

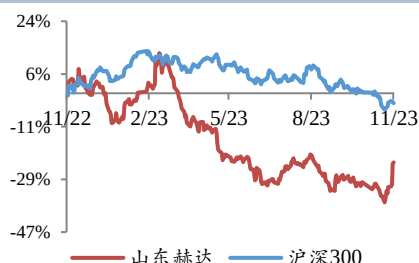
三季度营收持续改善，行业景气度逐步回升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-02

收盘价（元）	18.78
近12个月最高/最低（元）	27.77/15.48
总股本（百万股）	342
流通股本（百万股）	316
流通股比例（%）	92.18
总市值（亿元）	64
流通市值（亿元）	59

公司价格与沪深300走势比较

**分析师：王强峰**

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 纤维素醚需求复苏，植物胶囊打开成长空间 2023-08-29

主要观点：

● 事件描述

10月30日，山东赫达发布了2023年三季报，2023年前三季度实现营业收入11.78亿元，同比下降11.53%，实现归母净利2.30亿元，同比下降24.95%。单季度来看，23Q3实现营业收入4.28亿元，环比上升14.05%，同比上升0.8%。23Q3实现归母净利0.73亿元，环比下降13.66%，同比下降9.81%。

● 高青一期产能逐步放量，公司三季度营收持续改善

存量市场与海外稳定需求助力公司业绩，高青一期产能逐步放量。公司2023年Q3单季度实现营业收入4.28亿元，环比上升14.05%，同比上升0.80%；实现归母净利0.73亿元，环比下降13.66%，同比下降9.81%。公司主营业务产品纤维素醚及植物胶囊市场情况趋好。一方面，国内房地产存量市场稳定建材级纤维素醚销售，存量市场下，旧房更新模式成为主流，自20年以来，中央持续推进城镇老旧小区改造工作，多城市陆续响应并颁布相应政策，根据iFinD，23年Q3全国新开工改造成真老旧小区数为14.77万个，同比增长2.38%，公司建材级纤维素产品广泛应用于预拌砂浆、PVC、乳胶漆、腻子等建材产品，有望集中受益。此外在住建部明确禁止水泥砂浆贴墙砖下，瓷砖胶有望对水泥砂浆进行替代，纤维素醚作为瓷砖胶必备添加剂，有望成为公司重要成长性因素；另一方面海外基础建设和建筑行业需求比较稳定，公司纤维素醚出口有所改善，公司在原有产能持续满产下，高青一期产能逐步释放。归母净利润方面，公司高青一期项目在中报中显示转固6.61亿元，固定资产折旧摊销压力大。费用方面，公司Q3财务费用为0.12亿元，环比增加0.26亿，同比增加0.25亿，主要是汇兑收益减少以及可转债利息增加所致。

● 纤维素醚持续扩产，收购中福拓展纤维素产品矩阵

公司是亚洲纤维素醚龙头企业，持续完善产品组合。公司纤维素醚现有产能为6.4吨/年，覆盖HPMC/HEMC等近百个产品。公司分两阶段收购山东中福致为，中福致为致力于HEC的研发、生产与销售，目前其HEC产能为1万吨/年。羟乙基纤维素（HEC）可广泛应用于涂料、日用化学、石油钻井、PVC、陶瓷等领域，具有巨大市场潜力，发展前景广阔。截至2023年9月30日，中福致为已纳入上市公司合并范围。收购中福致为有利于完善公司纤维素醚产品线，提高纤维素醚系列产品配套能力。

● 下延植物肉市场，开启第二成长曲线

延链拓展植物肉市场，有望打开成长曲线。公司参股子公司米特加（上海）食品科技有限公司的全资子公司米特加（淄博）食品科技有限公司植物基肉制品生产基地项目年产能10万吨，目前该项目处于设备安装阶

