

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山东赫达 (002810)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《纤维素醚国际龙头初长成, 下游高端延伸再造一个赫达》2022.4

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

植物胶囊持续放量, 二季度业绩创新高

2022年7月16日

事件: 北京时间 2022 年 7 月 14 日, 山东赫达发布了 2022 年半年度业绩预告, 公司在 2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 30 日实现归属于上市公司股东的净利润 2.23 亿元-2.32 亿元, 比上年同期增长 20%-25%, 实现扣除非经常性损益后的净利润 2.22 亿元-2.31 亿元, 比上年同期增长 25%-30%, 基本每股收益 0.6531 元/股-0.6803 元/股。

点评:

- **产能持续增加叠加毛利率提升, 22Q2 业绩创二季度新高。** 根据公司 2022 年半年度业绩预告, 公司 2022Q2 单季度实现归母净利润 1.27 亿元-1.36 亿元, 同比增加 19.81%-28.30%, 环比增加 32.29%-41.67%。公司业绩的增加主要源于赫尔希子公司植物胶囊系列产品新增产能持续释放, 销量随之增长, 规模效益显现; 同时, 纤维素醚系列产品深入挖潜、持续优化生产工艺和产品结构, 综合毛利率持续提升。
- **美国进口植物胶囊持续增加, 植物胶囊在欧美快速渗透。** 从美国海关公布胶囊进口数据来看, 2022 年 7 月美国海关公布了美国 5 月进口数据, 5 月美国进口纤维素醚胶囊总金额达 1586 万美元, 同比增加 16.74%, 环比增加 5.73%, 实现了同比环比的大幅增加。同时, 纤维素醚胶囊以安全、环保、不含动物成分等特点在欧美国家尤其是穆斯林等市场渗透率快速提升, 2016 年初美国进口的纤维素醚胶囊总金额与明胶胶囊的比值为 0.81, 到了 2022 年 5 月, 这一比值已快速拉升至 2.25。2020 年底公司有植物胶囊年产能 90 亿粒, 2021 年公司有 26 条植物胶囊生产线投入使用, 生产线达到 50 条, 产能超 260 亿粒, 实现了产能的大幅扩张。同时, 纤维素醚-植物胶囊一体化优势以及植物胶囊光明的应用前景, 使得公司在大幅扩产的同时, 依然保持着 64% 的毛利率, 与 2019 年几乎相同。未来公司还将继续扩产到 350 亿粒、500 亿粒, 植物胶囊将成为公司业绩增长的重要动力。
- **海运费降低将助力公司重回高速增长状态, 估值有望得到修复。** 2021 年轮船出口面临港口拥堵、集装箱紧缺等困难, 海运费出现大幅上涨。由于公司产品出口比例相对较高, 尤其是公司的植物胶囊产品基本 100% 出口, 2021 年海运运力难求和运费高涨, 均对公司经营造成较大压力。进入 2022 年, 我们观察到美国港口拥堵情况正在以超过市场预期的速度疏解, 中美间航船周期正在恢复正常, 运力紧张的情况将得到修复。东南亚集装箱运价指数和中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 分别在 2021 年 12 月 24 日和 2022 年 2 月 11 日达到历史高位的 8100.88 点和 3587.91 点, 随后均表现出明显回落, 两指数最新值分别达 5201.46 点 (7 月 8 日) 和 3232.18 点 (7 月 8 日)。在海运费回落的情况下, 公司 Q2 业绩环比增长, 2022 年下半年, 我们认为海运费将继续回落, 公司出口业务盈利能力有望持续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别达到

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

22.20、30.34、35.31 亿元，同比增长 42.25%、36.68%、16.40%，归属母公司股东的净利润分别为 5.12、7.42、9.03 亿元，同比增长 55.39%、44.93%、21.64%，2022-2024 年摊薄 EPS 分别达到 1.49 元、2.17 元和 2.64 元。对应 2022 年的 PE 为 22 倍，给予“买入”评级。

