

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

国内纤维素醚龙头，全球化布局成长可期

——山东赫达深度报告

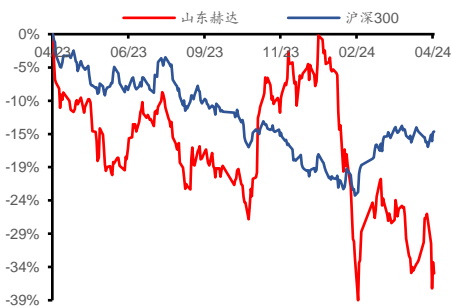
买入 (首次)

行业：基础化工
日期：2024年04月19日分析师：于庭泽
SAC 编号：S0870523040001

基本数据

最新收盘价 (元)	13.80
12mth A 股价格区间 (元)	12.97-21.19
总股本 (百万股)	341.70
无限售 A 股/总股本	93.65%
流通市值 (亿元)	44.16

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

国内纤维素醚龙头企业，产品丰富用途广泛。公司深耕纤维素醚行业二十余年，产品涵盖建材级、医药级、食品级非离子型纤维素醚。截至 2022 年底，公司拥有纤维素醚产能 3.4 万吨/年；淄博赫达 4.1 万吨/年纤维素醚项目（一期）新建产能 3 万吨/年于 2023 年起逐步投产；2023 年，公司通过收购中福致为股权新增 1 万吨/年 HEC 产能，进一步扩充产品种类。公司纤维素醚设计产能合计 8.5 万吨/年，具备一定规模优势。相较于扎堆低端建材级纤维素醚赛道的其他国内企业，公司通过高端产品和丰富应用获得竞争优势。

业务延伸至植物胶囊，替代明胶胶囊空间广阔。公司依托子公司赫尔希胶囊开展植物胶囊业务，截至 2022 年底拥有植物胶囊产能 300 亿粒/年，在建项目建成后，产能将达到 500 亿粒/年。与传统的明胶胶囊相比，植物胶囊在安全性、稳定性、环保性上显著占优，目前主要应用于保健品领域，未来随着公众绿色健康生活理念的加深，植物基胶囊渗透率有望进一步提升。在医药领域，公司研发的二代 HPMC 植物胶囊已于 2023 年底在国家药监局正式完成登记备案；新一代植物胶囊除了延续第一代 HPMC 胶囊产品的含水量低、韧性好、化学稳定、充填顺畅之外，进一步优化外观和溶出表现，能够助力医药企业更好地完成药品研发与上市，未来公司二代植物胶囊有望广泛应用于药品制剂中。

全球化战略布局，掘金海外市场。公司立足中国，依托欧洲和美国两大分公司将业务辐射至全球 100 多个国家和地区，2022 年外销收入占比达到 60.63%。随着海外需求恢复和公司新产能的逐渐释放，我们预计 2024 年起公司业绩将触底反弹，成长动能强劲。

■ 投资建议

投资建议：公司是纤维素醚领先企业，积极开拓海外市场和新兴应用领域。随着海外需求回暖和新产能投放，公司业绩有望进入上升通道。我们预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 17.69/24.25/26.25 亿元，同比增速分别为 2.65%、37.10%、8.25%，归母净利润分别为 2.82/3.92/4.52 亿元，同比增速分别为 -20.28%、39.00%、15.25%，EPS 为 0.83/1.15/1.32 元/股，2024 年 4 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 16.72x、12.03x、10.44x。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场开拓不及预期，市场竞争加剧风险，国际贸易风险，原材料价格波动风险

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1723	1769	2425	2625
年增长率	10.4%	2.6%	37.1%	8.2%
归母净利润	354	282	392	452
年增长率	7.4%	-20.3%	39.0%	15.2%
每股收益 (元)	1.04	0.83	1.15	1.32
市盈率 (X)	13.33	16.72	12.03	10.44
市净率 (X)	2.51	2.09	1.79	1.58

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 04 月 18 日收盘价)

目 录

1 国内纤维素醚领军企业，积极向下游延伸	5
1.1 深耕纤维素醚行业二十余年，积极向下游延伸产业链.....	5
1.2 行业筑底复苏，公司业绩回升可期.....	6
1.3 公司股权结构稳定.....	8
2 纤维素醚应用广泛，植物胶囊发展可期	9
2.1 纤维素醚：市场不断扩大，高端产品存国产替代需求.....	9
2.2 植物胶囊：性能独具优势，替代传统胶囊潜力巨大.....	18
3 产能扩张正当时，加速掘金海外市场	21
4 盈利预测与投资建议	23
5 风险提示	25

图

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：山东赫达历年营业收入及同比增速.....	7
图 3：山东赫达历年归母净利润及同比增速.....	7
图 4：2019-2023H1 公司纤维素醚和植物胶囊业务营业收入（亿元）及增速.....	7
图 5：2020-2022 年公司纤维素醚和植物胶囊销量变化情况	7
图 6：2021-2023Q3 公司单季度经营情况及环比增速.....	7
图 7：2019-2023H1 公司主营业务毛利率.....	8
图 8：公司股权结构图（截至 2023Q3）.....	8
图 9：纤维素醚分子结构示意图.....	9
图 10：2021 年国内纤维素醚消费领域.....	10
图 11：非离子型纤维素醚用途示意图.....	11
图 12：2013 年全球非离子型纤维素醚需求结构.....	11
图 13：2013 年中国非离子型纤维素醚需求结构.....	11
图 14：全球纤维素醚市场规模保持增长.....	12
图 15：中国房地产开发投资情况.....	14
图 16：中国房地产新开工施工面积和竣工面积情况.....	14
图 17：欧美主要国家建筑业增加值情况.....	15
图 18：2017-2026E 全球医药市场规模（十亿美元）.....	16
图 19：2018 年全球纤维素醚生产分布.....	17
图 20：国内外主要纤维素醚生产企业产能（万吨）.....	17
图 21：我国纤维素醚进出口量（万吨）及均价（美元/千克）.....	18
图 22：2020-2026 年全球植物胶囊市场规模.....	20
图 23：2017-2026 年中国保健食品行业市场规模.....	20
图 24：赫尔希二代 HPMC 胶囊的溶出曲线更贴近明胶胶囊.....	20
图 25：2019-2025E 全球植物肉市场规模.....	22
图 26：2013-2023H1 公司外销营业收入及占比.....	23

表

表 1: 山东赫达主要产品及其用途	6
表 2: 纤维素醚的分类.....	10
表 3: 建材级纤维素醚主要用途和功能	12
表 4: 公司生产的建材级纤维素醚可分为中高端型号和普通型 号两类	13
表 5: 国家发布了一系列政策推广预拌砂浆的生产应用	14
表 6: 医药级纤维素醚的用途和功能.....	15
表 7: 食品级纤维素醚的用途和功能.....	17
表 8: 植物胶囊和明胶胶囊特点对比.....	19
表 9: 公司纤维素醚和植物胶囊主要新增产能统计.....	21

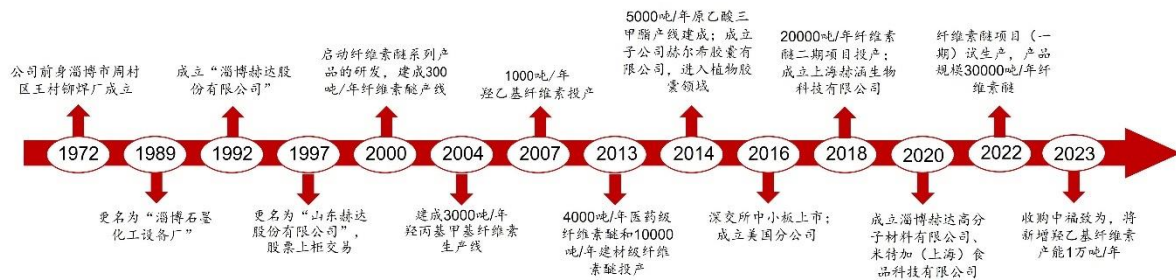
1 国内纤维素醚领军企业，积极向下游延伸

1.1 深耕纤维素醚行业二十余年，积极向下游延伸产业链

山东赫达是国内纤维素醚行业的龙头企业。公司自 2000 年以来一直致力于非离子型纤维素醚的研发、生产和销售，经过二十余年的沉淀，成为了国内同行业中少数具备自主研发和创新能力，并大规模同时生产中高端型号建材级、医药级、食品级非离子型纤维素醚产品的企业之一。公司于 2016 年登陆深交所中小板上市。

向下游延伸产业链，打造业绩新增长点。公司于 2014 年成立子公司赫尔希胶囊，进入植物胶囊领域，依托自身医药食品级纤维素醚的原料优势，进一步向产业链下游延伸，自主研发出了 HPMC 植物胶囊产品，目前已具备较为成熟的植物胶囊生产技术，实现了大规模量产，达到行业领先水平。2020 年，公司与高起共同投资设立米特加（上海）食品科技有限公司，推进食品级纤维素醚在植物蛋白人造肉领域的应用，助力公司纤维素醚产业链的延伸与布局。


