

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

主营业务稳定，需求回暖助推全年业绩向好

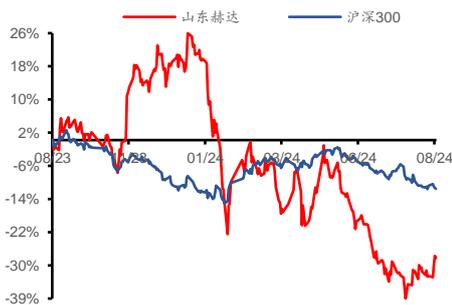
买入（维持）

行业：基础化工
日期：2024年08月23日分析师：于庭泽
SAC 编号：S0870523040001

基本数据

最新收盘价（元）	11.78
12mth A 股价格区间（元）	10.16-21.19
总股本（百万股）	341.70
无限售 A 股/总股本	93.65%
流通市值（亿元）	37.70

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《国内纤维素醚龙头，全球化布局成长可期》

——2024 年 04 月 19 日

《国内纤维素醚龙头，全球化布局成长可期》

——2024 年 04 月 19 日

■ 投资摘要

事件概述

公司发布2024年半年报，2024年上半年公司实现营业收入9.35亿元，同比增长24.63%，实现归母净利润1.24亿元，同比下滑21.02%。其中2024Q2实现营业收入5.00亿元，同比增长33.16%，环比增长14.81%；实现归母净利润0.70亿元，同比下滑16.39%，环比增加31.19%。

主营业务稳定，植物胶囊业务增速较快

纤维素醚是公司的主营业务，其营收占上半年总营收的74.26%，下游主要涉及建筑材料、食品医药等领域。2023年受海内外经济复苏不如预期、房地产市场下行、海外客户去库存、行业无序扩张等因素影响，公司纤维素醚业务承受较大压力，收入及毛利均出现一定程度的下滑。2024年上半年，公司纤维素醚业务止跌回升，共实现收入6.95亿元，同比增长25.84%。

上半年公司主营植物胶囊业务的子公司赫尔希加大市场开发力度，收入及利润较去年实现较大幅度增长，实现销售收入2.01亿元，同比增加50.47%，净利润0.70亿元，同比增加72.93%。公司植物胶囊业务是医药食品级纤维素醚的产业链下游延伸，目前植物胶囊产品达到行业领先水平，毛利率稳定在50%以上，是公司高成长性的收入来源之一。2023年11月，公司研发的赫尔希二代胶囊正式上市，相较于一代胶囊其不含凝胶剂，溶解性能更优，符合主要国家和地区的药典要求，二代胶囊有望在医药产品领域，特别是在对胶囊吸湿性要求较高的中医药行业打开市场空间。

产品结构多样，有望迎来高速发展新阶段

公司产品结构多样，纤维素醚系列产品包含建材级纤维素醚、医药级纤维素醚、食品级纤维素醚；2023年公司收购中福赫达，完善纤维素醚产品组合，提高了羟乙基纤维素醚（HEC）系列产品的综合竞争力，截至2023年底，公司共有纤维素醚产能8.5万吨。植物胶囊系列产品产能500亿粒，2023年产能利用率仅为38.62%，主要系全球经济复苏不及预期、海外客户去库存所致；但随着二代植物胶囊的注册上市，并取得批量销售，公司植物胶囊业务已经重回高速增长阶段。我们认为，公司最差的时期已经过去，高附加值系列产品即将进入发力扩张环节，公司有望迎来高速发展新阶段。

■ 投资建议

公司上半年主营业务稳定，植物胶囊业务重回高增长阶段，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为18.91亿元、23.30亿元和25.67亿元，归母净利润分别为2.73亿元、3.90亿元和4.32亿元，EPS分别为0.80元、1.14元和1.26元。对应PE分别为14.74倍、10.32倍和9.32倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

市场开拓不及预期；国际贸易摩擦；原材料价格波动

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1556	1891	2330	2567
年增长率	-9.7%	21.5%	23.2%	10.2%
归母净利润	220	273	390	432
年增长率	-37.8%	24.0%	42.8%	10.7%
每股收益 (元)	0.64	0.80	1.14	1.26
市盈率 (X)	18.28	14.74	10.32	9.32
市净率 (X)	1.92	1.75	1.54	1.35

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 08 月 22 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	237	179	378	608
应收票据及应收账款	352	399	505	559
存货	318	316	380	438
其他流动资产	111	106	138	157
流动资产合计	1018	1000	1401	1762
长期股权投资	41	54	66	76
投资性房地产	9	12	13	14
固定资产	2180	2441	2327	2180
在建工程	165	220	320	420
无形资产	218	291	326	373
其他非流动资产	162	217	278	360
非流动资产合计	2775	3234	3329	3422
资产总计	3793	4234	4731	5184
短期借款	189	252	271	285
应付票据及应付账款	553	675	805	869
合同负债	30	32	42	46
其他流动负债	100	339	355	362
流动负债合计	871	1298	1473	1563
长期借款	74	74	74	74
应付债券	514	514	514	514
其他非流动负债	238	53	53	53
非流动负债合计	826	641	641	641
负债合计	1698	1939	2114	2204
股本	342	342	342	342
资本公积	130	118	118	118
留存收益	1536	1747	2068	2432
归属母公司股东权益	2095	2295	2617	2980
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2095	2295	2617	2980
负债和股东权益合计	3793	4234	4731	5184

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	180	654	676	744
净利润	220	273	390	432
折旧摊销	157	243	314	345
营运资金变动	-192	128	-46	-55
其他	-6	9	19	23
投资活动现金流量	-152	-705	-418	-450
资本支出	-101	-687	-405	-439
投资变动	-30	-17	-13	-11
其他	-21	0	0	0
筹资活动现金流量	82	-13	-58	-64
债权融资	191	257	19	14
股权融资	0	-13	0	0
其他	-109	-257	-78	-78
现金净流量	114	-58	200	229

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1556	1891	2330	2567
营业成本	1100	1286	1523	1676
营业税金及附加	16	19	23	26
销售费用	29	36	44	48
管理费用	110	134	165	181
研发费用	67	81	100	110
财务费用	8	4	6	3
资产减值损失	-26	-10	-10	-13
投资收益	31	0	0	0
公允价值变动损益	3	0	0	0
营业利润	260	322	460	509
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	259	322	460	509
所得税	39	49	70	77
净利润	220	273	390	432
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	220	273	390	432

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	29.3%	32.0%	34.6%	34.7%
净利率	14.2%	14.4%	16.7%	16.8%
净资产收益率	10.5%	11.9%	14.9%	14.5%
资产回报率	5.8%	6.5%	8.2%	8.3%
投资回报率	7.5%	8.3%	10.7%	10.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	-9.7%	21.5%	23.2%	10.2%
EBIT 增长率	-29.7%	27.8%	43.0%	10.0%
归母净利润增长率	-37.8%	24.0%	42.8%	10.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.80	1.14	1.26
每股净资产	6.13	6.72	7.66	8.72
每股经营现金流	0.53	1.91	1.98	2.18
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
营运能力指标				
总资产周转率	0.44	0.47	0.52	0.52
应收账款周转率	4.35	5.08	5.19	4.86
存货周转率	3.93	4.06	4.38	4.10
偿债能力指标				
资产负债率	44.8%	45.8%	44.7%	42.5%
流动比率	1.17	0.77	0.95	1.13
速动比率	0.78	0.50	0.67	0.83
估值指标				
P/E	18.28	14.74	10.32	9.32
P/B	1.92	1.75	1.54	1.35
EV/EBITDA	18.96	8.61	6.05	5.25

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断