

山东赫达 (002810)

全球领先的纤维素醚&植物胶囊一体化龙头

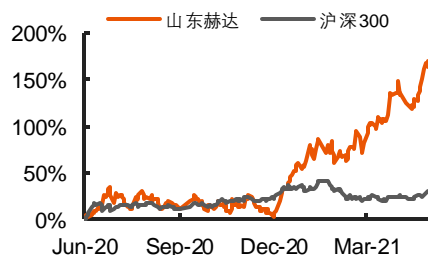
推荐 (首次)

现价: 46.76 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.sdhead.com
大股东/持股	毕心德/28.63%
实际控制人	毕心德、毕文娟、毕于东
总股本(百万股)	341
流通 A 股(百万股)	317
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	160
流通 A 股市值(亿元)	148
每股净资产(元)	6.4
资产负债率(%)	26.9

行情走势图



证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号
S1060520070002
liuyonglai647@pingan.com.cn



平安观点:

- **公司是全球纤维素醚和植物胶囊的龙头企业:** 公司是亚洲最大全球第四的非离子型纤维素醚生产企业, 现有纤维素醚产能 34000 吨; 2014 年公司将产业链从纤维素醚往下延伸至植物胶囊领域, 截至 2020 年底公司植物胶囊产能约 90 亿粒/年, 根据公司的规划 2023 年 3 月公司植物胶囊的产能将达到 350 亿粒/年, 2025 年预计将达到 500 亿粒/年。
- **纤维素醚食品医药应用预计将高速增长:** 非离子纤维素醚广泛应用于建筑、涂料、医药、食品等行业。建筑行业是非离子纤维素醚最大的下游, 但随着健康环保意识的觉醒和食品医药行业的发展, 食品医药级纤维素醚预计将快速增长, 相对于传统纤维素醚, 食品医药级纤维素醚技术积累高、认证难度大, 公司在建材、医药和食品行业拥有多种龙头产品, 目前高青项目在建 41000 吨纤维素醚产能, 未来成长可期。
- **发挥原料优势, 公司植物胶囊业务不断壮大:** 随着人口老龄化加速, 以及医保补贴的全面实行, 我国药用空心胶囊市场规模也逐年攀升, 从 2011 年的 28.88 亿元增至 2019 年的 60 亿元, 年均复合增速为 9.6%。植物胶囊相比明胶胶囊, 具备适用性广、无交联反应风险、稳定性高、不吸湿等优势。预计市场需求迅速增长, 植物胶囊产能不断投放, 成为业绩增速最快的部门。
- **投资建议:** 预计 2021-2023 年, 公司归母净利分别是 3.82、5.15、6.42 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.12、1.51、1.88 元, 对应的 PE 分别为 41.8、31.0、24.9 倍。公司是全球领先的纤维素醚和植物胶囊生产商, 食品医药行业的快速发展给公司业务提供了广阔的空间, 公司高青项目和赫尔希植物胶囊新增产能为公司的业绩增长提供了充足的动力, 我们看好公司的长远发展, 首次覆盖, 给与“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 需求下滑; 2) 竞争加剧; 3) 人造肉推广不及预期; 4) 环保风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,113	1,309	1,805	2,386	2,990
YoY(%)	21.9	17.6	37.9	32.2	25.3
净利润(百万元)	158	252	382	515	642
YoY(%)	114.7	60.0	51.5	34.6	24.7
毛利率(%)	33.5	36.8	38.7	39.5	39.2
净利率(%)	14.2	19.3	21.2	21.6	21.5
ROE(%)	17.3	21.2	24.5	25.5	24.6
EPS(摊薄/元)	0.46	0.74	1.12	1.51	1.88
P/E(倍)	101.3	63.3	41.8	31.0	24.9
P/B(倍)	17.5	13.3	10.1	7.8	6.1

正文目录

一、 非离子纤维素醚及植物胶囊龙头企业	5
1.1 亚洲最大全球第四的非离子纤维素醚生产企业	5
1.2 公司业绩进入成长快车道	8
二、 纤维素醚：从传统应用走向高端应用	9
2.1 纤维素醚：工业味精，应用广泛	9
2.2 公司是非离子纤维素醚的龙头企业	12
2.3 建筑、医药和食品行业带动纤维素醚的市场增长	13
2.4 公司进入人造肉行业，有望建立新的业绩增长点	16
三、 植物胶囊：公司成长为全球龙头	20
3.1 药用胶囊市场快速增长	20
3.2 植物胶囊因其固有优势需求增速快于明胶胶囊	22
3.3 公司成长为全球植物胶囊生产龙头	22
四、 盈利预测和投资建议	24
五、 风险提示	25

图表目录

图表 1	公司发展的主要里程碑	5
图表 2	公司股权结构和下属公司	6
图表 3	公司 2020 年的营收结构	7
图表 4	公司 2020 年利润来源占比	7
图表 5	公司主要产品的生产基地及产能分布	7
图表 6	公司历年营收（亿元）和同比增速（%）	8
图表 7	公司历年净利（亿元）和同比增速（%）	8
图表 8	公司的盈利能力逐年提升（%）	8
图表 9	公司的投资回报逐年提升（%）	8
图表 10	公司纤维素醚的主要生产流程（建材级）	9
图表 11	纤维素醚的主要种类	10
图表 12	全球纤维素醚需求细分（按类别）	10
图表 13	全球纤维素醚需求细分（按产品）	10
图表 14	全球纤维素醚供给分布	11
图表 15	全球纤维素醚需求分布	11
图表 16	CMC 的主要应用领域	11
图表 17	除 CMC 以外的纤维素醚的应用领域	12
图表 18	2013 年中国非离子纤维素醚的应用	12
图表 19	公司产品和主要应用领域	12
图表 20	国内外非离子纤维素醚的主要生产厂家	13
图表 21	非离子纤维素醚在建筑行业的应用	13
图表 22	我国房地产投资基本保持稳健增长（万亿元）	14
图表 23	非离子纤维素醚在医药行业的应用	14
图表 24	我国药用辅料市场规模（亿元）	15
图表 25	非离子纤维素醚在食品行业的应用	15
图表 26	部分食品行业的产量增长情况（万吨）	16
图表 27	人造肉行业融资金额和融资数量	17
图表 28	人造肉的工艺流程	17
图表 29	天然肉和人造肉的营养成分区别	18
图表 30	人造肉与普通牛肉的全产业链资源消耗对比（1/4 磅肉）	18
图表 31	全球肉类替代品市场份额	19
图表 32	人造肉的市场规模	19
图表 33	胶囊的基本结构	20
图表 34	2011-2019 年我国药用空心胶囊供需平衡统计表（亿粒）	20
图表 35	我国药用空心胶囊市场规模（亿元）	21
图表 36	药用空心胶囊需求分布	21

图表 37	药用空心胶囊产能分布.....	21
图表 38	植物胶囊和明胶胶囊优劣势对比	22
图表 39	全球植物胶囊市场份额.....	23
图表 40	公司植物胶囊的生产流程	23
图表 41	公司植物胶囊产能规划.....	24
图表 42	公司营收和盈利预测表（百万元）	24

一、非离子纤维素醚及植物胶囊龙头企业

1.1 亚洲最大全球第四的非离子纤维素醚生产企业

山东赫达股份有限公司（“山东赫达”、“赫达”或“公司”）是我国水溶性高分子化合物的龙头公司，其主要产品是非离子型纤维素醚。公司成立于 1992 年，前身为淄博周村王村镇铆焊厂，2000 年左右进入纤维素醚行业，目前公司已经成长为亚洲最大全球第四的非离子型纤维素醚生产企业，2014 年公司将产业链从纤维素醚往下延伸至植物胶囊领域，2020 年公司设立联营公司米特加，进入纤维素醚的下游人造肉领域。

图表1 公司发展的主要里程碑

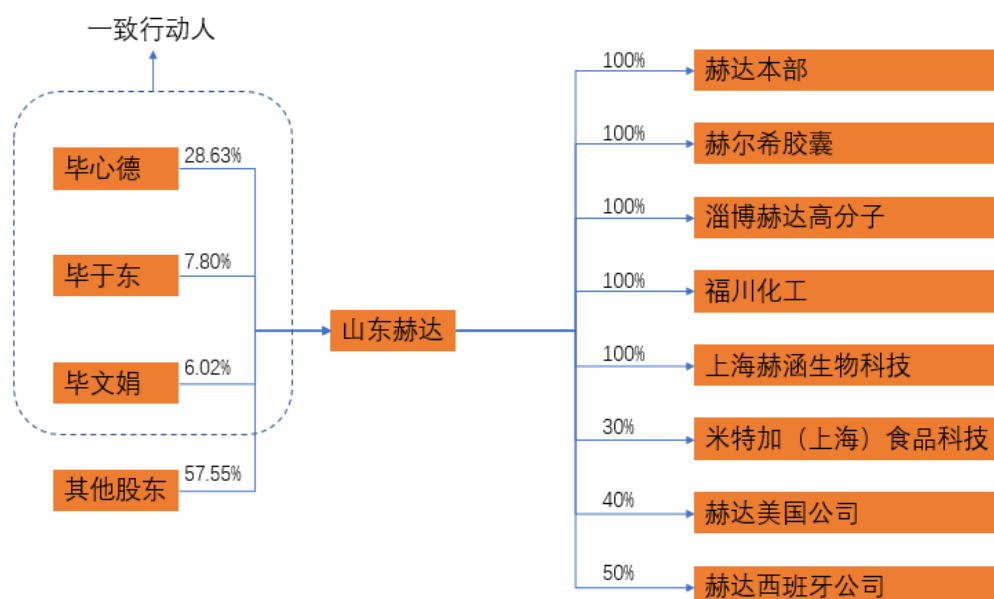
时间	主要里程碑
1972	淄博市周村区王村铆焊厂成立，企业性质为王村镇镇办集体所有制企业。
1990	铆焊厂更名为淄博石墨化工设备厂，开始专注于石墨换热器系列产品。
1992	筹备设立股份有限公司，在淄博石墨化工设备厂的基础上成立淄博赫达股份有限公司。
1997	更名为山东赫达股份有限公司，并发行股票上柜交易
2000	开始纤维素醚产品的开发，进入纤维素醚市场
2004	新项目双丙酮丙烯酰胺试验获得成功，引进德国设备新建 3000 吨/年生产线，次年投入生产。
2007	新产品羟乙基纤维素顺利投入生产。
2013	投资建设 2.4 万吨/年纤维素醚生产线，成为亚洲最大的纤维素醚研发生产基地。
2014	设立赫尔希公司，35 亿粒/年植物胶囊项目开始建设。在荷兰成立分公司，开拓欧洲市场。
2015	投资建设 MVR 蒸发项目及高温熔融废盐再生项目。
2016	公司登录深交所上市，股票代码 002810。
	在美国设立合资子公司。
	筹建 2 万吨/年纤维素醚改建项目（10000 吨/年羟丙基甲基纤维素、10000 吨/年羟乙基甲基纤维素）。
2017	子公司烟台福川化工有限公司吸收合并其独资的山东环友高分子材料有限公司。
	公司获得“山东省工程实验室”认定。
2018	实施第一期股权激励。
	2 万吨/年纤维素醚改建项目试生产。
	与德国可耐福、法国圣戈班签订纤维素醚供应重大合同，分别为 7000 吨和 4000 吨。
	扩建 50 亿粒/年植物胶囊技改项目，共 12 条生产线，截止 2018 年底新增 4 条生产线并满负荷生产。
	赫达欧洲公司及赫达美国公司在 2018 年成功打开胶囊产品欧美市场。
	福川化工年产 1000 吨双丙酮丙烯酰胺生产线以及年产 5000 吨原乙酸三甲酯生产线工艺改造完成。
2019	在山东省淄博市高青县注册成立全资子公司“淄博赫达高分子材料有限公司”。
	20000 吨/年纤维素醚改建项目生产线持续稳定运转，产能如预期释放。