图 1：公司发展历程



资料来源：山东赫达官网，山东赫达招股说明书，公司公告，上海证券研究所

公司主要产品是非离子型纤维素醚和植物胶囊。公司纤维素醚产品以 HPMC、HEMC 为主，产品覆盖建材、医药、食品等众多领域；植物胶囊可应用于药物、保健品等领域，具有安全卫生的特点，是动物明胶胶囊的重要替代产品。根据公司 2022 年报，纤维素醚、植物胶囊合计贡献营业收入 14.34 亿元，占总营业收入的 83.19%。根据公司 2023 年 5 月公告，公司纤维素醚和植物胶囊产品全球市占率分别约为 7-9% 和 8-10%，在行业内处于举足轻重的地位。此外，公司还从事石墨化工设备、双丙酮丙烯酰胺、原乙酸三甲酯的研发、生产和销售业务。

表 1：山东赫达主要产品及其用途

产品类型	产品系列	主要用途	图片
非离子型纤维素醚	建材级纤维素醚 (HPMC、HEMC)	建筑行业：抹灰和砌筑砂浆、外墙保温砂浆等； 陶瓷：蜂窝陶瓷黏结剂； 涂料行业：乳胶涂料等水性涂料体系、增稠剂、乳化剂和稳定剂，除漆剂等	
	医药级纤维素醚 (HPMC)	作为重要的药用辅料，被广泛用于薄膜包衣材料、片剂黏结剂、滴眼剂增稠剂等	
	食品级纤维素醚 (HPMC)	作为胶凝剂、助悬剂、安定剂、保水剂、增稠剂等，在冰激凌、果汁与饮料等食品行业中应用	
植物胶囊		用于药物、保健品的包装，具有安全卫生、适用性广、无交联反应风险、稳定性高等优势，符合消费者对食品药品的安全卫生需求，是动物明胶胶囊的重要补充和理想替代产品	

资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

公司产能扩张进行时。截至 2022 年底，公司拥有纤维素醚产能 3.4 万吨/年，在建产能 4.1 万吨/年；2022 年 10 月，公司公告纤维素醚项目（一期）3 万吨/年纤维素醚产能进入试生产阶段；2023 年 8 月，公司收购中福致为股权，将新增 1 万吨/年轻乙基纤维素（HEC）产能，进一步提升公司在纤维素醚领域的地位。植物胶囊方面，截至 2022 年底，公司拥有植物空心胶囊产能 300 亿粒/年，在建产能 50 亿粒/年；2023 年 3 月公布募投项目“赫尔希年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目”，建成后将进一步扩大公司植物胶囊产能规模。

1.2 行业筑底复苏，公司业绩回升可期

公司业绩在 2018-2021 年进入高速增长通道。2018 年起，随着公司 20000 吨/年纤维素醚改建项目投入生产，年产 50 亿粒植物胶囊技改项目逐步投产，公司营业收入和归母净利润快速增长。2017-2021 年，公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别达到 24.41% 和 63.32%。

2022 年起，植物胶囊景气下行，公司业绩承压。受欧美通胀、经济低迷等影响，2022 年公司植物胶囊销量仅为 120 亿粒，同比下降 15.26%，植物胶囊业务实现营业收入 2.76 亿元，同比下降 13.10%；2023H1，公司植物胶囊业务仅实现营业收入 1.00 亿元，同比下降 44.41%。公司业绩亦受此拖累，2022 年实现营业收入 17.23 亿元，同比增长 10.44%，归母净利润 3.54 亿元，同比增长

7.36%，增速放缓；2023 年前三季度，公司业绩出现下滑，实现营业收入 11.78 亿元，同比下降 11.53%，归母净利润 2.30 亿元，同比下降 24.95%。

图 2：山东赫达历年营业收入及同比增速

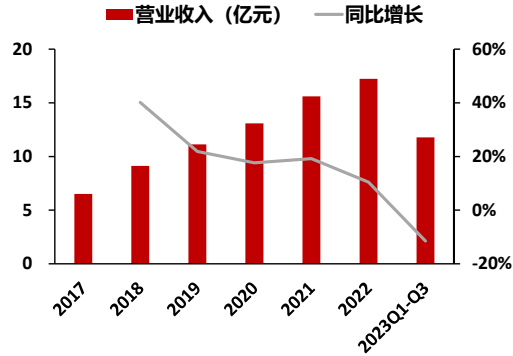
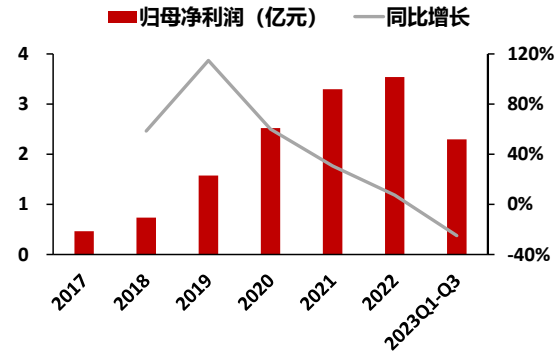


图 3：山东赫达历年归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，上海证券研究所

资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 4：2019-2023H1 公司纤维素醚和植物胶囊业务营业收入（亿元）及增速

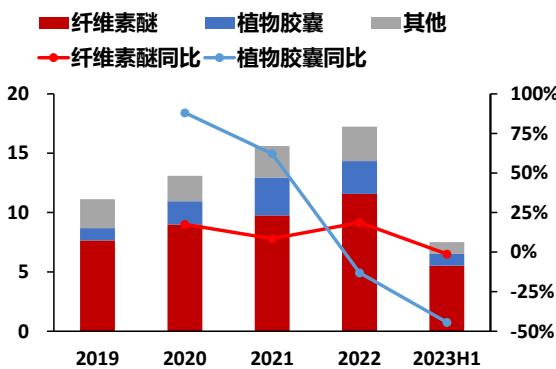
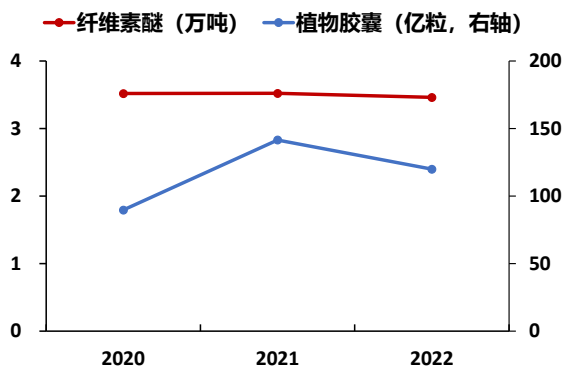


图 5：2020-2022 年公司纤维素醚和植物胶囊销量变化情况

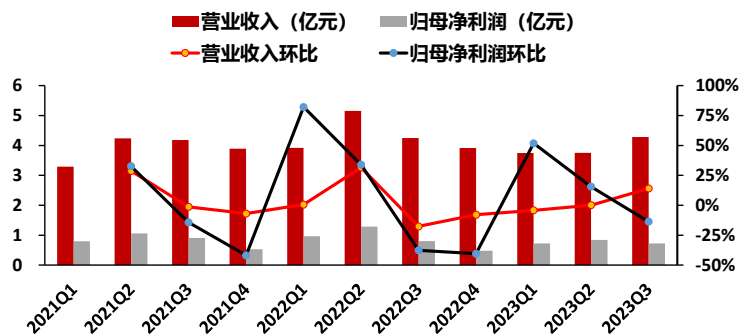


资料来源：公司历年（半）年度报告，iFinD，上海证券研究所

资料来源：公司历年年度报告，上海证券研究所

2023Q3 需求逐渐复苏，营业收入环比改善。分季度看，2023Q3，公司实现营业收入 4.28 亿元，环比增长 14.05%，需求呈现复苏态势。随着植物胶囊海外去库周期结束，需求回暖，我们预计公司 2024 年业绩有望筑底回升。

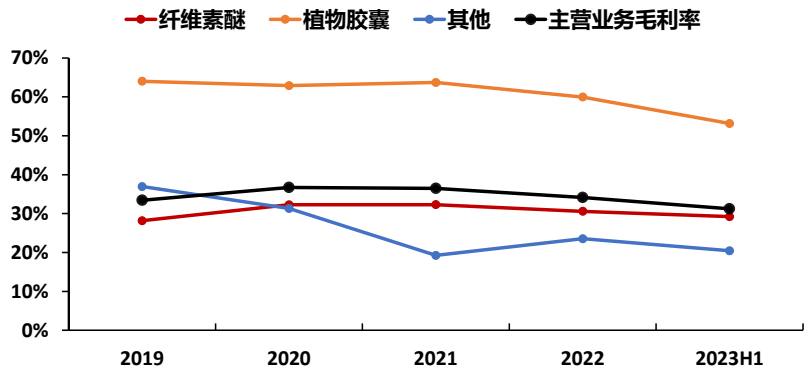
图 6：2021-2023Q3 公司单季度经营情况及环比增速



资料来源：iFinD，上海证券研究所

公司毛利率水平较为稳定。2019 年至 2023H1，公司主营业务毛利率在 31.25-36.69%，基本保持稳定。其中，纤维素醚毛利率在 28.16-32.28%，植物胶囊盈利能力强，即使在需求不振的 2023 年上半年，毛利率也达到了 53.16%。

