.69%   |
|        | 毛利率 | 36.55%  | 39.75%   | 37.10%   | 38.84%   |
| 纤维素醚   | 收入  | 975.83  | 1236.46  | 1870.85  | 2069.83  |
|        | 增速  | 8.49%   | 26.71%   | 51.31%   | 10.64%   |
|        | 毛利率 | 32.28%  | 34.99%   | 29.98%   | 30.94%   |
| 植物胶囊   | 收入  | 317.46  | 552.21   | 782.30   | 1012.39  |
|        | 增速  | 62.14%  | 73.95%   | 41.67%   | 29.41%   |
|        | 毛利率 | 63.69%  | 60.0%    | 60.0%    | 60.0%    |
| 其他业务   | 收入  | 267.2   | 267.20   | 267.20   | 267.20   |
|        | 增速  | 25.06%  | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
|        | 毛利率 | 19.90%  | 19.90%   | 19.90%   | 19.90%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 1560.49        | 2055.88        | 2920.36        | 3349.43        | 净利润               | 329.54         | 547.75         | 716.36         | 874.48         |
| 营业成本          | 990.08         | 1238.72        | 1836.97        | 2048.39        | 折旧与摊销             | 92.11          | 106.27         | 151.75         | 198.19         |
| 营业税金及附加       | 11.41          | 17.44          | 24.38          | 27.53          | 财务费用              | 9.96           | 12.65          | 20.45          | 22.54          |
| 销售费用          | 19.82          | 35.23          | 44.67          | 51.84          | 资产减值损失            | -1.45          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 86.29          | 125.89         | 174.03         | 199.03         | 经营营运资本变动          | 176.97         | -154.37        | 5.98           | -4.27          |
| 财务费用          | 9.96           | 12.65          | 20.45          | 22.54          | 其他                | -151.58        | -2.41          | 4.64           | 0.60           |
| 资产减值损失        | -1.45          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>455.55</b>  | <b>509.89</b>  | <b>899.18</b>  | <b>1091.54</b> |
| 投资收益          | 5.21           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -609.62        | -728.97        | -516.71        | -23.38         |
| 公允价值变动损益      | 1.19           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -113.42        | -7.00          | -50.00         | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-723.05</b> | <b>-735.97</b> | <b>-566.71</b> | <b>-23.38</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>376.52</b>  | <b>625.94</b>  | <b>819.87</b>  | <b>1000.10</b> | 短期借款              | 109.98         | 346.17         | -116.02        | -425.13        |
| 其他非经营损益       | 0.10           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 长期借款              | 128.63         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>376.62</b>  | <b>625.94</b>  | <b>819.87</b>  | <b>1000.10</b> | 股权融资              | 28.01          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 47.09          | 78.19          | 103.51         | 125.62         | 支付股利              | 0.00           | -65.91         | -109.55        | -143.27        |
| 净利润           | 329.54         | 547.75         | 716.36         | 874.48         | 其他                | -88.17         | -14.48         | -20.45         | -22.54         |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>178.45</b>  | <b>265.79</b>  | <b>-246.02</b> | <b>-590.94</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 329.54         | 547.75         | 716.36         | 874.48         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-92.87</b>  | <b>39.71</b>   | <b>86.45</b>   | <b>477.23</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 165.88         | 205.59         | 292.04         | 769.26         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 348.39         | 421.56         | 607.28         | 700.44         | 销售收入增长率           | 19.22%         | 31.75%         | 42.05%         | 14.69%         |
| 存货            | 231.99         | 259.33         | 367.17         | 399.68         | 营业利润增长率           | 27.82%         | 66.24%         | 30.98%         | 21.98%         |
| 其他流动资产        | 64.00          | 61.71          | 86.81          | 99.27          | 净利润增长率            | 29.37%         | 66.22%         | 30.78%         | 22.07%         |
| 长期股权投资        | 18.56          | 25.56          | 75.56          | 75.56          | EBITDA 增长率        | 19.05%         | 55.64%         | 33.19%         | 23.06%         |
| 投资性房地产        | 9.96           | 9.96           | 9.96           | 9.96           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1330.62        | 1957.32        | 2326.28        | 2155.47        | 毛利率               | 36.55%         | 39.75%         | 37.10%         | 38.84%         |
| 无形资产和开发支出     | 187.24         | 183.24         | 179.23         | 175.23         | 三费率               | 7.44%          | 8.45%          | 8.19%          | 8.16%          |
| 其他非流动资产       | 278.89         | 278.89         | 278.89         | 278.89         | 净利率               | 21.12%         | 26.64%         | 24.53%         | 26.11%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>2635.53</b> | <b>3403.15</b> | <b>4223.22</b> | <b>4663.76</b> | ROE               | 21.28%         | 27.00%         | 27.18%         | 25.97%         |
| 短期借款          | 194.98         | 541.15         | 425.13         | 0.00           | ROA               | 12.50%         | 16.10%         | 16.96%         | 18.75%         |
| 应付和预收款项       | 569.41         | 517.37         | 812.54         | 934.94         | ROIC              | 24.43%         | 27.64%         | 27.64%         | 31.79%         |
| 长期借款          | 182.33         | 182.33         | 182.33         | 182.33         | EBITDA/销售收入       | 30.67%         | 36.23%         | 33.97%         | 36.45%         |
| 其他负债          | 140.56         | 133.42         | 167.53         | 179.59         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1087.29</b> | <b>1374.27</b> | <b>1587.54</b> | <b>1296.86</b> | 总资产周转率            | 0.72           | 0.68           | 0.77           | 0.75           |
| 股本            | 342.58         | 342.58         | 342.58         | 342.58         | 固定资产周转率           | 2.18           | 2.27           | 2.08           | 1.79           |
| 资本公积          | 131.85         | 131.85         | 131.85         | 131.85         | 应收账款周转率           | 5.96           | 6.02           | 6.36           | 5.75           |
| 留存收益          | 1099.31        | 1581.15        | 2187.96        | 2919.17        | 存货周转率             | 5.79           | 5.04           | 5.85           | 5.32           |
| 归属母公司股东权益     | 1548.24        | 2028.88        | 2635.68        | 3366.90        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 83.92%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1548.24</b> | <b>2028.88</b> | <b>2635.68</b> | <b>3366.90</b> | 资产负债率             | 41.26%         | 40.38%         | 37.59%         | 27.81%         |
| 负债和股东权益合计     | 2635.53        | 3403.15        | 4223.22        | 4663.76        | 带息债务/总负债          | 34.70%         | 52.65%         | 38.26%         | 14.06%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 0.96           | 0.84           | 1.01           | 1.87           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.69           | 0.61           | 0.73           | 1.49           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 12.03%         | 15.29%         | 16.38%         |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 478.59         | 744.86         | 992.07         | 1220.82        | 每股收益              | 0.96           | 1.60           | 2.09           | 2.55           |
| PE            | 40.64          | 24.45          | 18.69          | 15.31          | 每股净资产             | 4.52           | 5.92           | 7.69           | 9.83           |
| PB            | 8.65           | 6.60           | 5.08           | 3.98           | 每股经营现金            | 1.33           | 1.49           | 2.62           | 3.19           |
| PS            | 8.58           | 6.51           | 4.59           | 4.00           | 每股股利              | 0.00           | 0.19           | 0.32           | 0.42           |
| EV/EBITDA     | 27.77          | 18.26          | 13.50          | 10.23          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.49%          | 0.82%          | 1.07%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理            | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理            | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理            | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |