

研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

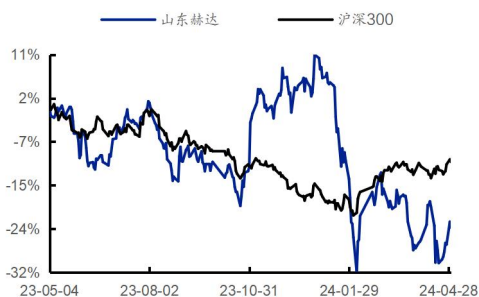
2023 年业绩受新基地折旧摊销拖累，静待行业

需求拐点

——山东赫达(002810)2023 年年报及 2024 年

一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
山东赫达	5.6%	-7.2%	-24.5%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	14.66
52 周价格区间(元)	12.42-21.46
总市值(百万)	5,009.38
流通市值(百万)	4,691.19
总股本(万股)	34,170.37
流通股本(万股)	31,999.91
日均成交额(百万)	63.40
近一月换手(%)	2.21

相关报告

《山东赫达(002810)三季度点评报告: 高青一期产能逐步释放, 中福赫达实现并表(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-11-01

《山东赫达(002810)2023 年中报点评报告: Q2 业绩环比改善, 高青一期产能逐步释放(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-08-31

《山东赫达(002810.SZ)2022 年报及 2023 一季报点评: 2023Q1 业绩环比改善, 植物胶囊需求有望

事件:

2024 年 4 月 26 日, 山东赫达发布 2023 年年度报告: 2023 年实现营业收入 15.6 亿元, 同比下降 9.7%; 实现归母净利润 2.2 亿元, 同比下降 37.8%; 销售毛利率 29.3%, 同比下降 4.9 个 pct, 销售净利率 14.2%, 同比下降 6.4 个 pct; 经营活动现金流净额为 1.8 亿元。

2023 年 Q4 单季度, 公司实现营业收入 3.8 亿元, 同比-3.5%, 环比-11.8%; 实现归母净利润为-0.09 亿元, 同比-119.4%, 环比-112.8%; 经营活动现金流净额为 0.82 亿元。销售毛利率为 24.2%, 同比-5.3 个 pct, 环比-6.2 个 pct。销售净利率为-2.5%, 同比-14.7 个 pct, 环比-19.4 个 pct。

2024 年 Q1 单季度, 公司实现营业收入 4.35 亿元, 同比+16.1%, 环比+15.3%; 实现归母净利润为 0.54 亿元; 经营活动现金流净额为 0.54 亿元。销售毛利率为 25.1%, 同比-5.9 个 pct, 环比+0.9 个 pct。销售净利率为 12.3%, 同比-7.1 个 pct, 环比+14.8 个 pct。

投资要点:

2023 年业绩受新基地折旧摊销拖累, 2024Q1 业绩环比改善

2023 年, 公司实现归母净利润 2.2 亿元, 同比下降 37.8%。主要由于 2023 年下游房地产市场下行、海外客户去库存、以及行业竞争加剧, 产品价格有所下滑, 叠加高青基地产品初期, 产能利用率相对较低, 折旧摊销压力增大。分产品板块来看, 纤维素醚实现营业收入 11.3 亿元, 同比-2.5%, 销量 4.04 万吨, 同比+17%, 销售价格 2.8 万元/吨, 同比-16%, 毛利率维 25.5%, 同比下降 5.1 个 pct; 植物胶囊实现营业收入 2.5 亿元, 同比-10.9%, 销量 110 亿粒, 同比-8%, 销售价格为 223 万元/亿粒, 同比-3%。2023 年末, 公司在建工程 1.7 亿元, 较 2023 年初减少 12.4 亿元, 主要受到高青基地 4.1 万吨/年(一期)纤维素醚项目及环保治理升级改造项目转固的影响。期间费用率方面, 2023 年销售/管理/财务费用率分别为 1.9%/7.1%/0.5%, 同比分别上升 0.5 个 pct/0.1 个 pct/1.5 个 pct。

2024Q1 公司实现归母净利润 0.54 亿元, 同比减少 0.19 亿元, 环比增加

逐步复苏（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》—
—2023-05-06

0.63 亿元，实现毛利润 1.09 亿元，同比减少 0.07 亿元，环比增加 0.17 亿元。此外，公司管理费用同比增加 0.04 亿元，环比减少 0.25 亿元；投资净收益同比减少 0.01 亿元，环比增加 0.18 亿元；资产减值损失同比增加 0.01 亿元，环比减少 2.22 亿元。

持续完善产品组合，静待行业需求拐点

截至 2023 年底，公司纤维素醚产能 6.9 万吨，在建产能 0.5 万吨，规划未建设产能 1.1 万吨；植物胶囊产能 350 亿粒，产能利用率 39%，在建产线产能 150 亿粒。在行业供需错配、产能过剩背景下，公司积极调整产品和市场结构。2023 年高端医药包衣产品技术取得成功、二代纯品胶囊注册成功，同时公司 2022-2023 年出口收入占比均超过 50%。此外，公司收购中福赫达，拓展羟乙基纤维素（HEC）产品，丰富产品矩阵。公司纤维素醚-植物胶囊一体化优势突出，静待行业需求拐点，公司产品产能利用率有望提升。

盈利预测和投资评级 由于公司高青项目转固增加折旧摊销成本，我们调整公司业绩预测，预计 2024/2025/2026 年营业收入分别为 21/25/28 亿元，归母净利润分别为 2.95/4.26/5.15 亿元，对应 PE 为 17/12/10 倍，公司未来成长路径清晰：高青项目逐渐落地、植物胶囊产能逐步释放，因此维持“买入”评级。

风险提示 上游原材料价格波动风险；产品价格下跌风险；下游终端房地产、医药食品行业需求不及预期；新建项目产能建设及投产进度低于预期；欧美通胀率维持高位。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1556	2085	2496	2784
增长率(%)	-10	34	20	12
归母净利润（百万元）	220	295	426	515
增长率(%)	-38	34	44	21
摊薄每股收益（元）	0.64	0.86	1.25	1.51
ROE(%)	11	12	15	15
P/E	33.11	17.24	11.95	9.88
P/B	3.46	2.13	1.81	1.53
P/S	4.66	2.44	2.04	1.83
EV/EBITDA	18.96	9.97	7.68	6.37

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

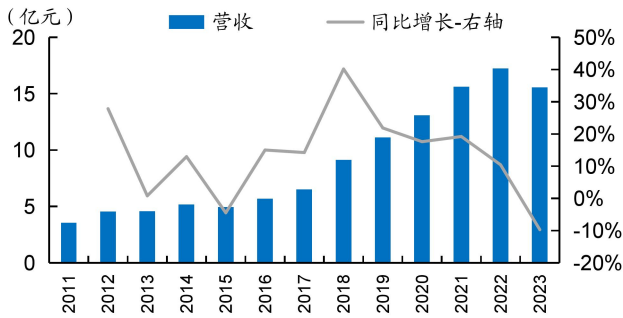
表 1: 山东赫达分产品经营数据

		2020	2021	2022	2023	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
纤维素醚	营收 (百万元)	899	976	1156	1128	465	510	559	597	552	576
	毛利 (百万元)	290	315	354	288	159	156	186	168	161	126
	毛利率	32.3%	32.3%	30.6%	25.5%	34.2%	30.5%	33.2%	28.1%	29.2%	22.0%
	销量 (吨)	35194	35217	34619	40353						
	单吨价格 (万元/吨)	2.56	2.77	3.34	2.79						
植物胶囊	营收 (百万元)	196	317	276	246	147	170	179	97	100	146
	毛利 (百万元)	123	202	165	133	98	104	113	52	53	80
	毛利率	62.9%	63.7%	60.0%	54.2%	66.5%	61.2%	63.0%	54.3%	53.2%	54.9%
	销量 (亿粒)	89.71	141.53	119.93	110.19						
	单吨价格 (万元/亿粒)	218.25	224.30	230.02	223.05						
原乙酸三甲酯	营收 (百万元)	87	55	44	3	34	21	29	15	3	1
	毛利 (百万元)	32	12	2	-1	9	3	5	-3	-1	0
	毛利率	36.9%	21.5%	4.2%	-18.0%	27.2%	12.5%	16.8%	-19.3%	-22.1%	-2.0%
双丙酮丙烯酰胺	营收 (百万元)	41	49	35	29	25	25	22	13	16	13
	毛利 (百万元)	14	13	9	1	7	6	8	1	0	1
	毛利率	32.8%	26.6%	26.7%	2.4%	27.6%	25.7%	36.3%	10.8%	-1.6%	7.8%
石墨类化工设备	营收 (百万元)	35	37	48	40	20	17	24	24	26	15
	毛利 (百万元)	12	12	20	13	6	5	10	10	9	4
	毛利率	33.9%	31.5%	42.2%	33.7%	32.5%	30.4%	43.0%	41.4%	37.0%	27.9%
其他化工产品	营收 (百万元)	49	123	158	108	60	62	89	68	53	55
	毛利 (百万元)	9	14	36	21	11	3	16	20	11	9
	毛利率	18.6%	11.5%	22.6%	19.1%	18.1%	5.1%	17.7%	29.1%	21.4%	16.9%
营业收入 (百万元)		1309	1560	1723	1556	753	808	907	816	750	806
毛利润 (百万元)		481	570	589	456	292	279	341	248	234	222
毛利率		36.8%	36.6%	34.2%	29.3%	38.8%	34.5%	37.6%	30.4%	31.2%	27.5%
归母净利润 (百万元)		252	330	354	220	186	144	225	128	157	63

资料来源: Wind, 国海证券研究所

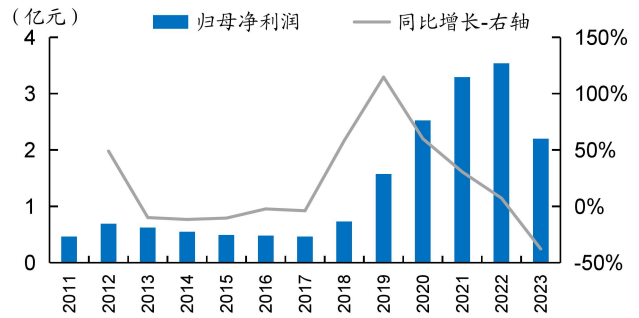
2、公司财务数据

图 1：2023 年营业总收入同比下降 9.7%



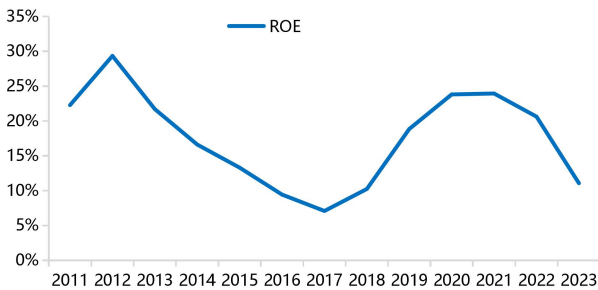
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2023 年归母净利润同比下降 37.8%



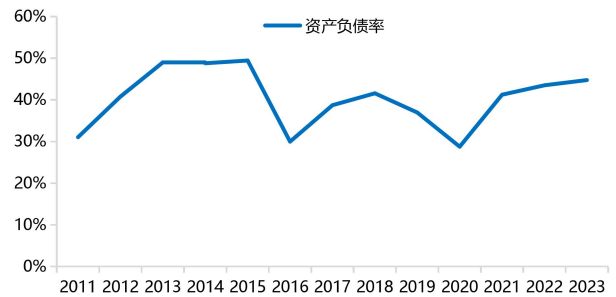
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年净资产收益率下降



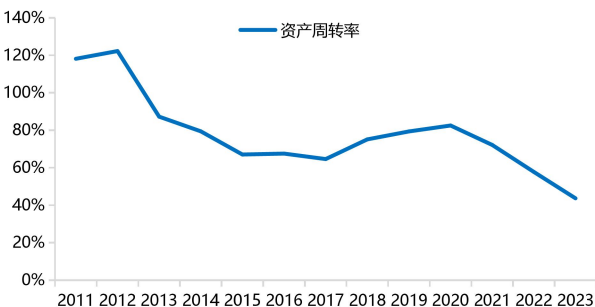
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年资产负债率上升



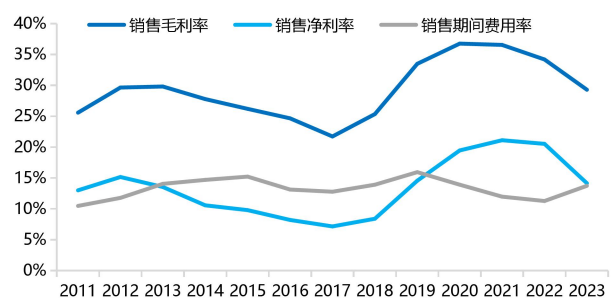
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产周转率为 43.69%



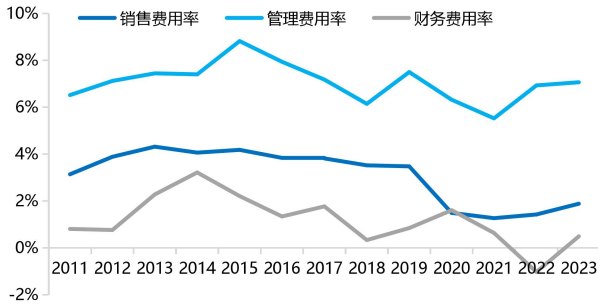
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年毛利率为 29.3%



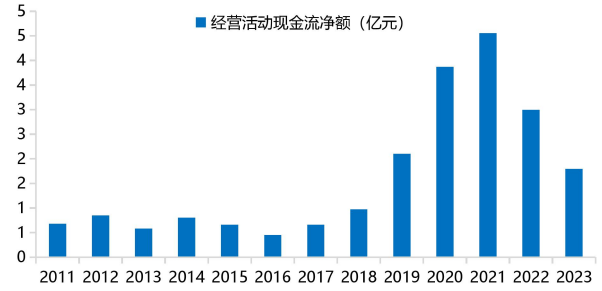
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年期间费用率上升



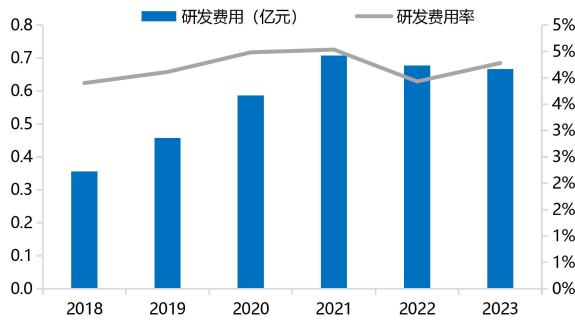
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年经营活动现金流净额 1.8 亿元



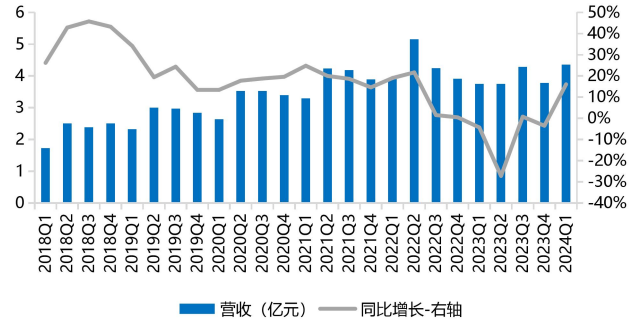
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年研发费用达 0.7 亿元



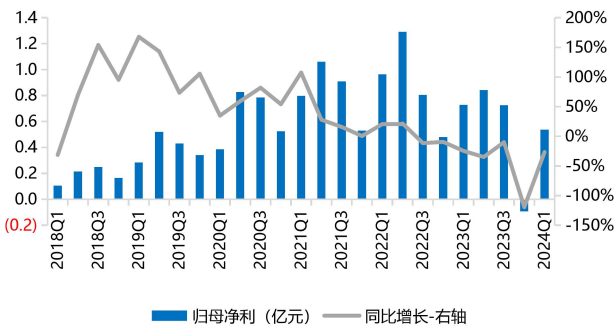
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2024 年 Q1 营收环比增长 15.3%



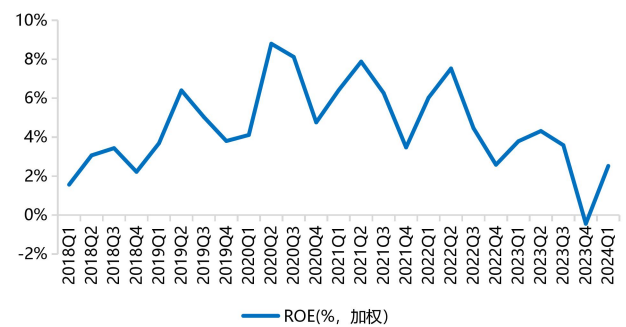
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2024 年 Q1 归母净利润同比下滑 26.4%



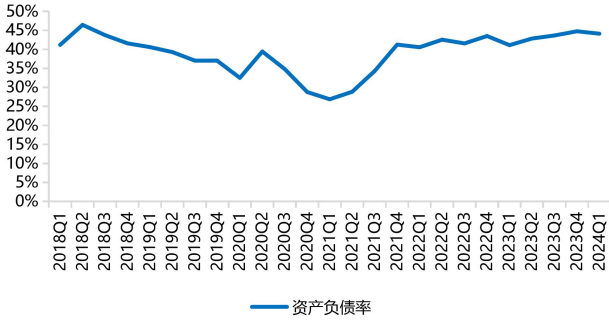
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



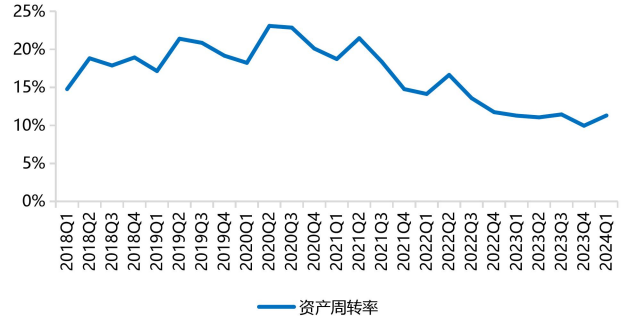
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



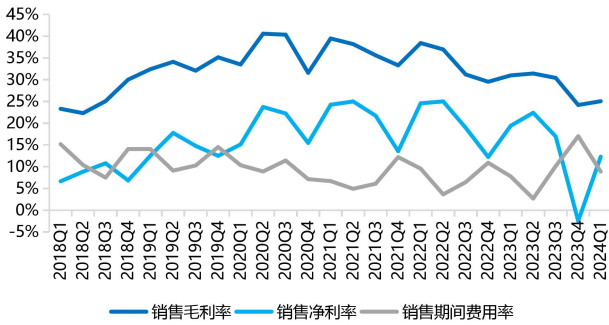
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



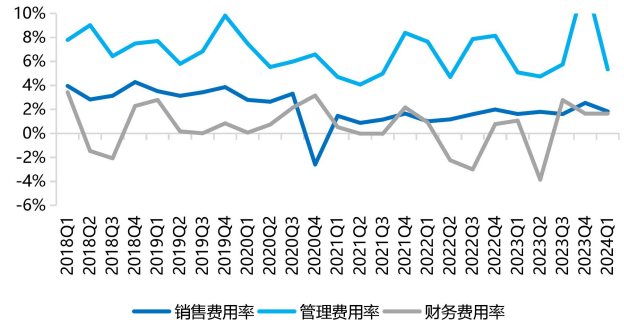
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2024Q1 销售毛利率/净利率改善



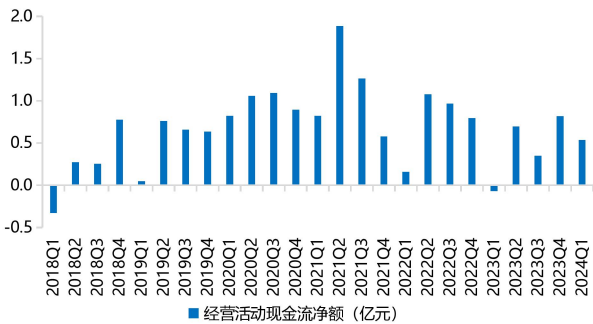
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



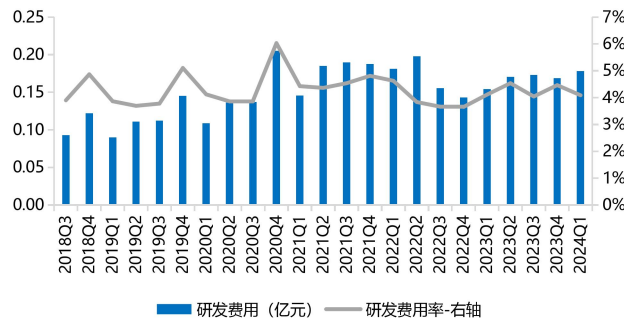
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额 0.54 亿元



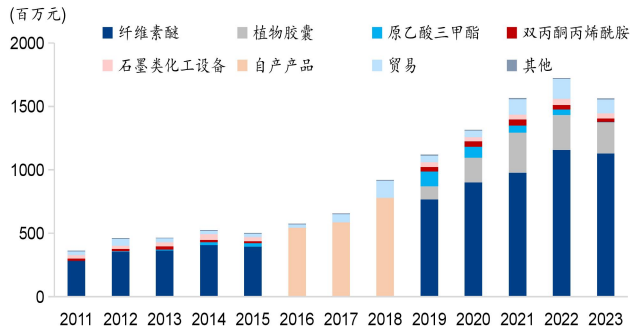
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