	石墨设备事业部完成新项目——有色金属设备加工制造项目立项，打开新增长空间。
	2019 年新增海外客户 100 余家，赫达品牌得到海外市场广泛认可。
2020	<p>赫尔希胶囊有限公司被认定为高新技术企业，有效期三年。</p> <p>在西班牙成立合资公司，公司与合资方各持股 50%。</p> <p>赫尔希投资 1.18 亿元，升级#2 生产线并新建 14 条生产线；新增 115 亿粒/年 HPMC 植物胶囊，建成后总产能达 200 亿粒</p> <p>7000 万元受让高起 13.85% 的股权，赫尔希成为全资子公司</p> <p>计划在淄博市高青县高青化工产业园区投资建设“41000 吨/年纤维素醚项目”，一期项目计划建设：20000 吨/年纤维素混合醚生产线、10000 吨/年羟丙基甲基纤维素醚生产线、1000 吨/年乙基纤维素醚生产线；二期项目计划建设：10000 吨/年纤维素混合醚生产线。</p> <p>出资 1500 万成立子公司米特加，持股 30%，进入人造肉新赛道</p> <p>公司 2020 年度非公开发行股票顺利完成。</p>
2021	<p>赫尔希胶囊有限公司计划投资 1.87 亿元，对 1#胶囊车间进行改造升级，并建设 6#胶囊车间共计 20 条全自动生产线，完成 5#胶囊车间主体建设。该项目将分批次建设，计划于 2023 年 3 月底前全部建成投产，届时赫尔希公司总产能将达到 350 亿粒/年。</p>

资料来源：公司官网、招股说明书、公司年报、平安证券研究所

公司的股权结构清晰，毕心德与其子毕于东、其女毕文娟构成一致行动人，三人共持有公司 42.45% 的股权，为公司实控人。

图表2 公司股权结构和下属公司

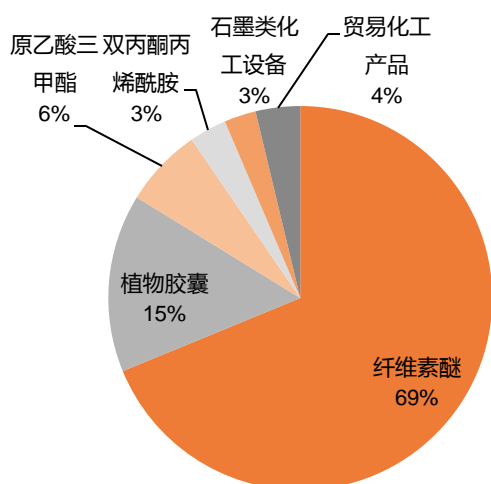


资料来源：公司公告、平安证券研究所

除公司本部（纤维素醚和石墨设备）之外，公司还设有多家控股或参股子公司，分别是赫尔希胶囊（胶囊业务）、淄博赫达高分子（高青化工园区新建纤维素醚项目）、福川化工（原乙酸三甲酯、双丙酮丙酯酰胺和己二酸二酰肼等化工品）、上海赫涵（拓展纤维素醚应用）和米特加（人造肉），此外公司在美国和西班牙分别设立了参股公司，进行海外市场的拓展和管理。

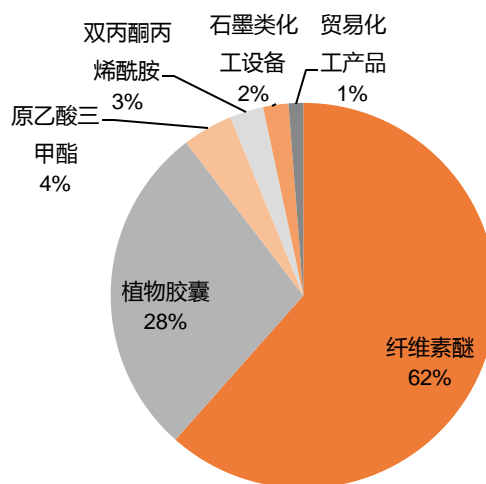
经过多年的发展，目前公司的纤维素醚和植物胶囊业务在建材、食品、日化、保健品和医疗等领域具有稳定的大客户和较强的行业地位。纤维素醚及其下游产品植物胶囊也成为公司营收的主要来源。纤维素醚和胶囊在 2020 年的营收结构中占据 69%和 15%的比例，在 2020 年的毛利中占到 62%和 28%的比例。

图表3 公司 2020 年的营收结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 公司 2020 年利润来源占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司是亚洲最大全球第四的纤维素醚生产商,现有纤维素醚产能 34000 吨,位于山东赫达淄博本部,包括建材级 HPMC20000 吨,建材级 HEMC10000 吨以及医药食品级 HPMC4000 吨;目前公司在高青新厂区建设 41000 吨纤维素醚,总投资 8 亿元,预计 2022 年投产,项目预期年销售收入 10 亿元,年净利润 1.5 亿元。项目分两期建设,其中一期建设混合醚 20000 吨,HPMC10000 吨和 HEMC1000 吨,二期建设混合醚 10000 吨,两期项目建成投产后,公司的纤维素醚总产能将达到 75000 吨/年。

植物胶囊是纤维素醚 HPMC 的下游产品,公司利用原料优势,将产业链往下游延伸至植物胶囊,截至 2020 年底公司植物胶囊产能约 90 亿粒/年,根据公司的规划 2023 年 3 月公司植物胶囊的产能将达到 350 亿粒/年,2025 年预计将达到 500 亿粒/年,预计植物胶囊业务将成为公司业绩增长的最大驱动力。

图表5 公司主要产品的生产基地及产能分布

业务板块	生产基地	产能(截止 2020 年底)	备注
纤维素醚	淄博赫达本部	共计 34000 吨	
	建材级 HPMC	20000 吨	王村厂区 8900 吨/年因为产能老旧关闭
	建材级 HEMC	10000 吨	
	医药食品级 HPMC	4000 吨	周村厂区 4000 吨/年
	高青新工厂(在建)	共计 41000 吨(在建)	一期 31000 吨;二期 10000 吨
	HPMC/HEMC	20000 吨	高青一期
	HPMC	10000 吨	高青一期
	HEMC	1000 吨	高青一期
	HPMC/HEMC	10000 吨	高青二期

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

7 / 27

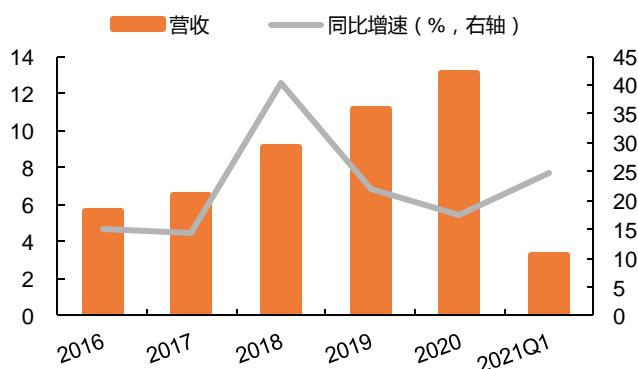
植物胶囊	赫尔希	90 亿粒	2022 年 5 月预计达到 200 亿粒胶囊；2023 年 3 月底前预计达到 350 亿粒胶囊，根据公司五年规划，2025 年胶囊产能达到 500 亿粒。
原乙酸三甲酯	福川化工	5000 吨	根据公司五年规划，2025 年产能达到 10000 吨。
双丙酮丙烯酰胺	福川化工	1000 吨	根据公司五年规划，2025 年产能达到 2000 吨。
石墨及金属加工设备	淄博王村基地	生产 30 万平米，维修 26 万平米	远期规模 1200 台套/年

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 公司业绩进入成长快车道

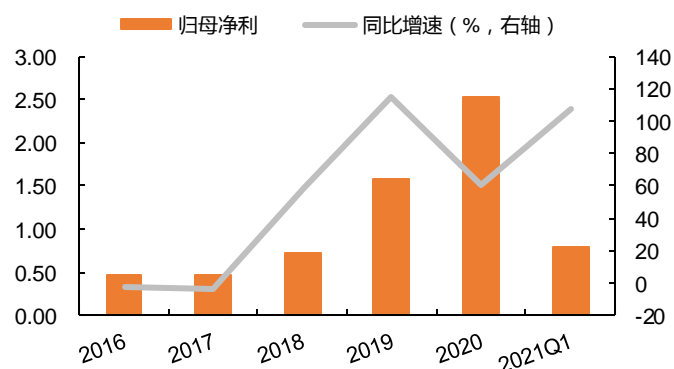
公司于 2016 年上市，上市之后在资本市场的助力下，公司纤维素醚和植物胶囊产能瓶颈大大缓解，市场开拓力度大为增强，国内市场地位逐渐稳固，欧美市场销售成果显著，从而取得了业绩快速增长，2016-2020 年公司营收的 CAGR 为 23%，归母净利的 CAGR 为 51%。即便在疫情之年，公司的生产和销售也未受较大影响，逆市取得了较好的成绩，2020 年公司营收同比增 18%，归母净利同比增 60%；2021 年一季度公司营收同比增 25%，归母净利同比增 108%。