段，建成后公司拟成为全国最大的植物肉生产基地。公司的食品级纤维素醚可用于保证植物肉在烹饪前保持柔软的质构，帮助植物肉成型，在加热后具有稳定的质构。公司纤维素醚与植物肉业务形成产业链协同，在制造植物肉过程中，可以提升其口感和质地，并且保持水分，目前公司产品已取得多体系认证，并获得多国客户供货认证。植物肉市场空间巨大，有望推动食品级纤维素醚需求增长，公司提前布局，未来有望集中受益，开启第二成长曲线。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.14、4.15、5.71 亿元（前值：3.81、4.77、6.68 亿元），同比增速为-11.2%、32.2%、37.6%。对应 PE 分别为 20、15、11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1)项目投产进度不及预期;
- (2)原材料价格大幅波动;
- (3)相关政策变动风险;
- (4)国际贸易风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1723	1802	2303	2728
收入同比 (%)	10.4%	4.6%	27.8%	18.5%
归属母公司净利润	354	314	415	571
净利润同比 (%)	7.4%	-11.2%	32.2%	37.6%
毛利率 (%)	34.2%	32.6%	32.9%	36.1%
ROE (%)	18.8%	15.0%	16.6%	18.6%
每股收益 (元)	1.04	0.92	1.21	1.67
P/E	21.56	20.46	15.48	11.25
P/B	4.08	3.08	2.57	2.09
EV/EBITDA	17.40	10.96	8.72	6.08

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	858	701	1993	2307	营业收入	1723	1802	2303	2728
现金	151	363	862	1736	营业成本	1134	1214	1545	1744
应收账款	367	53	639	159	营业税金及附加	16	16	20	24
其他应收款	21	12	34	21	销售费用	25	25	32	38
预付账款	21	24	32	35	管理费用	120	115	148	177
存货	242	215	380	296	财务费用	-18	21	21	18
其他流动资产	55	34	46	60	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	2474	2569	2483	2314	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	37	48	59	71	投资净收益	35	22	31	39
固定资产	802	1929	1758	1580	营业利润	411	364	481	661
无形资产	184	184	184	184	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1451	408	482	479	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3331	3271	4476	4621	利润总额	410	363	479	660
流动负债	1035	765	1554	1128	所得税	56	48	63	88
短期借款	230	285	342	395	净利润	354	315	416	572
应付账款	517	129	739	261	少数股东损益	0	1	0	1
其他流动负债	287	351	473	471	归属母公司净利润	354	314	415	571
非流动负债	415	415	415	415	EBITDA	467	614	721	898
长期借款	358	358	358	358	EPS (元)	1.04	0.92	1.21	1.67
其他非流动负债	57	57	57	57					
负债合计	1450	1179	1969	1542					
少数股东权益	0	1	1	1					
股本	342	342	342	342					
资本公积	133	130	130	130					
留存收益	1406	1618	2033	2605					
归属母公司股东权益	1882	2091	2506	3077					
负债和股东权益	3331	3271	4476	4621					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	300	612	600	900	成长能力				
净利润	354	315	416	572	营业收入	10.4%	4.6%	27.8%	18.5%
折旧摊销	105	250	250	257	营业利润	9.3%	-11.5%	32.0%	37.6%
财务费用	0	22	24	27	归属于母公司净利	7.4%	-11.2%	32.2%	37.6%
投资损失	-35	-22	-31	-39	获利能力				
营运资金变动	-132	44	-61	81	毛利率 (%)	34.2%	32.6%	32.9%	36.1%
其他经营现金流	493	273	479	494	净利率 (%)	20.5%	17.4%	18.0%	20.9%
投资活动现金流	-487	-326	-134	-52	ROE (%)	18.8%	15.0%	16.6%	18.6%
资本支出	-468	-333	-151	-75	ROIC (%)	12.6%	11.5%	12.7%	14.5%
长期投资	-22	-15	-14	-15	偿债能力				
其他投资现金流	3	22	31	39	资产负债率 (%)	43.5%	36.1%	44.0%	33.4%
筹资活动现金流	197	-73	33	26	净负债比率 (%)	77.0%	56.4%	78.5%	50.1%
短期借款	35	54	57	53	流动比率	0.83	0.92	1.28	2.05
长期借款	176	0	0	0	速动比率	0.57	0.59	1.01	1.75
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	-2	0	0	总资产周转率	0.58	0.55	0.59	0.60
其他筹资现金流	-15	-125	-24	-27	应收账款周转率	5.18	8.57	6.65	6.84
现金净增加额	16	212	499	874	应付账款周转率	2.90	3.76	3.56	3.49

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.04	0.92	1.21	1.67	P/E	21.56	20.46	15.48	11.25
每股经营现金流 (摊)	0.88	1.79	1.75	2.63	P/B	4.08	3.08	2.57	2.09
每股净资产	5.49	6.11	7.32	8.99	EV/EBITDA	17.40	10.96	8.72	6.08

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。