图 7：2019-2023H1 公司主营业务毛利率



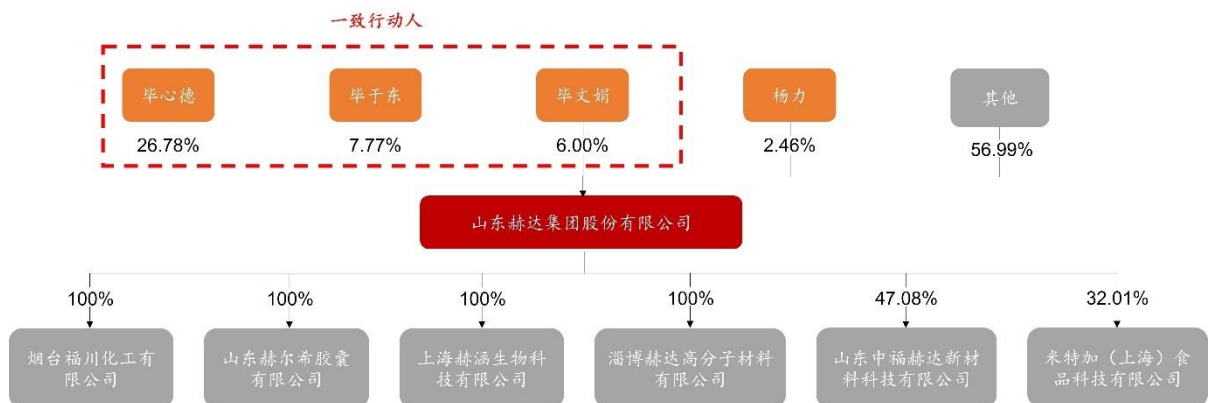
资料来源：山东赫达可转债募集说明书，2022 年度报告，2023 半年度报告，上海证券研究所

1.3 公司股权结构稳定

公司股权结构清晰。截至 2023Q3，毕心德持有公司 26.78% 的股权；毕心德与毕于东、毕文娟为父子、父女关系，三人一致行动人，合计持有公司 40.55% 的股权。

子公司业务围绕纤维素醚及其下游应用展开。其中，福川公司生产销售乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺；赫尔希胶囊是国内植物空心胶囊的品牌企业；上海赫涵负责生物科技领域的技术推广和应用；淄博赫达在高青化工产业园区投资建设“41000 吨/年纤维素醚项目”；参股子公司米特加（上海）负责研发、生产和销售人造肉相关产品；2023 年 9 月，公司收购中福致为（现已更名为山东中福赫达新材料科技有限公司）47.0796% 股权，并将其纳入公司合并报表范围，其主营产品为羟乙基纤维素。

图 8：公司股权结构图（截至 2023Q3）



资料来源：山东赫达 2023 年第三季度、半年度报告，公司公告，上海证券研究所

2 纤维素醚应用广泛，植物胶囊发展可期

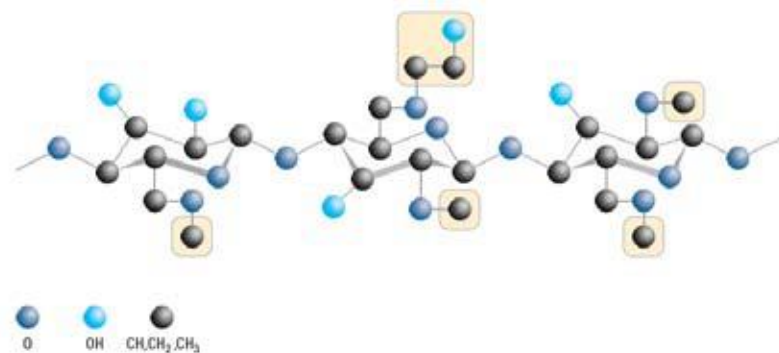
2.1 纤维素醚：市场不断扩大，高端产品存国产替代需求

纤维素是植物细胞壁的主要成分，是自然界中分布最广、含量最多的一种多糖，占植物界碳含量的 50% 以上。其中，棉花的纤维素含量接近 100%，是天然的最纯纤维素来源。一般木材中，纤维素占 40~50%，还有 10~30% 的半纤维素和 20~30% 的木质素。

纤维素醚是以天然纤维素为原料，在一定条件下经过碱化、醚化反应、后处理等一系列化学及物理过程，生成的一系列纤维素衍生物的总称。纤维素大分子存在链内、链间氢键，很难溶解在水和几乎所有的有机溶剂中，但经过醚化引入醚基团后可改善亲水性、大大提高在水和有机溶剂中的溶解性能。

纤维素醚具有“工业味精”之美誉。纤维素醚具有溶液增稠性、良好水溶性、悬浮或乳胶稳定性、保护胶体作用、成膜性、保水性等优良特性，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应、蜂窝陶瓷、航天航空及新能源电池等诸多领域。纤维素醚具有用途广、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点，在其添加领域内可明显改善和优化产品性能，有利于提高资源利用效率和产品附加值，是国民经济各领域必不可少的环保型添加剂。

图 9：纤维素醚分子结构示意图



资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

根据纤维素醚的电离性、取代基种类和溶解性的差异，可对纤维素醚进行不同的分类。按照取代基种类的不同，纤维素醚可以分为单一醚和混合醚。根据电离性可以分为离子型、非离子型和混合型产品。根据溶解性可以将纤维素醚分为水溶性和非水溶性产品。山东赫达主营产品为非离子型纤维素醚 HPMC 和 HEMC，收购中福致为后将提升 HEC 的供应能力，扩充产品种类。

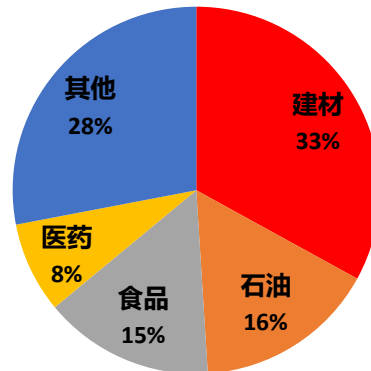
表 2：纤维素醚的分类

按电离性分类	种类	水溶特性	缩写
非离子型	羟丙基甲基纤维素	水溶性	HPMC
	甲基纤维素	水溶性	MC
	乙基纤维素	非水溶性	EC
	羟乙基纤维素	水溶性	HEC
	羟丙基纤维素	水溶性	HPC
	羟乙基甲基纤维素	水溶性	HEMC
离子型	羧甲基纤维素钠	水溶性	CMC、PAC
混合型	羟乙基羧甲基纤维素	水溶性	HECMC
	羟丙基羧甲基纤维素	水溶性	HPCMC

资料来源：山东赫达招股说明书，上海证券研究所

纤维素醚需求结构：广泛应用于建材、石油、食品、医药等领域。根据华经产业研究院，2021 年国内纤维素醚消费领域中，建材领域占比 33%，石油领域占比 16%，食品领域占比 15%，医药领域占比 8%，其他领域占比 28%。

图 10：2021 年国内纤维素醚消费领域



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

离子型与非离子型纤维素醚的主要用途差异较大，二者在食品添加剂、日化和石油钻井等应用领域有一定互补性。非离子型纤维素醚中使用量最大的是 HPMC、HEMC 和 HEC，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域。其中，非离子型纤维素醚使用量最大的是建材领域，主要应用于预拌砂浆、粘结剂、PVC、腻子等。

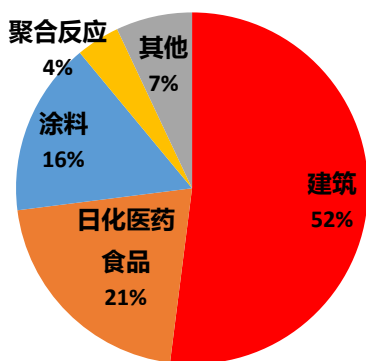
图 11：非离子型纤维素醚用途示意图



资料来源：山东赫达招股说明书，上海证券研究所

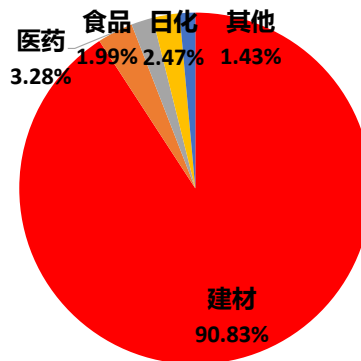
全球和中国非离子型纤维素醚的需求结构存在差异。根据公司招股说明书，2013 年，在全球范围，非离子型纤维素醚的消费结构为：建筑领域 52%，日化医药食品领域 21%，涂料领域 16%；我国的非离子型纤维素醚需求以建材领域（含建筑、PVC 和涂料等）为主，占比为 90.83%。