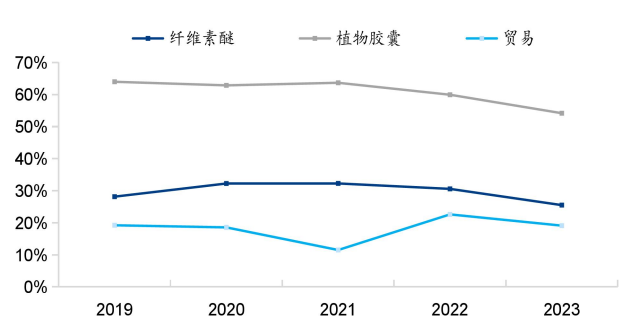
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

3、盈利预测与评级

由于公司高青项目转固增加折旧摊销成本, 我们调整公司业绩预测, 预计 2024/2025/2026 年营业收入分别为 21/25/28 亿元, 归母净利润分别为 2.95/4.26/5.15 亿元, 对应 PE 为 17/12/10 倍, 公司未来成长路径清晰: 高青项目逐渐落地、植物胶囊产能逐步释放, 因此维持“买入”评级。

4、风险提示

上游原材料价格波动风险; 产品价格下跌风险; 下游终端房地产、医药食品行业需求不及预期; 新建项目产能建设及投产进度低于预期; 欧美通胀率维持高位。

附表：山东赫达盈利预测表

证券代码:	002810				股价:	14.66		投资评级:	买入		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	12%	15%	15%	EPS	0.64	0.86	1.25	1.51				
毛利率	29%	30%	32%	33%	BVPS	6.12	6.98	8.23	9.73				
期间费率	9%	10%	9%	9%	估值								
销售净利率	14%	14%	17%	19%	P/E	33.11	17.24	11.95	9.88				
成长能力					P/B	3.46	2.13	1.81	1.53				
收入增长率	-10%	34%	20%	12%	P/S	4.66	2.44	2.04	1.83				
利润增长率	-38%	34%	44%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.41	0.49	0.52	0.53	营业收入	1556	2085	2496	2784				
应收账款周转率	4.47	4.61	4.55	4.55	营业成本	1100	1466	1705	1860				
存货周转率	4.89	5.73	5.42	5.54	营业税金及附加	16	21	22	25				
偿债能力					销售费用	29	40	41	46				
资产负债率	45%	44%	41%	37%	管理费用	110	148	172	192				
流动比	1.17	1.42	1.71	2.05	财务费用	8	11	11	14				
速动比	0.78	1.00	1.21	1.52	其他费用/(-收入)	67	88	95	103				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	260	348	499	603				
现金及现金等价物	238	361	519	773	营业外净收支	-1	0	0	0				
应收款项	352	455	553	617	利润总额	259	348	499	603				
存货净额	318	364	461	503	所得税费用	39	53	72	87				
其他流动资产	110	129	163	181	净利润	220	295	426	515				
流动资产合计	1018	1308	1696	2074	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	2180	2221	2240	2260	归属于母公司净利润	220	295	426	515				
在建工程	165	186	165	185	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	389	471	598	702	经营活动现金流	180	457	525	664				
长期股权投资	41	52	59	68	净利润	220	295	426	515				
资产总计	3793	4238	4757	5290	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	189	150	145	140	折旧摊销	157	238	248	256				
应付款项	553	583	644	647	公允价值变动	-3	0	0	0				
合同负债	30	41	46	51	营运资金变动	-192	-87	-155	-104				
其他流动负债	100	148	158	174	投资活动现金流	-152	-361	-343	-367				
流动负债合计	871	921	994	1012	资本支出	-101	-392	-387	-414				
长期借款及应付债券	588	688	708	708	长期投资	-30	-11	-7	-9				
其他长期负债	238	238	238	238	其他	-21	42	50	56				
长期负债合计	826	926	946	946	筹资活动现金流	82	26	-23	-43				
负债合计	1698	1848	1940	1958	债务融资	191	61	15	-5				
股本	342	342	342	342	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	2095	2390	2817	3332	其它	-109	-35	-38	-38				
负债和股东权益总计	3793	4238	4757	5290	现金净增加额	114	122	159	254				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。