图表6 公司历年营收（亿元）和同比增速（%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 公司历年净利（亿元）和同比增速（%）

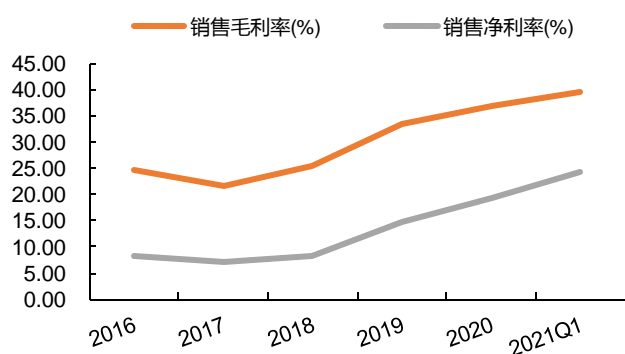


资料来源：公司公告、平安证券研究所

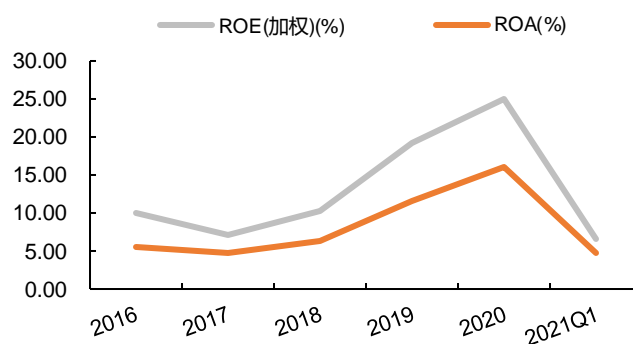
公司近年来逐渐加大了纤维素醚产品结构的调整，不断增加高附加值产品的比例，由于将产业链延伸至毛利率更高的植物胶囊领域，因此整体的盈利水平不断提升，2016年-2020 年公司的销售毛利率从 25%提升至 40%，销售净利率从 8%提升至 24%；资产回报率也随之水涨船高，同期公司的 ROA 从 6%提升至 16%，ROE 从 10%提升至 25%。随着植物胶囊产能的陆续投放，预计公司的盈利和投资回报指标将继续上行。

图表8 公司的盈利能力逐年提升（%）

图表9 公司的投资回报逐年提升（%）



资料来源:公司公告、平安证券研究所



资料来源:公司公告、平安证券研究所

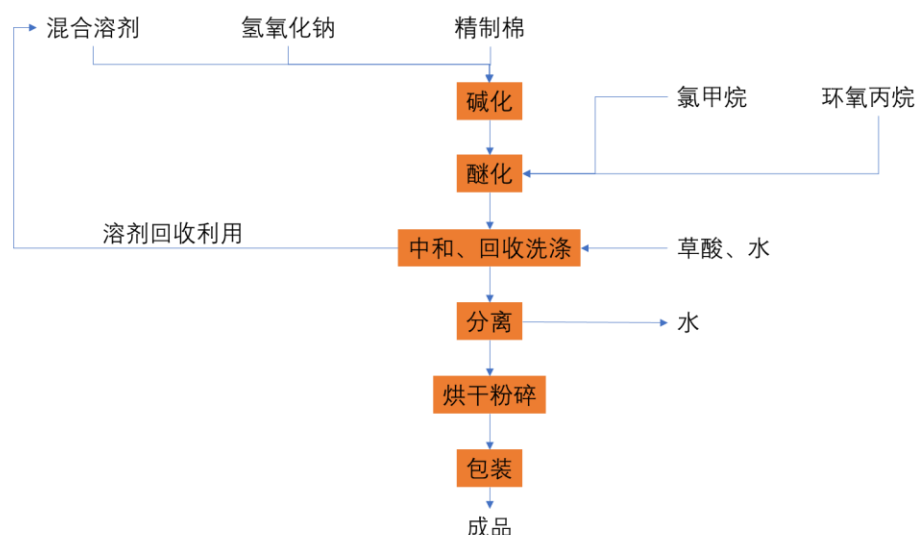
二、纤维素醚：从传统应用走向高端应用

2.1 纤维素醚：工业味精，应用广泛

纤维素是地球上最古老、分布最广泛的天然高分子，是植物细胞壁的主要成分，而棉花、麻和木材等富含纤维素的天然材料更是贯穿了人类文明史。但现代纤维素工业大约起源于 180 年以前，1838 年法国植物学家 Anselme Payen 用硝酸和氢氧化钠交替处理木材，分离出结构均匀的白色物质，开启了人类提取纤维素的纪元。

而公司主要产品之一是纤维素醚，纤维素醚来源于纤维素，是纤维素的下游衍生物，我国丰富的棉短绒资源为纤维素和纤维素醚的发展提供了丰富的原料。纤维素醚是以天然纤维素（精制棉和木浆等）为原料、经过醚化得到的一类多种衍生物的总称，是纤维素大分子中羟基的氢被醚基团部分或全部取代后形成的产品。

图表10 公司纤维素醚的主要生产流程（建材级）

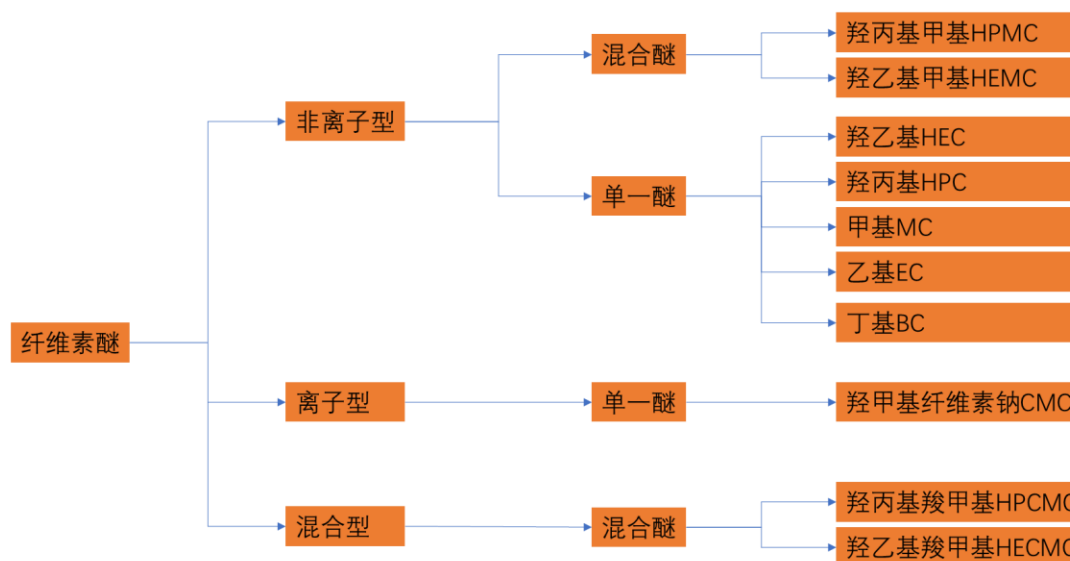


资料来源:公司公告、平安证券研究所

纤维素是一种既不溶解也不熔融的多羟基高分子化合物。纤维素经醚化后则能溶于水、稀碱溶液和有机溶剂，并具有热塑性。纤维素醚类品种繁多，广泛应用于建筑、水泥、涂料、医药、食品、石油、日化、纺织、造纸及电子元件等工业。

纤维素醚按照取代基的数量可以分为单一醚和混合醚，按照电离性可以分为离子型纤维素醚和非离子型纤维素醚，下图展示了常见的纤维素醚按照取代基、取代基数量、电离属性的分类。公司生产的纤维素醚主要为 HPMC 和 HPEC，属于非离子型混合醚。

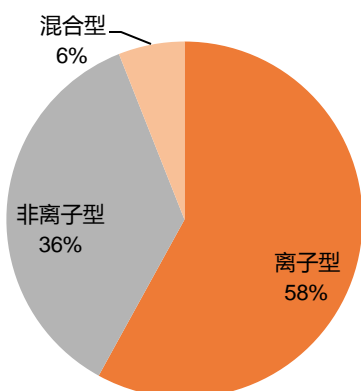
图表11 纤维素醚的主要种类



资料来源：CNKI、平安证券研究所

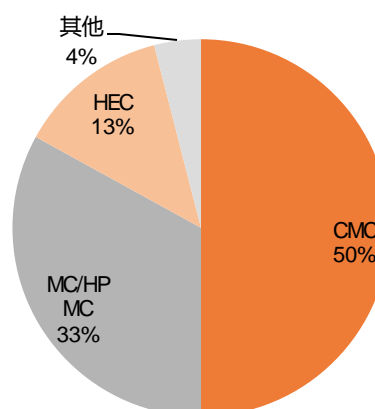
全球来看离子型纤维素醚占总产量的最大部分，2018年，离子型纤维素醚占总产量的 58%，其次是非离子型为 36%，混合型最少，为 6%。主流的纤维素醚是 CMC、HPMC、MC、HEC 等几种，其中 CMC 产量最大，约占全球产量的一半，而 HPMC 和 MC 两者约占全球需求量的 33%，HEC 约占全球市场的 13%。

图表12 全球纤维素醚需求细分（按类别）



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

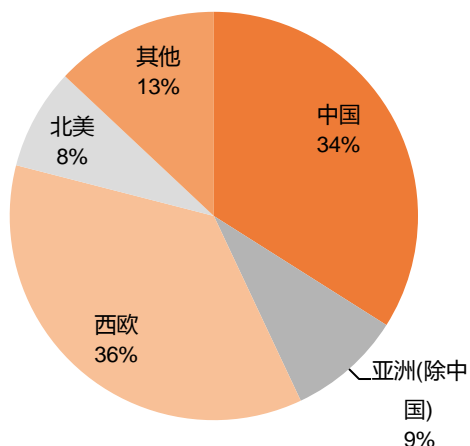
图表13 全球纤维素醚需求细分（按产品）



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

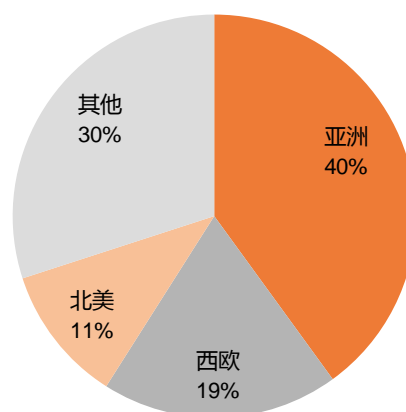
从地域上来看,亚太地区是纤维素醚最大的产地和需求地,据 IHS Markit 的报告,2018 年全球纤维素醚的消耗量接近 110 万吨。2018 年全球纤维素醚的总产量中,有 43%来自亚洲(中国占亚洲产量的 79%),西欧占 36%,北美占 8%。2018 年全球纤维素醚消费量最大的地区是亚洲,占总消费量的 40%,中国是最主要的推动力;西欧和北美分别占全球消费的 19%和 11%。

图表14 全球纤维素醚供给分布



资料来源:前瞻产业研究院、平安证券研究所

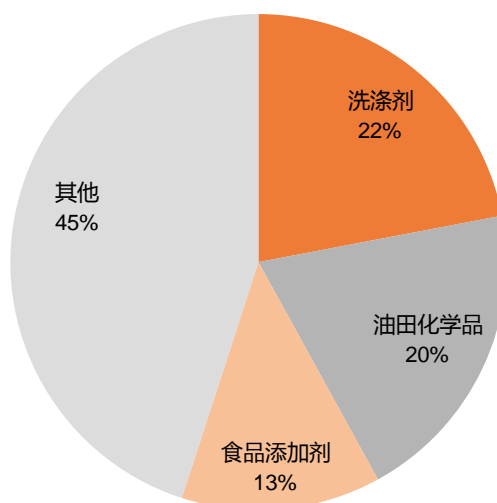
图表15 全球纤维素醚需求分布



资料来源:前瞻产业研究院、平安证券研究所

作为产量最大的纤维素醚品种,羧甲基纤维素(CMC)最重要的终端用途是洗涤剂,约占消耗量的 22%;油田应用约占 20%;食品添加剂约占 13%。CMC 的主要市场相对成熟,洗涤剂需求增速不高,油田行业的需求很不稳定,整体来看 CMC 未来的需求增速将落后于纤维素醚整体增速。

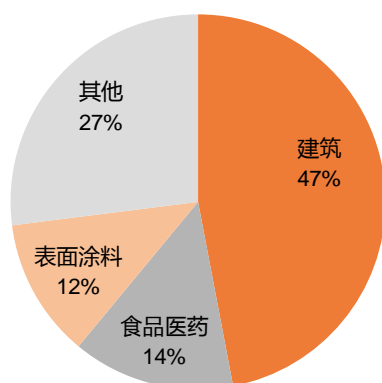
图表16 CMC 的主要应用领域



资料来源:前瞻产业研究院、平安证券研究所

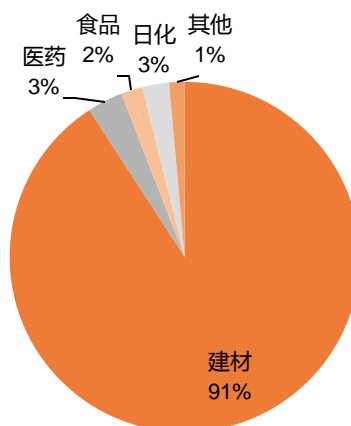
2018 年，除 CMC 以外的全球其他纤维素醚的消费量为 55 万吨，主要应用中建筑建材占 47%；食品和制药行业应用占 14%；表面涂料行业占 12%。总体来看，建筑建材（包括涂料）、食品、医药是驱动非离子纤维素醚需求增长的主要动力。

图表 17 除 CMC 以外的纤维素醚的应用领域



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表 18 2013 年中国非离子纤维素醚的应用



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

2.2 公司是非离子纤维素醚的龙头企业

公司现有纤维素醚产能 34000 吨，位于山东赫达淄博本部，包括建材级 HPMC20000 吨，建材级 HEMC10000 吨以及医药食品级 HPMC4000 吨；目前公司在高青新厂区建设 41000 吨纤维素醚，项目分两期建设，其中一期建设混合醚 20000 吨、HPMC10000 吨和 HEMC1000 吨，二期建设混合醚 10000 吨，两期项目建成投产后，公司的纤维素醚总产能将达到 75000 吨/年。

图表 19 公司产品和主要应用领域

产品	主要下游应用
建材级 HPMC，少量 HEMC	干混砂浆、抹灰浆、石膏砂浆、自流平或者其他建材粘合剂 瓷砖粘结剂、蜂窝陶瓷、壁纸胶 预拌砂浆、普通砂浆、刮墙腻子 PVC 树脂建材、涂料
医药级 HPMC	包衣材料、缓控释制剂、膜材、稳定剂、助悬剂、片剂粘合剂、增粘剂、植物胶囊
食品级 HPMC	食品乳化剂、粘结剂、增稠剂和稳定剂

资料来源：公司公告、平安证券研究所

国内纤维素醚的发展离不开建筑建材行业的快速发展，2000 年左右，房地产和基建市场的兴起和繁荣使得粉体建材和涂料进入快速发展期，当时这些建材使用的纤维素醚基本上以进口品牌为主，各大外企纷纷进入国内市场，包括瑞士科莱恩、德国拜耳、美国陶氏和美国赫克力士、韩国三星和阿克苏诺贝尔等。

繁荣的市场需求以及外企控制下的高额利润刺激着国内企业纷纷进入纤维素醚市场，大大小小的纤维素醚厂在几年里出现几十家，山东赫达、泸州天普、山东瑞泰、河南天盛等公司迅速崛起。

经过 20 年的市场洗礼，纤维素醚形成了国际集团美国陶氏、日本信越、美国亚什兰（收购了赫克力士）

士纤维素醚）和国内赫达、瑞泰等同台竞争的格局。下表展示了国内主要的纤维素醚厂家及其主要产品。

图表20 国内外非离子纤维素醚的主要生产厂家

国别	企业	主要产品
国外	美国陶氏化学	HPMC、HEC、MC、HEMC、EC
国外	日本信越	HPMC、HEC、MC、HEMC
国外	美国赫克力士/亚什兰	HPMC、HEC、HEMC
国外	韩国三星	HPMC、HEC、HEMC
国内	山东赫达	HPMC、HEMC 等
国内	赫克力士天普化工	HPMC、HEC、MC、EC 等
国内	山东瑞泰化工	HPMC、HEC、MC、HPC、EC
国内	上海惠光精细化工	HPMC、MC、HEMC 等
国内	河南天盛化学	HPMC 等
国内	山东一滕新材料	HPMC 等
国内	上虞市创峰化工	HPMC、HEC、HEMC 等
国内	山东光大科技	HPMC 等
国内	湖州展望药业	HPMC、HPC 等
国内	安徽山河药用辅料	HPMC 等
国内	浙江中维药业	HPMC、MC 等

资料来源：公司公告、平安证券研究所

国内的非离子型纤维素醚企业数量众多，除了山东赫达等几家万吨级以上的企业之外，千吨级的非离子型纤维素醚小型生产企业众多，这些小企业大多生产普通型号建材级纤维素醚，而没有实力生产较为高端的食品和医药级产品。在医药食品级纤维素醚领域，国内主要是由山东赫达、湖州展望、山东瑞泰、泸州北方、山东光大、山河药辅等企业供给。

许多小企业由于资金实力不足，为降低生产成本，在水处理和尾气治理方面的环保投入不达标。随着国家日益加大对环境污染行为和环境违规行为的执法处罚力度，行业内那些无法满足环保要求的企业将逐步关停或减产，届时我国纤维素醚制造业的集中度将进一步提高。

2.3 建筑、医药和食品行业带动纤维素醚的市场增长

前文提到，建筑建材和食品医药是驱动非离子纤维素醚的主要动力。在建筑材料领域，纤维素醚可作为许多建筑材料的添加剂，用于改善建材的诸多性能，以符合建材的节能、环保等要求。目前公司的主要产品主要被用作建材的添加剂，其具体用途和作用如下表所示。

图表21 非离子纤维素醚在建筑行业的应用

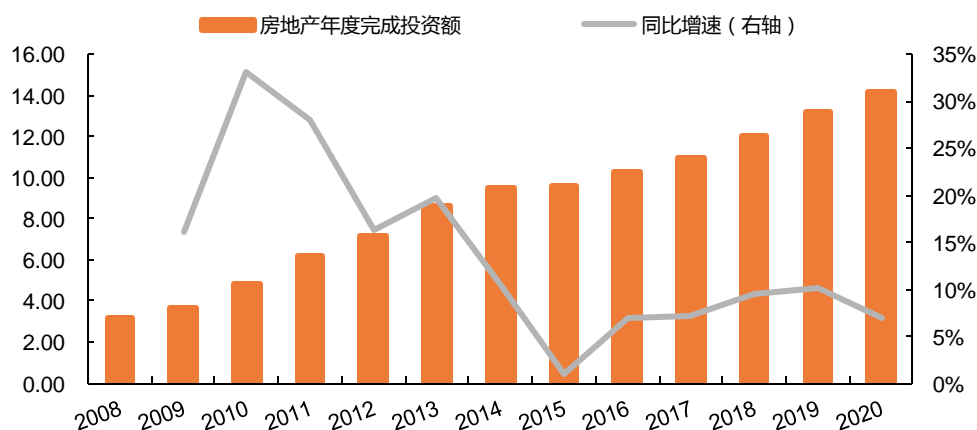
应用领域	主要作用
砌筑砂浆	保水增稠，提高和易性，改善施工条件，提高效率。
外墙保温砂浆	增加砂浆的保水能力，改善流动性和施工性，提高砂浆的初期强度和避免开裂。
瓷砖粘接砂浆	提高粘结砂浆的抗下垂能力，改善砂浆的早期粘结强度，抵抗较强的剪力以防止瓷砖滑落。
自流平砂浆	改善砂浆的流动度和抗沉降性能，便于施工。
耐水腻子	可替代传统工业胶水，提高腻子的保水性、粘稠度、耐擦洗度和附着力，消除甲醛危害。
石膏砂浆	提高增稠性、保水性和缓凝性。

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。
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：公司公告、平安证券研究所

得益于我国城市化水平的提高，建筑材料行业迅速发展，施工机械化水平不断提高，消费者对建材的环保要求也越来越高，带动了非离子型纤维素醚在建材领域的需求量。十三五期间，我国加快了城镇棚户区和危房改造，加强了城市基础设施建设，包括加快推进集中成片棚户区和城中村改造，有序推进旧住宅小区综合整治、危旧住房和非成套住房改造，棚户区改造政策覆盖全国重点镇；加快城市供水设施改造与建设；加强市政管网等地下基础设施改造与建设等。这些房地产和基础设施的建设，有力地拉动了建材级纤维素醚的市场增长。

图表22 我国房地产投资基本保持稳健增长（万亿元）



资料来源：统计局、平安证券研究所

在医药领域，非离子纤维素醚是重要的药用辅料，可用于药物的缓控释制剂、植物胶囊、片剂包衣、助悬剂、片剂粘合剂、片剂崩解剂等应用场景。

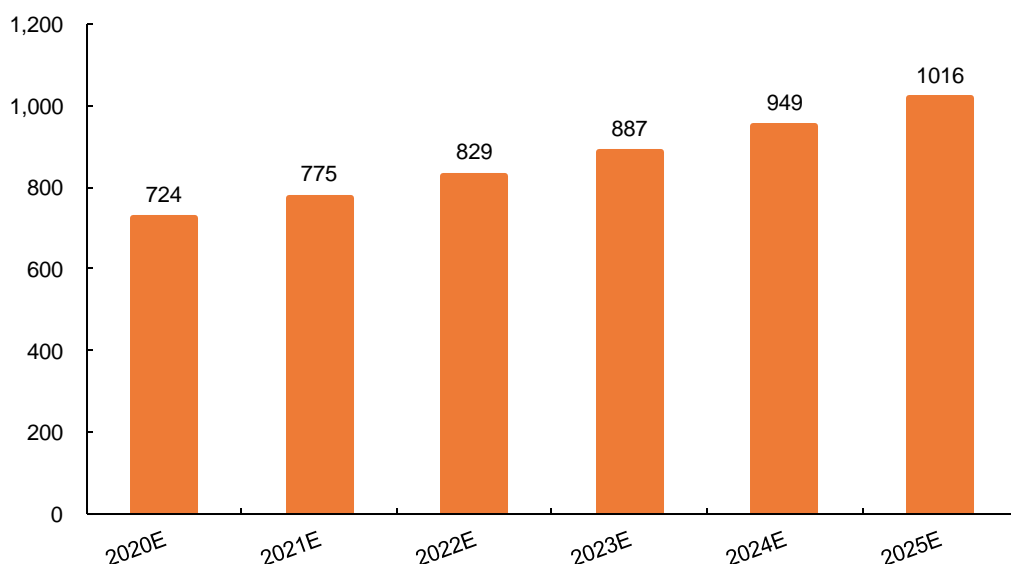
图表23 非离子纤维素醚在医药行业的应用

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，用于引起粉末颗粒黏合	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：公司公告、平安证券研究所

国外药用辅料占整个药品制剂产值的 5%~10%，全球药用辅料市场主要分布在欧洲与北美洲。我国药用辅料市场起步晚、总体规模不大，但是增长速度较快。根据前瞻产业研究院的统计，我国 2012-2018 年药用辅料市场规模复合年增长率约 6.4%，初步估计 2019 年药用辅料市场规模约 673 亿元。预计 2020-2025 年我国药用辅料规模将保持 7%左右的年增长率，预计 2025 年，我国药用辅料规模将突破 1000 亿元，作为药用辅料之一的纤维素醚预计也将随之获得较为可观的增长空间。

图表24 我国药用辅料市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂，可用作食品增稠剂、稳定剂和保湿剂，起到增稠、保水、改善口感等作用，在发达国家得到普遍应用，主要用于烘焙食品、胶原蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类及其他蛋白质产品、油炸食品等。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许 HPMC 和离子型纤维素醚 CMC 作为食品添加剂使用。

图表25 非离子纤维素醚在食品行业的应用

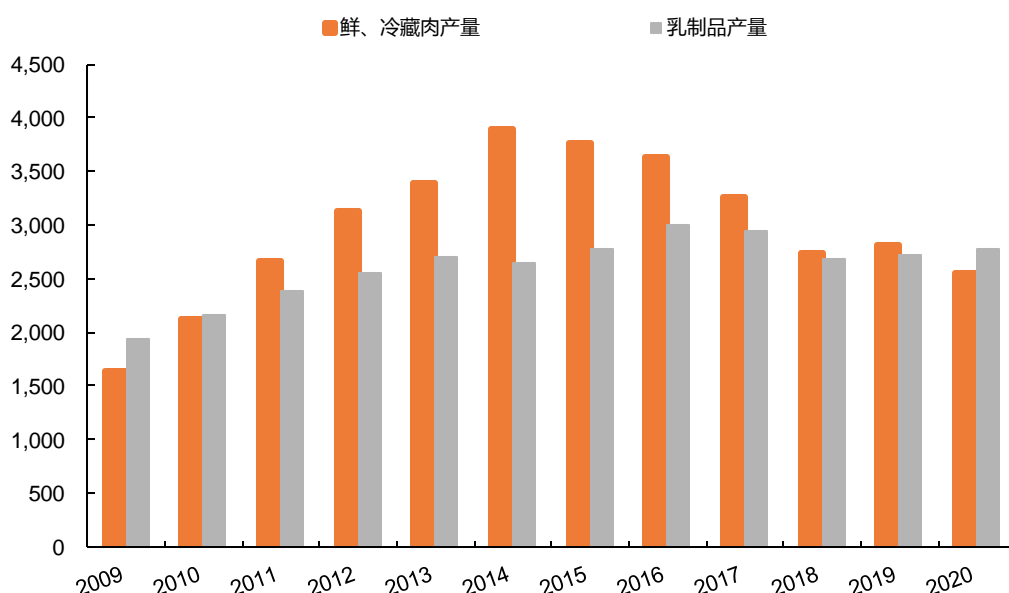
应用	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成
	内馅	增稠；抑制食品水分流失；避免露馅
调味料添加剂	烤肉酱	增稠；增加酱料的粘性、味道持久度
	沙拉酱	帮助增稠及塑型
饮料添加剂	酒精饮料	非离子型产品，它能与饮料相容
	果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失
	煎饼威化饼	更松脆，并使其表面纹理及色泽更均匀
挤压食品添加剂	方便面饼干	优越的粘合性改善面粉产品的强度、弹性和口感
	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

我国的食品级纤维素醚在食品生产中的使用比例较低。主要原因是，国内消费者对纤维素醚作为食

品添加剂功能认识的起步较晚,在国内市场仍处于应用推广阶段,加上食品级纤维素醚的售价较高,纤维素醚在我国的生产使用领域较少。但人均收入水平的提升,国内食品行业规模长期看预计将保持稳健增长,再者随着人们对健康食品认识的提高,纤维素醚作为一种健康添加剂的渗透率将逐步提升,国内食品行业对纤维素醚的消费量有望进一步增长。

图表26 部分食品行业的产量增长情况(万吨)



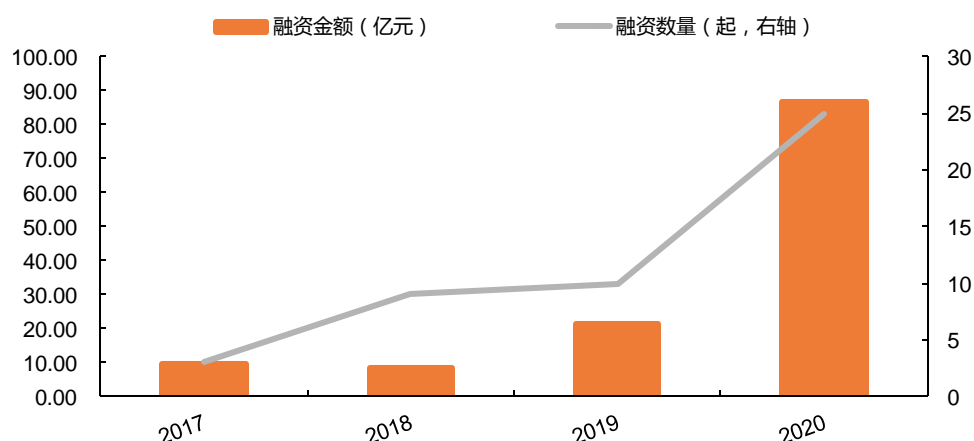
资料来源: Wind、平安证券研究所

2.4 公司进入人造肉行业,有望建立新的业绩增长点

2019年5月,人造肉第一股“Beyond Meat公司”在纳斯达克上市的首日股价暴涨163%后,“人造肉”逐渐映入国内食品与餐饮行业巨头的眼帘,纷纷加快步伐推出新产品瓜分这片蓝海。2019年9月,珍肉与双塔食品合作共同推出首款人造肉月饼;2019年10月,金子火腿与杜邦营养与生物科技合作推出国内第二款植物肉饼。人造汉堡、人造肉零食、人造肉意大利番茄肉酱面、植物肉披萨、植培黄金鸡块等也相继在诞生。全球大豆蛋白、豌豆蛋白加工近50%的产能在中国,主要以山东、河南地区为主,因此Beyond Meat也在浙江嘉兴开建了全球最大植物肉生产基地。

同时,人造肉行业也倍受资本市场的追捧,成为全球最热门的行业之一。根据IT桔子公布的数据显示,截至2020年11月6日,全球人造肉行业共发生24起投融资事件,融资金额达86.5亿元。

图表27 人造肉行业融资金额和融资数量



资料来源：IT 桔子、平安证券研究所

根据人造肉的概念及制造工艺，人造肉可以分为植物肉和培养肉两大类。植物肉是以植物蛋白、氨基酸和脂肪为基础，添加由酵母合成的植物性血红蛋白而制成的人造肉。培养肉是从动物体内分离、提取出少量干细胞，在营养液中进行培养，最终生长分化成为的人造肉。

图表28 人造肉的工艺流程



资料来源：香港特别行政区事务安全中心、平安证券研究所

- 植物人造肉以豌豆、大豆等植物为原料，从中分离出植物蛋白和纤维，再以加热、压力变化和冷冻等方式，将蛋白质编织成纤维状结构，最后加入水、脂类、香精、色素、微量矿物质和维生素等配料做成具有鲜肉味道和营养价值的素肉。
- 培养人造肉利用从动物分离出来的全能干细胞或成肌细胞，在营养液中进行培养，从而形成类似于肌肉的组织，最后对其进行商品化加工和重塑成型处理形成符合大众口味的人造肉制品。目前市场上成熟的制造技术是植物肉，其代表公司有 Beyond Meat 和 Impossible Foods，这两家公司 1 磅人造肉的价格都在 12 美元左右。培养肉的代表公司包括 Memphis Meat 和 Mosa Meat 等，2017 年 Memphis Meat 生产一磅培育肉的成本是 9000 美元。所以目前培养肉仍处于实验室研究阶段，无法实现大规模商业化生产。

肉类中富含蛋白质、脂肪、矿物质和维生素等营养成分。人类所需的优质蛋白质、铁及维生素 B12 主要从肉类中获取。目前，通过相应技术部分人造肉已经基本具备了人类所需从肉类中获取的营养物质。并且肉类食品饱和脂肪、反式脂肪和胆固醇含量高的问题，也在人造肉中被成功规避，同时人造肉也不含普通肉类中可能发现的兽药残留，因此虽然目前人造肉在口感上还无法媲美普通肉类，但其也具有普通肉所没有的先天优势。

图表29 天然肉和人造肉的营养成分区别

	蛋白质 (g)	胆固醇 (毫克)	热量 (大卡)	脂肪 (g)	抗生素
人造肉	14.1	0	93	5	0
普通牛肉	14.8	55	288	102	微量

资料来源：星期零、平安证券研究所

人造肉还能够减少对资源的浪费和对环境的污染，0.25 磅人造肉只消耗 6.1MJ 能源、0.3 平米土地和 1.1 升水，只排放 0.4 公斤温室气体，远低于常规的肉类所消耗的资源 and 排放的温室气体。

图表30 人造肉与普通牛肉的全产业链资源消耗对比 (1/4 磅肉)

		Beyond Meat	普通牛肉
温室气体排放	kg CO2	0.4	3.7
能源消耗	MJ	6.1	11.4
土地占用	平米	0.3	3.8
水消耗	升	1.1	218.4

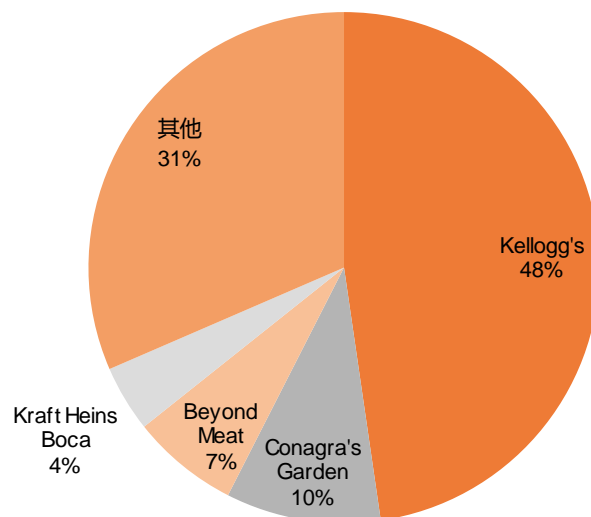
资料来源：CNKI、平安证券研究所

人造肉跟传统肉类相比，具有明显的优势（比如可根据人体需要设计营养配比；节约资源，减少温室气体排放；不受天然环境的限制，肉类生产效率大为提升；不含兽药和动物病毒残留等），但目前主要的问题之一是消费者对于人造肉的接收程度，而接收程度又受到口感、成本、烹饪方式甚至文化等方面的因素影响。

目前欧美地区是主要的人造肉市场，根据 Research and Markets 公布的数据显示，2019 年欧洲植物肉市场规模占全球的比重达 39%，美国的植物肉市场规模占全球的比重约为 20%，而我国的人造肉市场还刚刚起步。

根据 IRR 公布的数据显示，目前，在全球肉类替代品市场中，Kellogg's 占据了 47.7% 的市场份额，Conagra's 的市场份额仅次于 Kellogg's，占比为 9.8%，人造肉生产企业 Beyond Meat 的市场份额位居全球第三，为 6.8%。

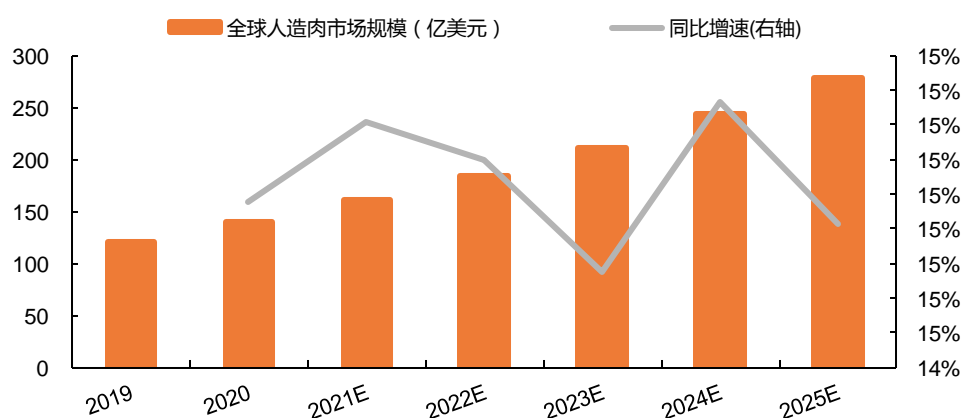
图表31 全球肉类替代品市场份额



资料来源: IRR、平安证券研究所

自 2019 年起,人造肉特别是植物肉在技术和市场的双重推动下快速发展,随着人造肉在消费者中接受度的提高、人造肉技术的突破以及大规模生产带来的人造肉生产成本的持续下降,全球人造肉市场规模将逐渐扩大,市场前景广阔,据 Markets and Markets 预测,2019 年全球植物性人造肉的市场规模约为 121 亿美元,预计每年将以 15.0% 的复合增长率增长,到 2025 年将达到 279 亿美元。

图表32 人造肉的市场规模



资料来源: Markets and Markets、平安证券研究所

纤维素醚是人造肉的原料之一,2020 年 11 月 12 日公司发布公告称,拟与合作方高起在上海共同投资设立米特加(上海)食品科技有限公司(“米特加”)。公司方面表示,要加快推进食品级纤维素醚在植物蛋白人造肉领域的应用。通过参股子公司的设立与运营,米特加公司将自主研发、生产并销售人造肉相关产品,助力公司纤维素醚产业链的延伸与布局,促进公司未来在食品领域可持续发展。

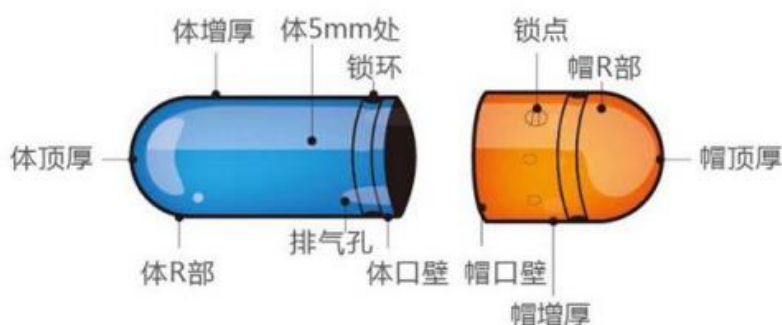
三、植物胶囊：公司成长为全球龙头

3.1 药用胶囊市场快速增长

胶囊既具有保护药物药性不被破坏的作用，也具有保护呼吸道和消化器官不受刺激等优点，在医药行业得到广泛应用。

根据药物在体内释放的地方划分，也可以把胶囊分为胃溶型和肠溶型。胃溶型就是在胃内释放胶囊中包裹的药物，而肠溶型是在囊壳中加入特殊的药用高分子材料或经特殊处理，使其在胃液中不溶解，仅在肠液中溶化而释放出药物活性成分。从胶囊的大小来区分，胃溶型胶囊有 000 号、00 号、0 号、1 号、2 号、3 号、4 号、5 号几种，而肠溶型胶囊则有 0 号、1 号、2 号几种。

图表33 胶囊的基本结构



资料来源：公司官网、平安证券研究所

随着人口老龄化加速，以及医保补贴的全面实行，国内对胶囊剂药品需求的不断增长，药用空心胶囊行业也获得了长足的发展，2018 年我国国内药用空心胶囊产量约为 5121 亿粒，同期进口数量约为 1.9 亿粒，出口数量为 312 亿粒，国内市场需求总量约为 4810 亿粒。2019 年国内药用空心胶囊产量约为 5500 亿粒，同期出口量为 500 亿粒。2011-2019 年我国药用空心胶囊的产量年均复合增速为 9.4%，表观需求量年均复合增速为 8.9%，出口量年均复合增速为 15.8%，产量和需求量显著高于 GDP 增速，且我国日益成为国际胶囊市场的重要供应国。