图 12：2013 年全球非离子型纤维素醚需求结构



资料来源：山东赫达招股说明书，中国纤维素行业协会，上海证券研究所

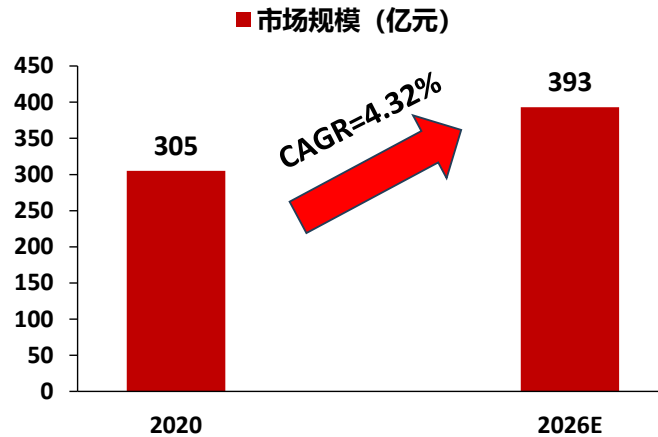
图 13：2013 年中国非离子型纤维素醚需求结构



资料来源：山东赫达招股说明书，中国纤维素行业协会，上海证券研究所

纤维素醚市场规模有望保持增长。根据公司可转债募集说明书援引 QYResearch 数据，2020 年全球纤维素醚市场规模达到了 305 亿元，预计 2026 年将达到 393 亿元，年均复合增长率约 4.32%。

图 14: 全球纤维素醚市场规模保持增长



资料来源: 山东赫达可转债募集说明书, QYResearch, 上海证券研究所

公司主营的非离子型纤维素醚可分为建材级、医药级、食品级三类。

(1) 建材级纤维素醚

建筑材料领域是纤维素醚的主要需求领域。纤维素醚具有增稠、保水、缓凝等优良特性, 因此被广泛用于改善和优化包括预拌砂浆(含湿拌砂浆和干混砂浆)、PVC 树脂制造、乳胶漆、腻子、瓷砖胶、保温砂浆、地坪材料等在内的建材产品的性能, 使之符合节能、环保等要求, 提高建筑、装饰的施工效率, 并间接地应用于各类型建筑工程的砌筑抹面施工、内外墙装修。

表 3: 建材级纤维素醚主要用途和功能

用途	功能
砌筑砂浆	保水增稠, 提高和易性, 改善施工条件, 提高效率。
外墙保温砂浆	增加砂浆的保水能力, 改善流动性和施工性, 提高砂浆的初期强度和避免开裂。
瓷砖粘接砂浆	提高粘结砂浆的抗下垂能力, 改善砂浆的早期粘结强度, 抵抗较强的剪力以防止瓷砖滑落。
自流平砂浆	改善砂浆的流动度和抗沉降性能, 便于施工。
耐水腻子	可替代传统工业胶水, 提高腻子的保水性、粘稠度、耐擦洗度和附着力, 消除甲醛危害。
石膏砂浆	提高增稠性、保水性和缓凝性。
乳胶漆	增稠、防止颜料凝胶化, 有助于颜料分散, 提高胶乳的稳定性和粘度, 有助于施工的流平性能。
PVC	起分散剂作用, 调节 PVC 树脂的密度, 提高树脂热稳定性和控制粒度分布, 改善 PVC 树脂产品的表现物性、颗粒特性和熔融流变等特性。
陶瓷	作为陶瓷釉浆的黏结剂, 起悬浮、解凝、保水作用, 增加生釉强度, 减少釉的干燥收缩, 使得胚体和釉结合牢固, 不易脱落。

资料来源: 山东赫达可转债募集说明书, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

建材级纤维素醚较为低端，山东赫达具备生产中高端型号建材级 HPMC 能力。建材级纤维素醚属于较为低端的品种，尤其对于生产规模较小的许多国内厂商而言，它们大多集中生产一些对质量要求相对较低的建材级产品，中低端产品同质化竞争激烈。山东赫达生产的建材级纤维素醚可分为中高端型号和普通型号两类，具备产品差异化优势。

在中高端型号的建材级 HPMC 中，凝胶温度为 75℃ 的建材级 HPMC 主要应用于干混砂浆等领域，具有较强的耐高温性能和很好的应用效果，其应用性能是凝胶温度为 60℃ 的建材级 HPMC 无法替代的，高端客户对该类型产品的质量稳定性要求较高。同时，生产凝胶温度为 75℃ 的 HPMC 有一定技术难度，生产装置的投资规模较大，进入门槛较高，产品售价要明显高于凝胶温度为 60℃ 的建材级 HPMC。PVC 专用 HPMC 则是生产 PVC 的重要助剂，虽然 HPMC 的添加数量少、占 PVC 生产成本的比重低，但产品应用效果好，故对其质量要求较高。国内外生产 PVC 专用 HPMC 的厂家少，进口产品的售价远高于国产产品。

表 4：公司生产的建材级纤维素醚可分为中高端型号和普通型号两类

产品分类	产品型号	主要用途
中高端型号	凝胶温度为 75℃ 的 HPMC	干混砂浆系列（保温砂浆、瓷砖粘结剂、自流平、壁纸胶）
	HEMC（凝胶温度高于 75℃）	干混砂浆系列
	PVC 专用 HPMC	聚氯乙烯（PVC）
普通型号	凝胶温度为 60℃ 的建材级 HPMC	湿拌砂浆、普通砂浆和腻子类产品

资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

国内积极推广以预拌砂浆为代表的绿色建材，助推建材级纤维素醚市场发展。砂浆是建筑上砌砖使用的黏结物质，由一定比例的沙子和胶结材料（水泥、石灰膏、黏土等）加水而成。传统的砂浆使用方式是现场搅拌，但其具有质量不稳定、材料浪费大、砂浆品种单一、文明施工程度低以及污染环境等劣势。与现场搅拌砂浆相比，预拌砂浆的工艺流程是集中搅拌、封闭运输、泵管输送、机喷上墙，加之湿拌本身的工艺特点，大大减少了粉尘的产生，且便于机械化施工，因此预拌砂浆具有质量稳定性好、品种丰富、施工环境友好、节能降耗的优点，具备良好的经济效益和环保效益，国家发布了一系列政策文件推广预拌砂浆的生产应用。建材级纤维素醚在预拌砂浆中的添加量一般占万分之二左右，添加纤维素醚有助于实现预拌砂浆增稠、保水和改善施工性能，国内预拌砂浆产量和使用量的增加将带动建材级纤维素醚的需求增长。

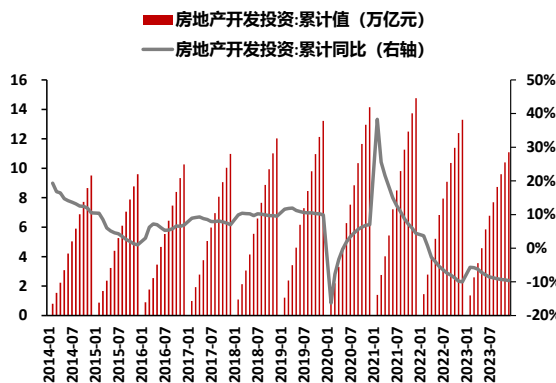
表 5：国家发布了一系列政策推广预拌砂浆的生产应用

发布时间	法律法规/政策文件	发布单位	相关内容
2007 年	《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》(商改发[2007]205 号)	商务部等六部门	要求全国 127 个城市从 2007 年 9 月 1 日至 2009 年 7 月 1 日分三批启动禁止现场搅拌砂浆工作。
2008 年	《中华人民共和国循环经济促进法》	全国人大常委会	第二十三条明确规定了“国家鼓励使用散装水泥，推广使用预拌混凝土和预拌砂浆”。
2009 年	《关于进一步做好城市禁止现场搅拌砂浆工作的通知》(商贸发[2009]361 号)	商务部等两部门	要求预拌砂浆生产企业和砂浆机具制造企业积极开展技术创新，不断提高预拌砂浆产品的资源综合利用水平，降低成本；努力提高预拌砂浆生产、物流设备及施工机具的技术水平，努力提高预拌砂浆的产品质量和服务水平，使预拌砂浆的优越性得到充分展示和社会认知。
2013 年	《绿色建筑行动方案》	发改委、住建部	大力发展安全耐久、节能环保、施工便利的绿色建材，大力发展预拌混凝土、预拌砂浆。
2013 年	《国务院关于印发节能环保产业的意见》(国发[2013]30 号)	国务院	大力发展绿色建材，推广应用散装水泥、预拌混凝土、预拌砂浆，推动建筑工业化。
2016 年	《建材工业发展规划(2016-2020 年)》	工信部	要加强节能减排和资源综合利用，大力发展循环经济、低碳经济，全面推进清洁生产，开发推广绿色建材，促进建材工业向绿色功能产业转变，重点发展本质安全、节能、绿色的保温材料。

资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

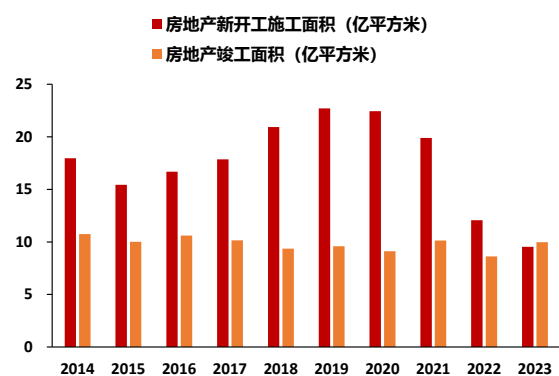
国内建筑业处于磨底阶段，地产基建政策频发有望助力建材级纤维素醚需求平稳增长。2023 年，建筑行业表现低迷，房地产投资额连续两年下降，新开工施工面积同样延续下降趋势，竣工端的表现则在我国“保交楼”工作推进下有所回暖。展望 2024 年，我们认为在多项刺激政策下，房地产行业有望维稳运行，而基建投资则有望受益于“三大工程”的落地而取得增长，助力建筑业的复苏。

图 15：中国房地产开发投资情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

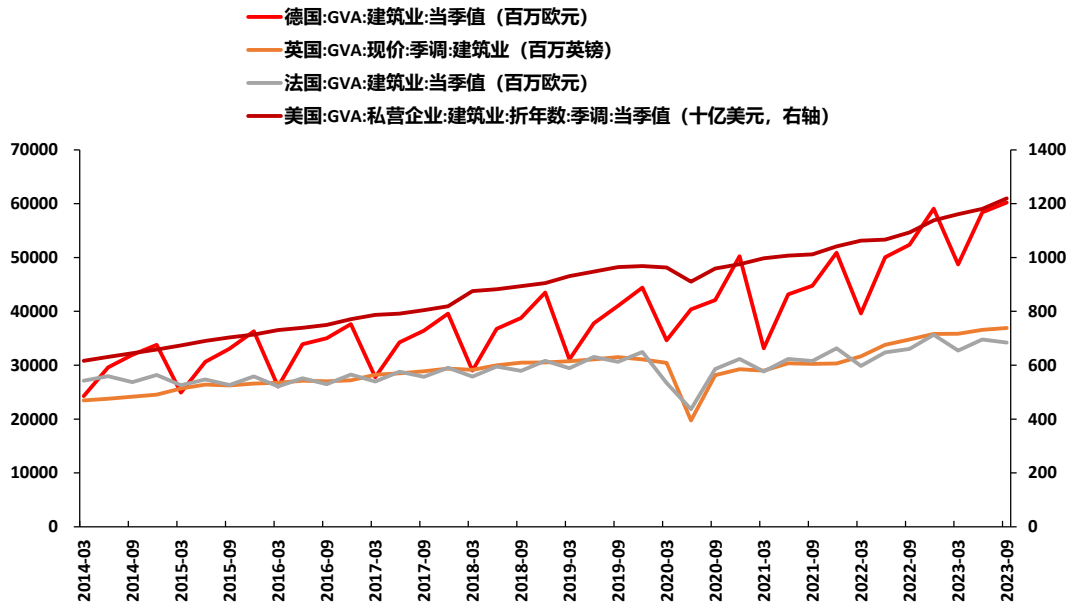
图 16：中国房地产新开工施工面积和竣工面积情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

海外建筑业呈现增长趋势。欧美建筑业市场发展势头良好，德国、英国、法国、美国建筑业增加值总体呈现增长趋势，建材级纤维素醚外销市场增长空间较大。

图 17：欧美主要国家建筑业增加值情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

（2）医药级纤维素醚

在医药领域，纤维素醚是重要的药用辅料。纤维素醚被广泛应用于药品的片剂包衣、助悬剂、植物胶囊、缓控释制剂等领域。

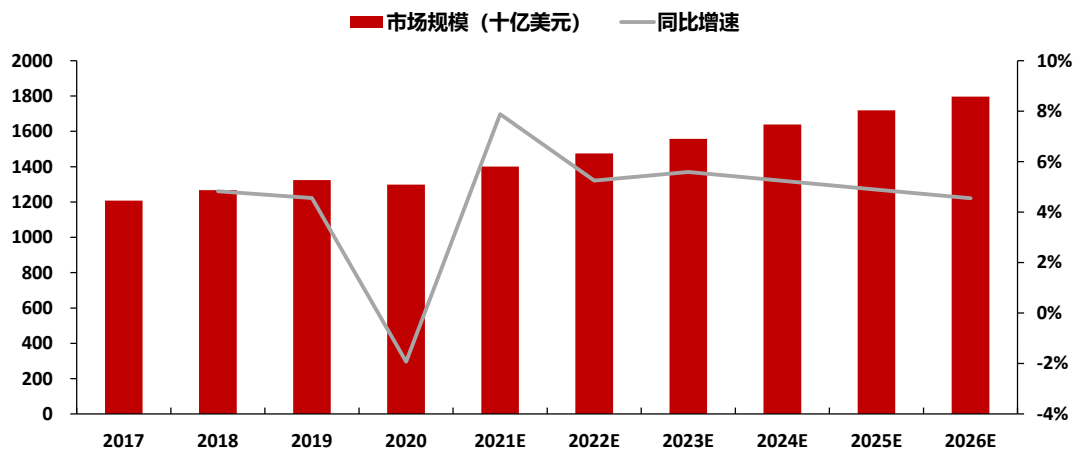
表 6：医药级纤维素醚的用途和功能

用途	功能	常用纤维素
缓控释制剂	通过做骨架材料达到药品缓慢持续释放的效果，以延长药效时间。	HPMC、EC
植物胶囊	凝胶、成膜性，避免发生交联固化反应	HPMC
片剂包衣	在制备的片剂上包衣达到下列目的：避免药物受空气中氧或湿气降解；在给药后提供期望的药物释药模式；掩盖药物的不良气味或臭味；或改善外观。	HPMC、HPC、MC、EC
助悬剂	通过增加黏度来降低药物颗粒在整个介质中的沉降速度。	HPMC、CMC、HPC、MC
片剂黏合剂	在制粒过程中，用于黏合药物粉末。	HPMC、CMC、MC
片剂崩解剂	在固体制剂中使制剂可崩解成小颗粒从而容易分散或溶解。	HPC、CMC、MCC

资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

医药市场规模增长带动药用辅料市场扩张。2017 年以来全球医药市场整体呈现增长趋势。根据 Frost & Sullivan，全球医药市场规模将从 2017 年的 1.21 万亿美元增至 2026 年的 1.80 万亿美元，2017-2026 年 CAGR 将达到 4.51%。从药物制剂的组成成分而言，药用辅材占比通常在 80%以上，对于制剂质量、安全性和有效性有重要影响。随着医药市场规模增长，药用辅材的需求也将随之增长。

图 18：2017-2026E 全球医药市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

在保健品领域，植物胶囊渗透率有望提升，并成为医药级 HPMC 需求的重要增长点。医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料，制成的植物胶囊具有安全卫生、适用性广、无交联反应风险、稳定性高等优势。目前，HPMC 植物胶囊主要应用于保健品行业。植物胶囊具有绿色、天然、安全性高的特性，因此渗透率有望逐渐提升，从而拉动对于医药级纤维素醚的需求。

(3) 食品级纤维素醚

纤维素醚是公认的食品安全添加剂，在食品加工中广泛应用。纤维素醚可用作食品增粘剂、稳定剂和保湿剂，起到增稠、保水、改善口感等作用，主要用于烘焙食品、纤维素肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类以及其他蛋白质产品、油炸食品等。

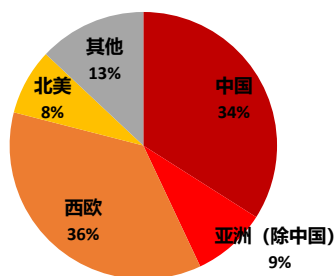
表 7：食品级纤维素醚的用途和功能

用途	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品、内馅	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成；增稠；抑制食品水分流失；避免露馅。
调味料添加剂	烤肉酱、沙拉酱	增稠；增加酱料的粘着性、味道持久性；帮助增稠及塑型。
饮料添加剂	酒精饮料、果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道。
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮、煎饼威化饼、方便面饼干	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失；增加酥脆程度，并使其表面纹理及色泽更；改善面粉产品的强度、弹性和口感。
挤压食品添加剂	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感。
素食食品添加剂	植物肉	作为食品粘合剂，能够让植物肉在烹饪前保持柔软的质构，帮助植物肉成型，同时使其在加热后具有稳定的质构，获得具有真肉相似的咬劲和咀嚼感。

资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

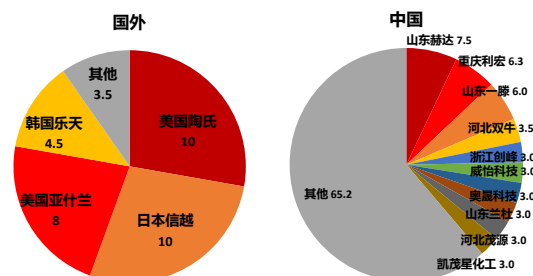
纤维素醚竞争格局：国外由大型企业寡头垄断，国内充分竞争。根据山东赫达可转债募集说明书援引 IHS Markit 报告数据，2018 年，全球纤维素醚的生产主要来自亚洲和西欧，其中中国占比为 34%。分区域来看，国外纤维素醚市场较为成熟，主要企业纤维素醚产能约 36 万吨，美国陶氏化学、日本信越、美国亚什兰、韩国乐天等跨国企业是目前全球产量最大的纤维素醚生产企业和高端市场的最主要供应商，在国外主要企业产能中占比 90%以上，其销售市场主要集中在欧美及日本等经济发达地区。国内纤维素醚市场目前则处于充分竞争状态，行业集中度较低，企业产能分布较为分散。

图 19：2018 年全球纤维素醚生产分布



资料来源：IHS Markit，前瞻产业研究院，山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

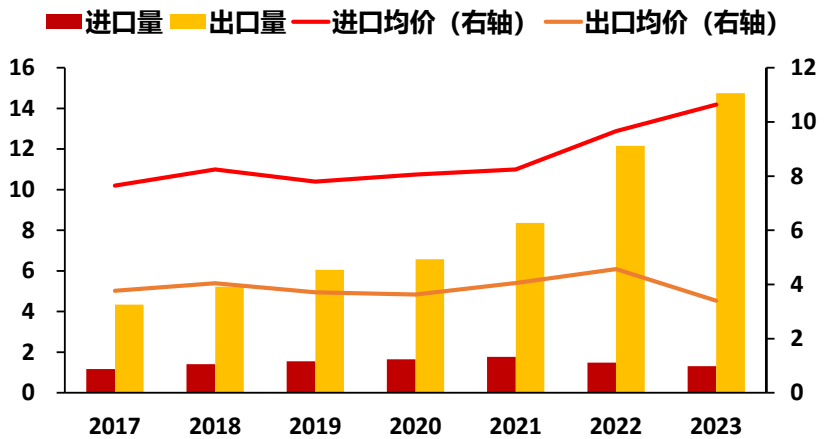
图 20：国内外主要纤维素醚生产企业产能（万吨）



资料来源：华经情报网，立木信息咨询，百川盈孚，上海证券研究所

国内普通建材级纤维素醚产品同质化突出，医药食品级纤维素醚仍存替代空间。我国是纤维素醚出口大国，但进出口纤维素醚的均价有明显差异，2023 年纤维素醚进口均价为 1.06 万美元/吨，远高于出口均价 0.34 万美元/吨。我国纤维素醚企业的产能较小，大多生产普通型号的建材级产品，同质化竞争激烈。在较为高端的医药食品级纤维素醚领域，我国仍有一定的进口需求，国内生产企业主要包括山东赫达、湖州展望、山东瑞泰、山东光大、山河药辅等，向高附加值应用领域延伸有助于国内企业提升竞争力。

图 21：我国纤维素醚进出口量（万吨）及均价（美元/千克）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

2.2 植物胶囊：性能独具优势，替代传统胶囊潜力巨大

植物胶囊在安全性、稳定性、环保性上占优，可替代明胶胶囊。胶囊剂是仅次于片剂的第二大口服剂型，可分为空心胶囊和软胶囊，其中空心胶囊一般用于水溶性药物，根据原材料的不同，又可进一步分为明胶胶囊与植物胶囊。明胶胶囊是目前最主要的胶囊形式，以动物骨中的胶原蛋白为主要原料，通过化学反应发酵而成，其安全性遭到一定质疑。植物胶囊的原材料则是 HPMC、淀粉、海藻等植物来源，在安全性、稳定性、环保性上更占优势，并且能满足特殊宗教信仰人群和素食主义者的需求。

表 8：植物胶囊和明胶胶囊特点对比

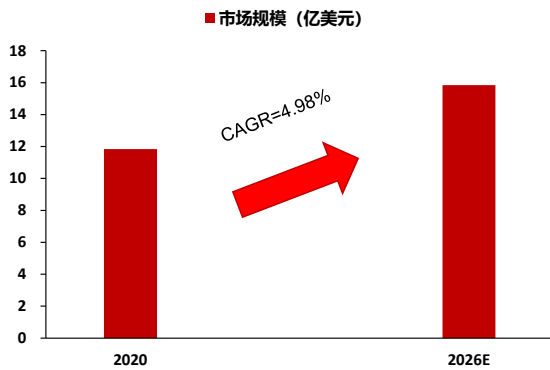
对比角度	明胶胶囊	植物胶囊
安全性	原材料来自动物，安全性难以追踪，且含有化学添加剂，存在动物疾病和重金属风险	植物来源，不含防腐剂，有效规避动物源疾病风险和劣质原材料所存在的重金属污染风险，安全性高
生产过程	生产工艺较为成熟，生产成本较低	生产工艺较为复杂，生产成本也较高
环保	原材料化学反应发酵而成，生产过程产生异味、废水，污染较高	植物胶的提取多采取物理提取，污染低
交联反应	主要成分胶原蛋白，易与氨基酸、含醛基的药物发生交联反应，造成胶囊崩解时间延长、溶出度降低等不良反应，影响药物的消化吸收效果	植物空心胶囊有较强的惰性，不易与含醛基药物发生交联反应，使内容物更加安全，溶出更彻底，药效更显著
储存稳定性	对储存条件严苛，易在高温条件下收缩受热变形，在低温低湿条件下失水硬化或脆碎，对贮存环境的温度、湿度和包装材料依赖性强	储存条件要求低，低湿度环境几乎不脆碎，高温下稳定性好，不易黏连
有效期	约 18 个月	约 36 个月

资料来源：山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

目前植物胶囊主要应用于保健品行业，需求有望持续增长。

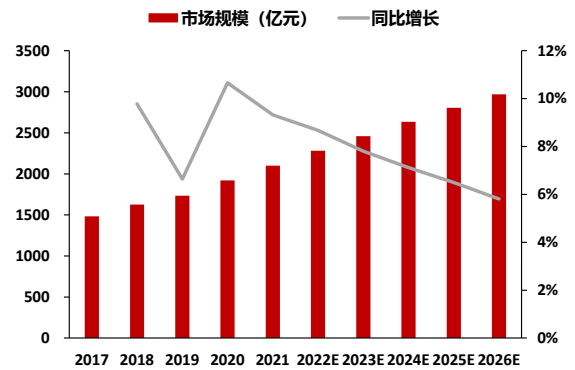
根据 Global Info Research，2020 年全球植物胶囊市场规模约为 11.84 亿美元，预计 2026 年将达到 15.85 亿美元，2020-2026 年 CAGR 达到 4.98%。植物胶囊主要下游应用保健品行业体量庞大，根据 Euromonitor，截至 2021 年，全球保健品行业规模已达到 2732.42 亿美元，传统消费国包括美国、英国等。与发达国家相比，我国保健品人均消费额仍有较大提升空间。随着老龄人口增加和居民健康意识的提高，我国保健品市场将持续发展，Euromonitor 预测 2026 年中国保健食品行业规模将达到 2968 亿元，2021-2026 年 CAGR 达到 7.17%。全球居民健康消费水平的提升有望持续扩大保健品市场，叠加素食主义和环保主义的发扬，植物胶囊行业发展可期。

