

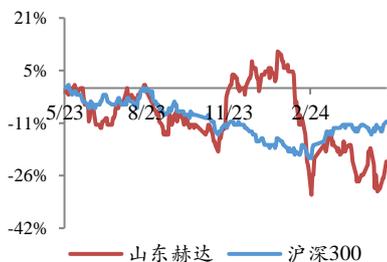
23 年业绩符合预期，业绩有望迎来拐点

投资评级：增持（下调）

报告日期：2024-04-30

收盘价（元）	14.88
近 12 个月最高/最低（元）	21.46/12.42
总股本（百万股）	342
流通股本（百万股）	320
流通股比例（%）	93.65
总市值（亿元）	51
流通市值（亿元）	48

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. 三季度营收持续改善，行业景气度逐步回升 2023-11-02

2. 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

4月26日，山东赫达发布2023年年报以及24年一季度报告，2023年全年实现营业收入15.56亿元，同比下降9.70%，实现归母净利润2.20亿元，同比下降37.76%。24Q1实现营收4.35亿元，同比上升16.10%；实现归母净利润0.54亿元，同比下降26.37%。

● 公司23年业绩符合预期，看好24年市场回暖带来的业绩增量

主要产品价格触底，高青一期产能逐步放量。公司2023年全年实现营业收入15.56亿元，同比下降9.70%，实现归母净利润2.20亿元，同比下降37.76%。公司业绩主要受到行业内竞争加剧、房地产市场下行等因素影响，此外，公司可转债及汇兑收益下降所致的财务费用增加也带来了一定的影响，23年财务费用同比增加了0.25亿元。公司纤维素醚原有产能产销饱和，高青一期持续贡献增量，收入主要由产品价格下降拖累，公司一体化优势明显，小产能出清下，公司高青一期产能有望维持放量节奏。植物胶囊受众主要在欧美国家，欧美通货膨胀得到有效缓解，海外经济复苏叠加海外去库存影响触底，植物胶囊销售有望回暖。24年Q1公司营收上修，同比上升16.10%，净利润稍有承压，目前公司主营产品纤维素醚以及植物胶囊价格皆已筑底，24年有望实现量价齐升。

● 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领先企业，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，具有较大的市场潜力，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。

● 二代胶囊溶出曲线接近明胶胶囊，有望形成新的成长曲线

二代植物胶囊性能提升，有望打开新一轮成长曲线。植物胶囊海外库存持续消解，价格有望在客户补库需求下有所提升。公司突破二代胶囊技术，其二代植物胶囊溶出曲线等各方面性能接近明胶胶囊，成本及产品优势下，公司有望在国内的创新药和新药市场开启新一轮成长曲线。

● 投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.10、4.18、5.76亿元（24、25年前值：4.15、5.71亿元），同比增速为40.6%、34.9%、38.0%。对应PE分别为16、12、9倍，鉴于海外需求和纤维素醚价格的不确定性，下调至“增

持”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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1556	2169	2425	2911
收入同比 (%)	-9.7%	39.4%	11.8%	20.0%
归属母公司净利润	220	310	418	576
净利润同比 (%)	-37.8%	40.6%	34.9%	38.0%
毛利率 (%)	29.3%	29.9%	33.5%	36.4%
ROE (%)	10.5%	12.9%	14.9%	17.0%
每股收益 (元)	0.64	0.91	1.22	1.69
P/E	33.11	16.43	12.18	8.82
P/B	3.46	2.13	1.81	1.50
EV/EBITDA	18.96	7.97	6.45	4.84

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1018	1173	1029	1532	营业收入	1556	2169	2425	2911
现金	237	140	7	123	营业成本	1100	1521	1613	1852
应收账款	348	550	480	763	营业税金及附加	16	20	23	28
其他应收款	39	22	54	38	销售费用	29	35	41	49
预付账款	19	29	29	34	管理费用	110	147	167	200
存货	318	368	382	484	财务费用	8	34	39	44
其他流动资产	56	64	76	90	资产减值损失	-26	-9	-11	-12
非流动资产	2775	3367	3978	4548	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	41	47	55	62	投资净收益	31	37	45	53
固定资产	2180	2670	3168	3619	营业利润	260	361	489	674
无形资产	218	244	268	295	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	336	406	487	573	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3793	4540	5006	6080	利润总额	259	361	488	674
流动负债	871	1322	1071	1568	所得税	39	51	70	97
短期借款	189	180	168	152	净利润	220	310	418	576
应付账款	504	652	646	854	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	179	490	257	562	归属母公司净利润	220	310	418	576
非流动负债	826	826	1126	1126	EBITDA	412	719	953	1242
长期借款	74	74	374	374	EPS (元)	0.64	0.91	1.22	1.69
其他非流动负债	752	752	752	752					
负债合计	1698	2149	2197	2694					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	342	342	342	342					
资本公积	130	118	118	118					
留存收益	1622	1932	2350	2926					
归属母公司股东权益	2095	2392	2809	3385					
负债和股东权益	3793	4540	5006	6080					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	180	877	656	1271	成长能力				
净利润	220	310	418	576	营业收入	-9.7%	39.4%	11.8%	20.0%
折旧摊销	157	352	460	566	营业利润	-36.8%	38.9%	35.2%	38.0%
财务费用	17	36	40	44	归属于母公司净利	-37.8%	40.6%	34.9%	38.0%
投资损失	-31	-37	-45	-53	获利能力				
营运资金变动	-192	208	-228	126	毛利率 (%)	29.3%	29.9%	33.5%	36.4%
其他经营现金流	421	111	657	462	净利率 (%)	14.2%	14.3%	17.2%	19.8%
投资活动现金流	-152	-917	-1037	-1095	ROE (%)	10.5%	12.9%	14.9%	17.0%
资本支出	-101	-945	-1073	-1140	ROIC (%)	7.5%	9.9%	10.9%	13.0%
长期投资	-30	-9	-9	-8	偿债能力				
其他投资现金流	-21	37	45	53	资产负债率 (%)	44.8%	47.3%	43.9%	44.3%
筹资活动现金流	82	-58	248	-60	净负债比率 (%)	81.0%	89.8%	78.2%	79.6%
短期借款	-41	-9	-12	-16	流动比率	1.17	0.89	0.96	0.98
长期借款	-283	0	300	0	速动比率	0.78	0.58	0.57	0.64
普通股增加	0	-1	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3	-12	0	0	总资产周转率	0.44	0.52	0.51	0.53
其他筹资现金流	410	-36	-40	-44	应收账款周转率	4.35	4.83	4.71	4.69
现金净增加额	114	-97	-133	116	应付账款周转率	2.16	2.63	2.49	2.47

每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.91	1.22	1.69
每股经营现金流薄)	0.53	2.57	1.92	3.72
每股净资产	6.12	7.00	8.22	9.91

估值比率				
P/E	33.11	16.43	12.18	8.82
P/B	3.46	2.13	1.81	1.50
EV/EBITDA	18.96	7.97	6.45	4.84

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。