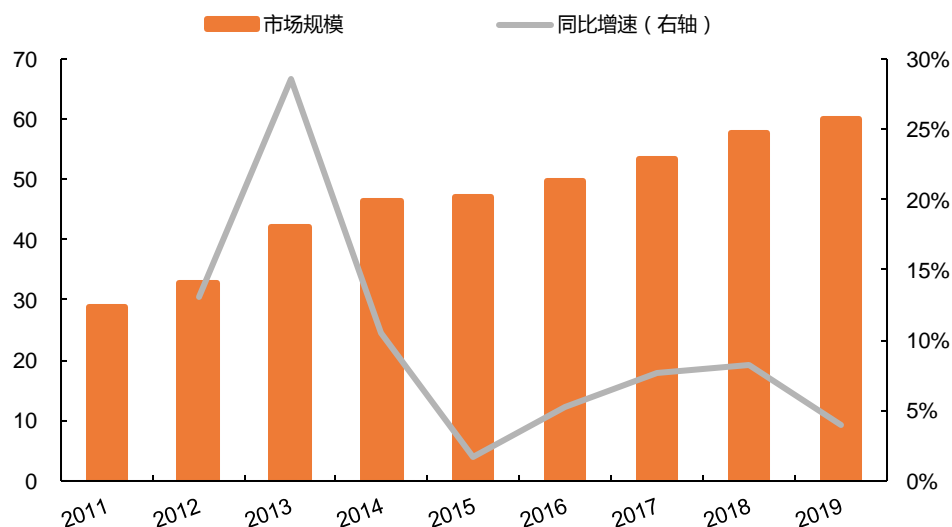
图表34 2011-2019 年我国药用空心胶囊供需平衡统计表（亿粒）

	产量	进口	出口	需求
2011	2674	0.8	155	2520
2012	2886	1.9	161	2727
2013	3188	1.4	176	3013
2014	3537	0.6	193	3345
2015	3984	0.8	223	3763
2016	4384	1.1	246	4139
2017	4715	1.2	263	4453
2018	5121	1.9	312	4810
2019	5500	-	500	5000

资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

从市场规模的角度，我国药用空心胶囊市场规模也逐年攀升，从 2011 年的 28.88 亿元增至 2019 年的 60 亿元，年均复合增速为 9.6%。

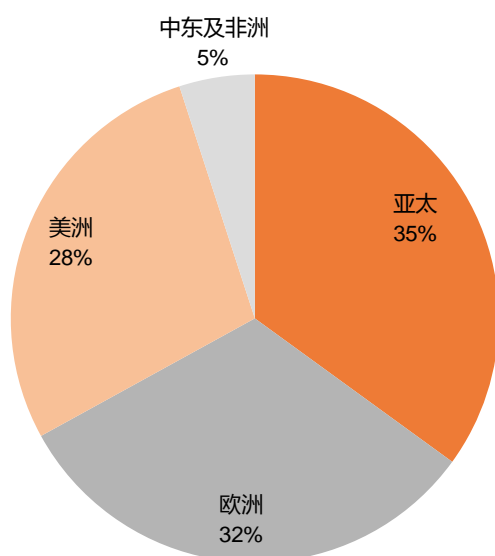
图表35 我国药用空心胶囊市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

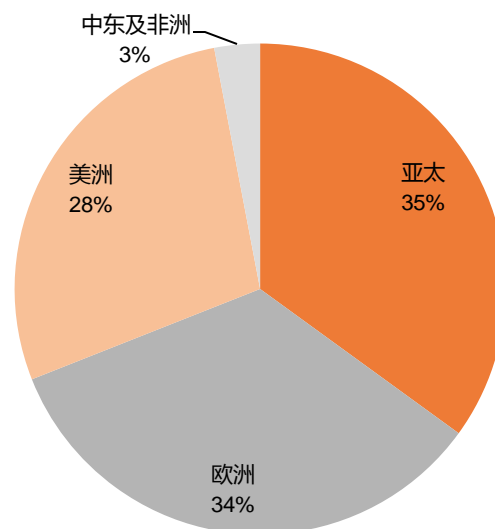
全球范围内，药用空心胶囊的需求和产能呈现较好的匹配关系。据统计，全球药用空心胶囊的生产、销售需求主要分布在亚太、欧洲、美洲地区。其中，亚太地区拥有全球最大的空心胶囊产能和消费需求，份额约占 35%；欧洲地区与亚太地区持平，集中了全球 34%的产能和 32%的需求；美洲地区次之，产能和需求量均约为 28%。

图表36 药用空心胶囊需求分布



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表37 药用空心胶囊产能分布



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

3.2 植物胶囊因其固有优势需求增速快于明胶胶囊

胶囊根据原材料的不同，有植物胶囊和明胶胶囊之分。明胶胶囊主要成分是药用明胶，是由动物皮骨中的胶原蛋白为主要原料加工而成。植物胶囊原料为植物来源，如 HPMC、普鲁兰和淀粉等。两者在原料、储存环境、生产过程等都有一定的区别。

根据植物来源不同来划分，植物胶囊可分为淀粉胶囊、羟丙基甲基纤维素胶囊、海藻胶囊三大类。其中，淀粉胶囊以木薯、玉米、土豆等植物淀粉为主要原料；羟丙基甲基纤维素胶囊以棉花、树皮等为主要原料；海藻胶囊以海带、马尾草、红藻等为主要原料。相较来说，淀粉胶囊原材料来源更为广泛，但其生产工艺较为复杂，未来发展中需要不断改进生产技术。

图表 38 植物胶囊和明胶胶囊优劣势对比

项目	明胶胶囊	植物胶囊
原料来源	动物皮骨中的胶原蛋白	HPMC、淀粉、海藻等植物来源
生产过程	生产工艺较为成熟，生产成本较低	生产工艺较为复杂外，其生产成本也较高
病毒/重金属风险	存在动物疾病（如疯牛病）和重金属风险，国内曾发生过工业明胶生产药用胶囊的“毒胶囊”事件。	规避动物源性疾病风险；规避劣质原材料所存在的重金属污染风险
抑菌作用	动物明胶容易滋生细菌，胶囊生产过程需要添加防腐剂 and 抑菌剂等，且成品包装前还需要选用环氧乙烷方式灭菌。	原料本身为植物纤维，不易滋生细菌，而且还有抑菌作用。植物胶囊生产过程不需加入任何防腐剂，无需灭菌处理
含水量	含水量较高，吸湿性比植物胶囊强	低含水量，不易和内容物发生反应，适用于吸湿性强和对水分敏感的药物，特别适用于抗生消炎药品、中药及高档保健品等各类产品。
交联反应	胶原蛋白容易与氨基酸、含醛基的药物发生交联反应，影响药物的消化吸收效果。	无交联反应的风险，羟丙甲纤维素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	明胶胶囊则易在高湿条件下胶囊粘连，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。	羟丙甲纤维素空心胶囊稳定性好，产品对储运、环境、地域要求没有明胶空心胶囊苛刻。
宗教禁忌	无法规避部分有宗教禁忌的人群和素食主义者	适合部分宗教禁忌人群和素食主义者使用

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

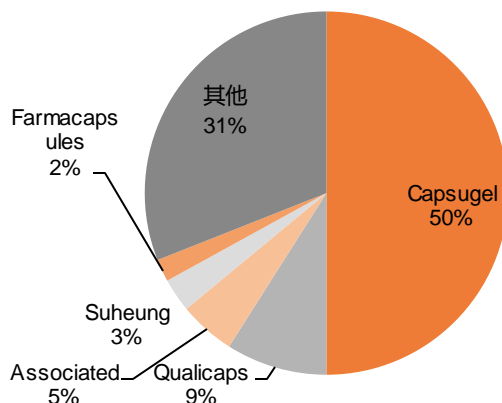
相较于发展成熟的明胶胶囊，植物胶囊除生产工艺较为复杂外，其生产成本也较高，因此其产品价格较高，在国内市场中的占有率极低，现阶段传统胶囊药物占据 90%以上，而植物胶囊药物仅占 5%~10%。

但在全球市场中植物胶囊年均增速达到 25%，发展潜力巨大。虽然植物胶囊不可能取代传统的明胶空心胶囊的主导地位，但植物胶囊在我国中药制剂和生物制剂及功能食品方面有明显的竞争优势，具备适用性广、无交联反应风险、稳定性高、不吸湿等优势。随着人们对植物胶囊的了解，以及国内外公众用药观念的转变，会使植物胶囊的市场需求迅速增长。

3.3 公司成长为全球植物胶囊生产龙头

从全球范围来看，植物空心胶囊的生产相对集中，规模最大的 5 家生产企业的市场占有率（以销售金额计）合计近 70%。这 5 家企业分别为 Capsugel、Qualicaps、Associated、Suheung 和 Farmacapsules。

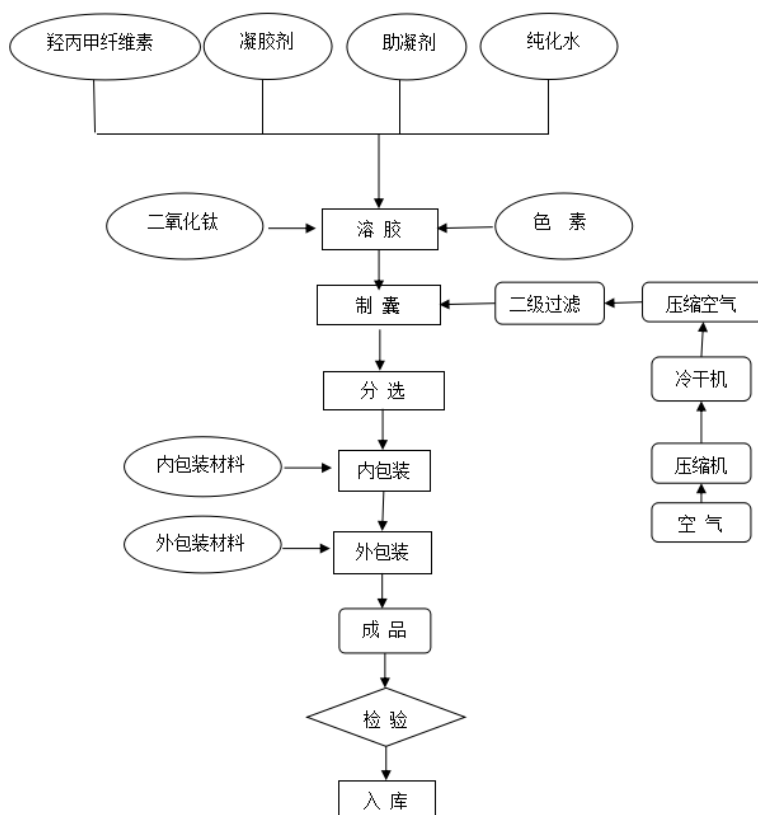
图表39 全球植物胶囊市场份额



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

公司胶囊业务的主要产品是羟丙甲纤维素（HPMC）空心胶囊，自从 1994 年美国辉瑞公司旗下 Capsugel 公司率先在美国上市羟丙甲纤维素空心胶囊，羟丙甲纤维素空心胶囊以其优异的产品性能及安全性迅速得到国内外市场的青睐和认可。医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料之一，占 HPMC 植物胶囊生产原料的 90% 以上，而公司是亚洲最大的 HPMC 生产商，因此公司发挥原料方面的优势，于 2014 年成立山东赫达希胶囊有限公司进入了纤维素醚的下游植物胶囊行业。