图 22: 2020-2026 年全球植物胶囊市场规模



资料来源: Global Info Research, 山东赫达可转债募集说明书, 上海证券研究所

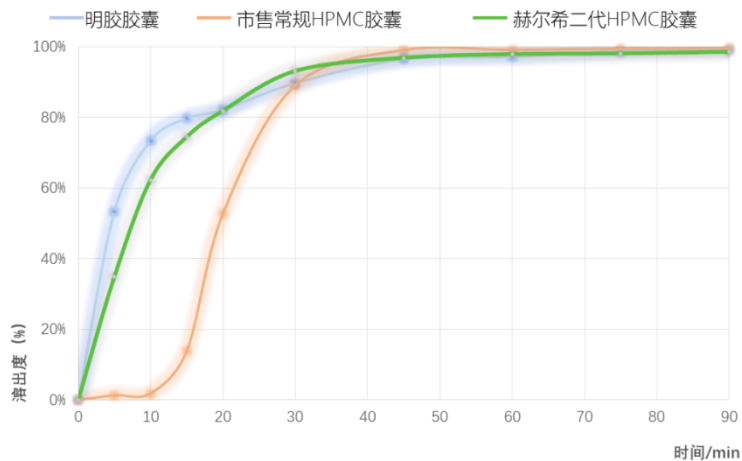
图 23: 2017-2026 年中国保健食品行业市场规模



资料来源: Euromonitor, 弗若斯特沙利文, 上海证券研究所

医药领域的替代市场空间广阔, 公司二代 HPMC 植物胶囊有望取得突破。药用空心胶囊市场规模呈现增长趋势, 根据中研网, 2021 年, 我国药用空心胶囊市场规模约为 73.5 亿元, 预计 2026 年将达到 90.0 亿元, 2021-2026 年 CAGR 为 4.13%。当前植物胶囊的制备技术相对明胶胶囊还不够成熟, 例如植物胶囊厂家通常会选择添加凝胶剂的生产工艺, 这会影响到植物胶囊内容物的溶出速度。此外, 较高的原料成本也限制了植物胶囊在药物制剂中的广泛应用。为满足更广泛的药品研发需求, 山东赫达子公司赫尔希胶囊自主研发了二代 HPMC 胶囊产品, 其成分纯净, 只含 HPMC 和水, 规避了内容物的使用风险, 提升了产品性能的稳定性和安全性; 与市售常规 HPMV 胶囊相比, 二代 HPMC 胶囊在溶出曲线上更贴近明胶胶囊, 有助于相关药品的研发与上市。目前, 赫尔希二代 HPMC 胶囊已在国家药品监督管理局药品审评中心完成登记。

图 24: 赫尔希二代 HPMC 胶囊的溶出曲线更贴近明胶胶囊



资料来源: 山东赫达 HEAD 公众号, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

植物胶囊市场呈现国外集中、国内分散的竞争格局。海外植物胶囊产能相对集中，规模最大的前五大生产企业分别为龙沙 Capsugel、日本 Qualicaps、印度 ACG、韩国 Suheung 和加拿大 CapsCanada。其中，龙沙是全球胶囊领域的领先企业，胶囊年产量超过 2500 亿粒，根据华经产业研究院，龙沙 Capsugel 大约占据了全球空心胶囊 50% 的市场份额。国内植物胶囊市场的行业集中度比较低，生产比较分散。据山东赫达 2023 年 5 月在投资者互动平台表示，公司植物胶囊全球市占率约 8-10%，占据一定的市场份额。

3 产能扩张正当时，加速掘金海外市场

纤维素醚：处于新产能快速投放期。截至 2022 年底，公司拥有纤维素醚产能 3.4 万吨/年。2022Q4，淄博赫达 4.1 万吨/年纤维素醚项目（一期）3 万吨/年新产能试运行，并于 2023Q2 起逐步投产。此外，公司于 2023 年收购中福致为 47.0796% 股权（现更名为中福赫达），并将其纳入合并报表。中福致为于 2022 年开工建设的羟乙基纤维素二期项目现已竣工，达产后 HEC 产能将达到 10000 吨/年，位居全国前列，山东赫达收购中福致为股权后补齐了公司 HEC 短板。HEC 广泛应用于日用化学品、乳胶涂料、聚氯乙烯、陶瓷以及农业生产中。

植物胶囊：新产能建设中。截至 2022 年底，公司拥有植物胶囊产能 300 亿粒/年，另有 50 亿粒/年产能在建。此外，公司募投项目“赫尔希年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目”在建，建成后将显著提升公司植物胶囊产能。

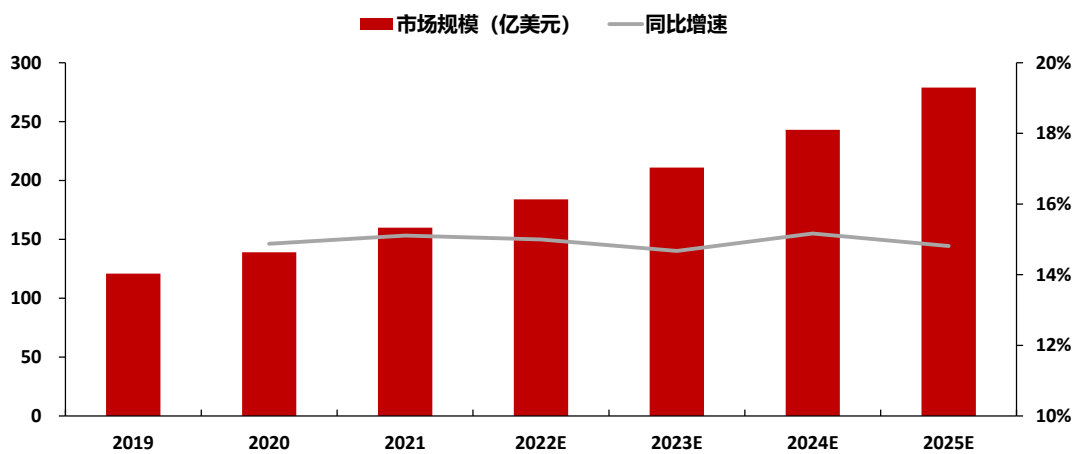
表 9：公司纤维素醚和植物胶囊主要新增产能统计

产品	产能	项目进展
淄博赫达 4.1 万吨/年纤维素醚项目（一期）		
纤维素混合醚（HEMC/HPMC）	20000 吨/年	2023Q2 起逐步投产
羟丙基甲基纤维素醚（HPMC）	10000 吨/年	
乙基纤维素醚（EC）	1000 吨/年	建设中
淄博赫达 4.1 万吨/年纤维素醚项目（二期）		
纤维素混合醚（HEMC/HPMC）	10000 吨/年	建设中
中福致为		
羟乙基纤维素（HEC）	10000 吨/年	已竣工，产能释放中
赫尔希年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目		
植物胶囊	150 亿粒	建设中

资料来源：山东赫达公告，上海证券研究所

植物肉：食品级纤维素醚的新兴应用领域。植物肉属于人造肉，相较于天然肉，人造肉可以规避肉类食品饱和脂肪、反式脂肪和胆固醇含量高的问题，其生产过程可以节约更多资源，减少温室气体排放。目前市场上已具备成熟的植物肉制造技术，随着技术和工艺的改进，新型植物肉与动物肉的差距缩小，有利于提升消费者对植物肉的接受程度。在节能减排、健康饮食潮流等因素影响下，国内外植物肉行业将迎来规模增长的有利机会，从而拉动食品级纤维素醚的需求。根据 Markets and markets，2021 年全球植物肉市场规模约为 160 亿美元，预计 2025 年将达到 279 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 14.91%。

图 25：2019-2025E 全球植物肉市场规模

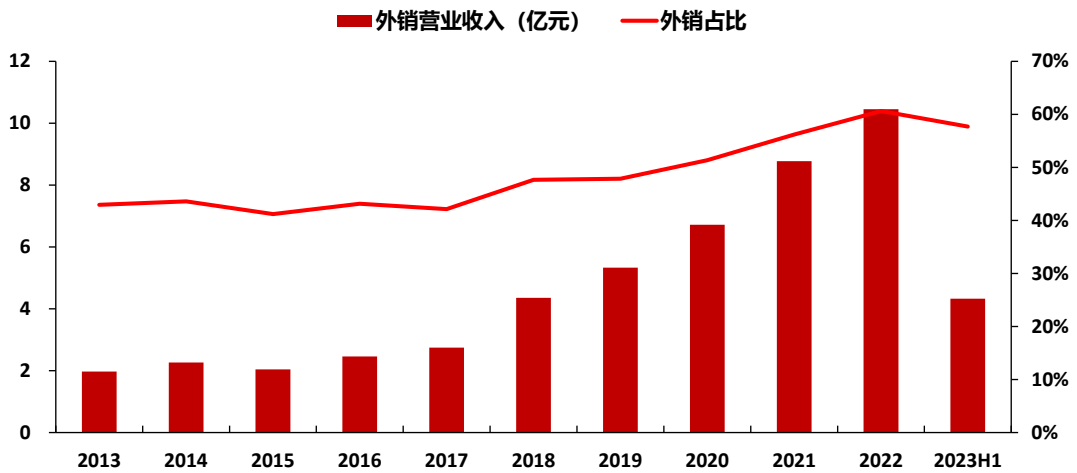


资料来源：Markets and markets，山东赫达可转债募集说明书，上海证券研究所

山东赫达通过参股子公司布局植物肉业务。2020 年，山东赫达与高起共同投资设立米特加（上海）食品科技有限公司，目前公司的持股比例为 32.01%。米特加（上海）的主营业务为植物肉品类产品的研发、生产与销售，年产 10000 吨植物肉项目预计 2023 年底进入试生产阶段。