➤ **风险因素：** 1、新建产能投产不及预期 2、产品价格大幅波动的风险。

重要财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1309	1560	2220	3034	3531
增长率 YoY %	17.62%	19.22%	42.25%	36.68%	16.40%
归属母公司净利润 (百万元)	252	330	512	742	903
增长率 YoY%	60.02%	30.65%	55.39%	44.93%	21.64%
毛利率%	36.76%	36.55%	39.54%	40.83%	42.18%
净资产收益率ROE%	20.96%	21.28%	24.87%	26.50%	24.37%
EPS(摊薄)(元)	1.26	0.96	1.49	2.17	2.64
市盈率 P/E(倍)	45	34	22	15	12
市净率 P/B(倍)	9.34	7.26	5.46	4.01	3.03

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
流动资产	673	810	1525	2212	2946	
货币资金	223	166	239	679	1274	
应收票据	4	4	6	8	9	
应收账款	219	298	424	580	675	
预付账款	13	24	27	36	41	
存货	110	232	262	350	399	
其他	104	86	567	559	548	
非流动资产	1016	1825	1523	1724	1973	
长期股权投资	26	19	19	19	19	
固定资产	674	761	1192	1529	1742	
无形资产	128	187	228	236	249	
其他	189	859	85	-59	-36	
资产总计	1690	2636	3048	3936	4919	
流动负债	393	842	742	885	963	
短期借款	85	195	195	195	195	
应付票据	28	244	111	148	169	
应付账款	125	266	300	401	457	
其他	155	138	136	140	143	
非流动负债	93	245	245	245	245	
长期借款	54	182	182	182	182	
其他	39	63	63	63	63	
负债合计	486	1087	987	1130	1208	
少数股东权益	0	0	2	5	7	
所有者权益	1203	1548	2059	2801	3704	
负债和所有者权益	1690	2636	3048	3936	4919	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1309	1560	2220	3034	3531	
同比	17.62%	19.22%	42.25%	36.68%	16.40%	
归属母公司净利润	252	330	512	742	903	
同比	60.02%	30.65%	55.39%	44.93%	21.64%	
毛利率	36.76%	36.55%	39.54%	40.83%	42.18%	
ROE%	20.96%	21.28%	24.87%	26.50%	24.37%	
EPS(摊薄)(元)	1.26	0.96	1.49	2.17	2.64	
P/E	45	34	22	15	12	
P/B	9.34	7.26	5.46	4.01	3.03	
EV/EBITDA	17.00	24.19	16.66	11.77	9.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,309	1,560	2,220	3,034	3,531	
营业成本	828	990	1,342	1,795	2,042	
营业税金及附加	13	11	19	27	31	
销售费用	20	20	28	39	45	
管理费用	83	86	143	196	228	
研发费用	59	71	97	133	155	
财务费用	21	10	17	14	19	
减值损失合	9	9	-5	-9	-12	
投资净收益	8	5	7	6	6	
其他	10	8	5	5	5	
营业利润	295	377	590	852	1,035	
营业外收支	-1	0	-2	-1	-1	
利润总额	294	377	588	851	1,034	
所得税	39	47	74	106	129	
净利润	255	330	514	744	905	
少数股东损	2	0	2	2	2	
归属母公司	252	330	512	742	903	
EBITDA	398	480	697	987	1,197	
EPS(当	1.26	0.96	1.49	2.17	2.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现	387	455	361	770	1001	
金流						
净利润	255	330	514	744	905	
折旧摊销	86	92	95	125	150	
财务费用	18	11	14	10	12	
投资损失	-8	-5	-7	-6	-6	
营运资金变	29	24	-256	-104	-60	
其它	7	4	0	0	0	
投资活动现	-311	-723	-273	-320	-393	
资本支出	-237	-699	-279	-326	-399	
长期投资	7	12	7	6	6	
其他	-81	-35	0	0	0	
筹资活动现	-51	178	-10	-5	-6	
吸收投资	150	27	2	0	0	
借款	-96	196	0	0	0	
支付利息或股息	87	9	12	5	6	
现金流净增	19	-93	73	440	596	
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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。