图表40 公司植物胶囊的生产流程

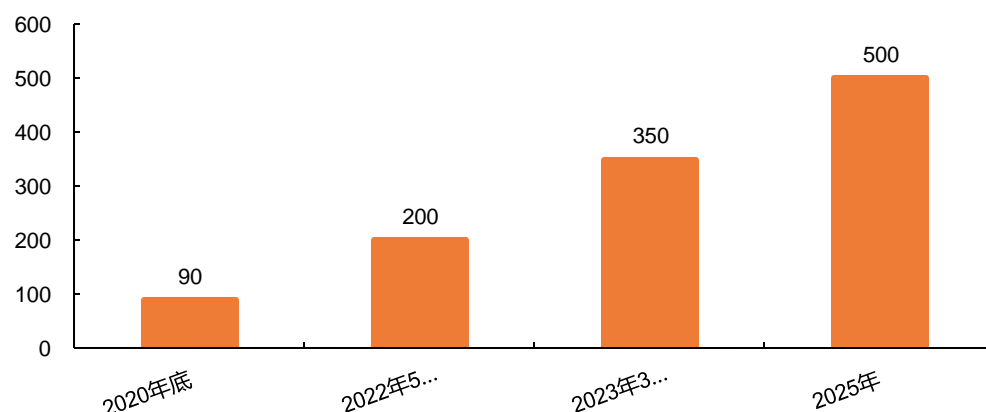


资料来源：公司公告、平安证券研究所

截止 2020 年底公司现有羟丙甲植物胶囊产能 90 亿粒/年。目前公司将植物胶囊业务作为未来发展战

略的重中之重，不断进行胶囊的技改和新建项目，预计公司胶囊产能 2022 年 5 月预计达到 200 亿粒胶囊；2023 年 3 月底前预计达到 350 亿粒胶囊。根据公司五年规划，2025 年胶囊产能达到 500 亿粒，大概率成为全球前三的植物胶囊生产商。胶囊业务预计将成为公司发展最快的业务。

图表41 公司植物胶囊产能规划



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、盈利预测和投资建议

核心假设：1) 公司高青 41000 吨纤维素醚项目进展顺利，按计划投产；2) 公司植物胶囊产能稳步增长，按照规划 2022 年 5 月、2023 年 3 月和 2025 年分别达到 200 亿粒、350 亿粒和 500 亿粒；3) 其他业务包括福川化工、石墨设备等根据公司相关的规划保持稳健增长，具体增速见下表；4) 产品价格和毛利率基本保持稳定。

基于以上的假设，我们预计 2021-2023 年，纤维素醚业务营收增长率分别为 30.17%、30.17%、30.17%；植物胶囊业务营收增长率分别为 100%、50%、18.52%；石墨设备业务的营收增长率分别为 14.29%、12.50%、11.11%；福川化工营收增长率分别是 14.87%、14.87%、14.87%；其他业务营收增长率分别为 9.80%、8.93%和 8.20%。公司总营收增长率分别为 37.91%、32.18%和 25.30%，营业收入分别为 18.05、23.86、29.90 亿元，毛利率分别为 38.67%、39.52%、39.17%，公司各项业务增速及毛利率假设如下表所示。

图表42 公司营收和盈利预测表 (百万元)

		2020	2021	2022	2023
纤维素醚	营收	899	1170	1523	1983
	成本	605	788	1025	1335
	毛利	294	383	498	649
	毛利率	32.70%	32.70%	32.70%	32.70%
植物胶囊	营收	196	392	588	697
	成本	77	154	231	274
	毛利	119	238	357	423
	毛利率	60.71%	60.71%	60.71%	60.71%
石墨产品	营收	35	40	45	50
	成本	22	25	28	31

福川化工	毛利	13	15	17	19
	毛利率	37.14%	37.14%	37.14%	37.14%
	营收	128	147	169	194
	成本	84	96	111	127
	毛利	44	51	58	67
其他业务	毛利率	34.38%	34.38%	34.38%	34.38%
	营收	51	56	61	66
	成本	40	44	48	52
	毛利	11	12	13	14
	毛利率	21.57%	21.57%	21.57%	21.57%
合计	营收	1309	1805	2386	2990
	成本	828	1107	1443	1819
	毛利	481	698	943	1171
	毛利率	36.75%	38.67%	39.52%	39.17%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

预计公司 2021-2023 年的归母净利分别是 3.82、5.15、6.42 亿元，对应的 EPS 分别为 1.12、1.51、1.88 元，对应的 PE 分别为 41.8、31.0、24.9 倍。

我们看好公司的长远发展潜力和投资潜力，理由如下：1) 公司主要业务为建材级、食品级和医药级纤维素醚，随着上述下游行业的发展，对纤维素醚的需求将保持稳健的增长。2) 公司发挥原材料优势，近年来加大对纤维素醚下游产品植物胶囊的投资，根据相关规划公司植物胶囊产能 2025 年将达到 500 亿粒，植物胶囊正成为公司业务的最快的增长点。3) 纤维素醚和植物胶囊技术壁垒高，公司在该行业技术和市场积累雄厚，建立了行业领先地位。4) 公司于 2020 年合资成立了人造肉公司，向下游进军人造肉领域，人造肉行业目前刚刚兴起，参考欧美市场，预计未来该市场增速十分可观，公司提前布局有望建立先发优势，人造肉板块有望成为公司远期的业绩增长点。

公司从行业分类上属于精细化工板块，该板块的动态 PE 目前大约为 32 倍，同时公司植物胶囊业务属于药用辅料板块，该板块目前的动态 PE 大约为 51 倍，整体考虑我们给与公司 40 倍的 PE，按照 2022 年 5.15 亿的归母净利预测，市值大约是 206 亿，对比当前市值大约有 29% 的增长空间。

五、风险提示

1. 需求下滑：公司的产品主要应用于建材、食品和医疗行业，这些行业的增速下滑将导致纤维素醚和植物胶囊等产品的市场需求下滑。
2. 竞争加剧：公司是全球重要的纤维素醚和植物胶囊生产商，如果竞争者陶氏化学和日本信越等大规模扩产，将影响产品的价格和行业的毛利率。
3. 人造肉推广不及预期：公司目前投资设立人造肉公司，人造肉目前在中国处于起步阶段，未来面对一定的不确定性，如果消费者接受度低，将影响公司的投资回报和业绩。
4. 环保风险：安全环保是化工企业的首要目标，如果发生环保限产或者安全事故，将影响公司的产销和盈利。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	673	985	1087	1547
现金	223	248	328	480
应收票据及应收账款	223	373	415	572
其他应收款	1	2	2	2
预付账款	13	24	25	37
存货	110	235	215	353
其他流动资产	103	103	103	103
非流动资产	1016	1327	1668	1975
长期投资	26	54	83	113
固定资产	674	926	1203	1469
无形资产	128	135	139	146
其他非流动资产	189	213	242	248
资产总计	1690	2312	2755	3522
流动负债	393	610	560	731
短期借款	85	163	104	85
应付票据及应付账款	153	273	282	417
其他流动负债	155	174	174	229
非流动负债	93	109	125	128
长期借款	54	70	85	89
其他非流动负债	39	39	39	39
负债合计	486	718	685	860
少数股东权益	0	8	22	36
股本	201	341	341	341
资本公积	246	105	105	105
留存收益	770	1082	1476	1978
归属母公司股东权益	1203	1586	2049	2627
负债和股东权益	1690	2312	2755	3522

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	387	346	617	673
净利润	255	391	528	656
折旧摊销	86	81	114	152
财务费用	21	5	4	1
投资损失	-8	-5	-6	-6
营运资金变动	29	-124	-20	-125
其他经营现金流	4	-2	-3	-4
投资活动现金流	-311	-384	-447	-449
资本支出	239	282	312	278
长期投资	-80	-29	-29	-29
其他投资现金流	-152	-131	-164	-201
筹资活动现金流	-51	-14	-31	-54
短期借款	7	0	0	0
长期借款	-80	16	16	4
普通股增加	11	141	0	0
资本公积增加	89	-141	0	0
其他筹资现金流	-78	-30	-47	-57
现金净增加额	19	-53	139	170

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1309	1805	2386	2990
营业成本	828	1107	1443	1819
营业税金及附加	13	17	21	28
营业费用	20	56	69	82
管理费用	83	112	156	199
研发费用	59	67	97	122
财务费用	21	5	4	1
资产减值损失	-7	0	0	0
其他收益	6	0	0	0
公允价值变动收益	8	2	3	4
投资净收益	8	5	6	6
资产处置收益	-4	0	0	0
营业利润	295	449	605	750
营业外收入	3	1	1	2
营业外支出	4	3	3	4
利润总额	294	447	603	748
所得税	39	56	75	92
净利润	255	391	528	656
少数股东损益	2	8	13	14
归属母公司净利润	252	382	515	642
EBITDA	382	531	719	896
EPS (元)	0.74	1.12	1.51	1.88

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	17.6	37.9	32.2	25.3
营业利润(%)	58.2	52.4	34.8	23.9
归属于母公司净利润(%)	60.0	51.5	34.6	24.7
获利能力				
毛利率(%)	36.8	38.7	39.5	39.2
净利率(%)	19.3	21.2	21.6	21.5
ROE(%)	21.2	24.5	25.5	24.6
ROIC(%)	18.0	21.0	23.0	22.7
偿债能力				
资产负债率(%)	28.8	31.1	24.8	24.4
净负债比率(%)	-0.3	2.6	-3.6	-8.8
流动比率	1.7	1.6	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.0	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.12	1.51	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.01	1.81	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.53	4.64	6.00	7.69
估值比率				
P/E	63.3	41.8	31.0	24.9
P/B	13.3	10.1	7.8	6.1
EV/EBITDA	41.8	30.2	22.1	17.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023
号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033