坚持开拓海外市场，全球化布局战略稳步推进。公司立足中国，辐射海外，总部位于淄博周村，在淄博高青、山东烟台、上海等地设立了分子公司；在海外，依托欧洲分公司、美国分公司两大战略支点，提高为海外客户服务的效率，客户覆盖美国、德国、英国、加拿大、俄罗斯、澳大利亚、日本等全球 100 多个国家和地区。2022 年，公司实现外销营业收入 10.45 亿元，2013-2022 年外销收入 CAGR 为 20.36%，2022 年外销收入占比达到 60.63%，较 2013 年提高 17.68 个百分点，海外市场的开拓成效显著。

图 26：2013-2023H1 公司外销营业收入及占比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

多年经验树立良好品牌形象，客户资源优势明显。公司经过在纤维素醚行业的多年经营，积累了丰富的客户资源与海外销售渠道。公司主要客户包括：建材行业——意大利马贝（Mapei）、法国圣戈班（Saint-Gobain）、德国可耐福公司（Knauf Gips KG）、德高（广州）建材有限公司、北京东方雨虹防水技术股份有限公司、福建三棵树等；医药行业——印度 IRIS INGREDIENTS、美国 KERRY BIOSCIENCE、正大天晴药业集团股份有限公司、石家庄市华新药业有限责任公司、江苏德源药业股份有限公司、东北制药集团股份有限公司、浙江京新药业股份有限公司等。公司致力于提升纤维素醚质量稳定性和优化关键理化指标，取得了显著进步，有效提升了纤维素醚产品的市场竞争力，赢得了国内外市场大客户的认可。

4 盈利预测与投资建议

2023 年，受需求阶段性下滑的影响，公司盈利水平预计将会承压下滑。随着需求复苏预期和新产能投产，我们预计 2024 年公司主营业务收入将有较大幅度的提升。

纤维素醚：公司原有 3.4 万吨/年纤维素醚产能，自 2022 年 10 月起，3 万吨/年新产能进入试生产阶段，并逐步放量。此外，公司于 2023 年收购中福致为股权，将新增 1 万吨/年轻乙基纤维素（HEC）产能。因此，2023 年末公司合计产能达到 7.4 万吨，我

我们认为新产能的逐渐释放将成为销量增长的主要来源。我们预计2023-2025年公司纤维素醚销量分别为4.44、5.74和6.03万吨，同比增速分别为28.25%、29.28%和5.00%；2023-2025年纤维素醚业务分别实现营业收入12.32、17.22和18.28亿元，同比增速分别为6.39%、39.75%和6.18%；毛利率分别为27.95%、26.21%和26.39%。

植物胶囊：我们认为，随着海外市场需求回暖，公司稳步推进市场开拓，2024年公司植物胶囊业务将有明显增长。我们预计2023-2025年公司植物胶囊销量分别为110、180和216亿粒，同比增速分别为-8.28%、63.64%和20.00%；2023-2025年公司植物胶囊业务分别实现营业收入2.48、4.14和5.08亿元，同比增速分别为-10.29%、67.27%和22.61%；毛利率分别为50.00%、52.00%和52.00%。

附表1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
纤维素醚	1157.96	1232.00	1721.77	1828.18
植物胶囊	275.87	247.50	414.00	507.60
其他	289.65	289.65	289.65	289.65
合计	1723.48	1769.15	2425.42	2625.43
分业务收入增速	2022A	2023E	2024E	2025E
纤维素醚	18.66%	6.39%	39.75%	6.18%
植物胶囊	-13.10%	-10.29%	67.27%	22.61%
其他	8.40%	0.00%	0.00%	0.00%
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
纤维素醚	802.47	887.68	1270.58	1345.78
植物胶囊	110.47	123.75	198.72	243.65
其他	221.18	221.18	221.18	221.18
合计	1134.13	1232.61	1690.48	1810.61
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
纤维素醚	30.70%	27.95%	26.21%	26.39%
植物胶囊	59.95%	50.00%	52.00%	52.00%
其他	23.64%	23.64%	23.64%	23.64%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

投资建议：我们预测2023-2025年公司营业收入分别为17.69/24.25/26.25亿元，同比增速分别为2.65%、37.10%、8.25%，归母净利润分别为2.82/3.92/4.52亿元，同比增速分别为-20.28%、39.00%、15.25%，EPS为0.83/1.15/1.32元/股，2024年4月18日收盘价对应PE分别为16.72x、12.03x、10.44x。首次覆盖，给予“买入”评级。

附表 2 可比上市公司收盘价及估值概览

证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				现价对应 PE (倍)			
			2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
山河药辅	12.49	29.28	0.56	0.67	0.80	0.96	31.44	18.60	15.66	13.00
凯赛生物	39.88	232.65	0.95	0.73	1.18	1.74	64.61	54.97	33.85	22.85
凯盛新材	16.05	67.51	0.56	0.38	0.59	0.91	49.47	57.03	27.03	17.67
平均值								42.37	25.74	17.82

资料来源: iFinD, 上海证券研究所

*2024 年 4 月 18 日收盘价, 盈利预测采用 iFinD 一致预期

5 风险提示

市场开拓不及预期。公司处于新产能投放期, 若市场开拓与推广不及预期, 新增产能的消化将会承压, 公司业绩增速可能受到较大影响。

市场竞争加剧风险。若公司主营产品纤维素醚和植物胶囊市场竞争格局恶化, 或市场需求低迷, 公司主营产品盈利能力可能下降, 导致公司经营业绩下降。

国际贸易风险。公司出口业务占比较高, 若主要进口国的贸易政策发生不利变化, 可能对公司出口业务产生不利影响, 公司业绩存在下降风险。

原材料价格波动风险。公司主要原料为精制棉、棉浆粕、木浆以及氯甲烷、环氧丙烷等基础化工原料, 上述主要原料的价格波动会对纤维素醚等主要产品的毛利率产生一定程度的影响, 从而影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	151	793	1337	1792
应收票据及应收账款	368	360	506	541
存货	242	276	370	401
其他流动资产	96	91	128	134
流动资产合计	858	1520	2340	2868
长期股权投资	37	43	55	64
投资性房地产	9	14	16	20
固定资产	802	1566	2074	1999
在建工程	1412	612	12	12
无形资产	184	211	223	243
其他非流动资产	30	30	32	33
非流动资产合计	2474	2476	2413	2371
资产总计	3331	3996	4753	5239
短期借款	230	303	357	421
应付票据及应付账款	632	661	924	980
合同负债	32	28	42	44
其他流动负债	140	144	190	205
流动负债合计	1035	1136	1514	1650
长期借款	358	358	358	358
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	57	241	241	241
非流动负债合计	415	599	599	599
负债合计	1450	1735	2112	2249
股本	342	342	342	342
资本公积	133	131	131	131
留存收益	1419	1704	2096	2445
归属母公司股东权益	1882	2261	2641	2990
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1882	2261	2641	2990
负债和股东权益合计	3331	3996	4753	5239

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	300	485	657	656
净利润	354	282	392	452
折旧摊销	105	179	230	216
营运资金变动	-132	19	47	1
其他	-27	5	-12	-13
投资活动现金流量	-487	-147	-117	-120
资本支出	-468	-169	-151	-160
投资变动	-22	-11	-15	-13
其他	3	33	49	53
筹资活动现金流量	197	302	3	-80
债权融资	225	69	54	63
股权融资	0	-3	-13	0
其他	-28	236	-38	-144
现金净流量	16	642	543	455

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1723	1769	2425	2625
营业成本	1134	1233	1690	1811
营业税金及附加	16	15	22	23
销售费用	25	24	34	36
管理费用	120	110	160	168
研发费用	68	75	99	109
财务费用	-18	33	27	22
资产减值损失	-4	2	1	2
投资收益	35	35	49	53
公允价值变动损益	-1	0	0	0
营业利润	411	325	453	521
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	410	325	453	521
所得税	56	42	61	69
净利润	354	282	392	452
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	354	282	392	452

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	34.2%	30.3%	30.3%	31.0%
净利率	20.5%	15.9%	16.2%	17.2%
净资产收益率	18.8%	12.5%	14.8%	15.1%
资产回报率	10.6%	7.1%	8.2%	8.6%
投资回报率	12.6%	10.6%	12.4%	12.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	10.4%	2.6%	37.1%	8.2%
EBIT 增长率	-5.0%	-1.4%	34.2%	13.2%
归母净利润增长率	7.4%	-20.3%	39.0%	15.2%
每股指标 (元)				
每股收益	1.04	0.83	1.15	1.32
每股净资产	5.51	6.62	7.73	8.75
每股经营现金流	0.88	1.42	1.92	1.92
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.30
营运能力指标				
总资产周转率	0.58	0.48	0.55	0.53
应收账款周转率	5.18	4.88	5.63	5.04
存货周转率	4.78	4.76	5.24	4.70
偿债能力指标				
资产负债率	43.5%	43.4%	44.4%	42.9%
流动比率	0.83	1.34	1.55	1.74
速动比率	0.57	1.06	1.27	1.47
估值指标				
P/E	13.33	16.72	12.03	10.44
P/B	2.51	2.09	1.79	1.58
EV/EBITDA	17.40	8.56	5.78	4.89

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。