

山东赫达 (002810.SZ)

积极应对挑战，公司将继续砥砺前行

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年实现营收 19.57 亿元，同比增长 25.72%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 0.65%，其中四季度实现营收 5.21 亿元，同比增长 38.01%，归母净利润 2359 万元，同比增长 353.08%。2025 年一季度公司实现营收 4.67 亿元，同比增长 7.25%，归母净利润 4517 万元，同比下降 15.73%，扣非后归母净利润 4045 万元，同比下降 21.05%。

□ 2024 年公司砥砺前行。2024 年，面对复杂多变的内外部环境，公司积极应对挑战，在生产经营、运营管理和战略发展等方面取得了阶段性成果：生产经营方面：两大主营产品纤维素醚、胶囊销量均同比上涨，医药级纤维素醚产销双双创纪录。全年公司实现营业收入 19.57 亿元，同比增加 25.72%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.22 亿元，同比增加 0.65%。2024 年公司与全球化学品分销领导者 IMCD 正式签署独家代理协议，持续深化全球布局，国际化进程实现新进展。2025 年，面对更为复杂的内外部环境，公司苦练内功，定下严格的经营目标，将扎实做好安全、环保、质量等基础工作，持续推进销量提升，提升市占率，继续降本增效，坚持创新，技术驱动，应对双反，在美国建厂。

□ 进一步拓展美洲市场，完善公司全球化布局。为进一步拓展美国及周边市场，公司拟在美国投资建设 200 亿粒/年植物胶囊项目，该项目的投资建设可显著增强公司产品在美国及其周边市场的市占率和议价能力，使公司得以应对多变的国际贸易形势。本项目计划投资金额不超过人民币 5 亿元，项目资金通过自有资金或外部融资方式筹集，总规划建设工期约 20 个月，计划 2026 年全部投产。全球植物胶囊产业快速发展，美国作为全球最大的植物胶囊消费国，其加征关税和反倾销行为将导致市场竞争格局出现较大变化，本次对美投资项目的实施，符合行业发展趋势，能够助力公司进一步拓展美国及周边市场，有利于完善公司全球化产业布局，提升公司国际化业务规模，增强公司的综合竞争力，是公司实现全球化可持续性发展战略的必要举措。

□ 下调到“增持”投资评级。由于美国加税有一定影响，暂时下调评级到增持，公司已在美国准备建厂，投产后关税将不再影响，而且会加强公司竞争力，扩大市场份额。预计公司 2025-2027 年收入分别为 23.25 亿元、24.88 亿元和 27.24 亿元，归母净利润分别为 2.29 亿元、2.83 亿元和 3.52 亿元，EPS 分别为 0.66 元、0.81 元和 1.01 元。当前股价对应 PE 分别为 17.6 倍、14.2 倍和 11.4 倍。

□ 风险提示：原材料价格波动风险，市场竞争风险，宏观经济风险、国际贸易风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1556	1957	2325	2488	2724
同比增长	-10%	26%	19%	7%	9%
营业利润(百万元)	260	257	266	330	412
同比增长	-37%	-1%	3%	24%	25%
归母净利润(百万元)	220	222	229	283	352

增持(下调)

周期/化工

目标估值: NA

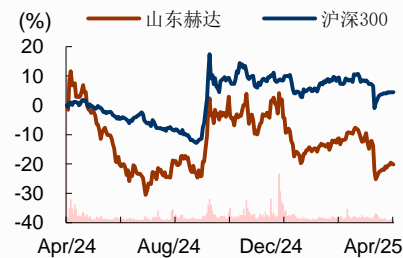
当前股价: 11.54 元

基础数据

总股本(百万股)	348
已上市流通股(百万股)	320
总市值(十亿元)	4.0
流通市值(十亿元)	3.7
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	44.9%
主要股东	毕心德
主要股东持股比例	26.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-17	-14
相对表现	-5	-13	-21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《山东赫达(002810)——在美投资建厂，完善公司全球化产业布局》2024-12-17
- 《山东赫达(002810)——三季度业绩同比转正》2024-10-29
- 《山东赫达(002810)——股权激励深度绑定核心团队，共享公司发展果实》2024-09-29

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

同比增长	-38%	1%	3%	24%	24%
每股收益(元)	0.63	0.64	0.66	0.81	1.01
PE	18.2	18.1	17.6	14.2	11.4
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 纤维素醚行业情况	4
1、 HPMC 使用场景	4
2、 HPMC 行业发展趋势	4
(1) 建材级纤维素醚	4
(2) 医药级纤维素醚	5
(2) 食品级纤维素醚	6
二、 植物胶囊	7
三、 公司核心竞争力	8
1、 纤维素醚竞争优势	8
2、 植物胶囊竞争优势	11
四、 盈利预测	12
五、 风险提示	13
1、 市场竞争风险	13
2、 宏观经济风险	13
3、 原材料价格波动风险	14
4、 国际贸易风险	14

图表目录

图 1: 纤维素醚	4
图 2: 山东赫达历史 PEBand	14
图 3: 山东赫达历史 PBBand	14
表 1: 公司各产品收入预测	12
附: 财务预测表	15

一、纤维素醚行业情况

纤维素醚具有“工业味精”之美誉，具有增稠性、水溶性、悬浮或乳胶稳定性、保护胶体、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 1: 纤维素醚



资料来源：公司 2024 年年报、招商证券

1、HPMC 使用场景

根据产品应用领域的不同，HPMC 纤维素醚可以分为建材级（市场亦称之为“工业级”）、医药级、食品级和日化级等。建材级纤维素醚具有增稠、保水和缓凝的优良特性，被广泛应用于水泥，石膏等为胶凝材料的干粉建筑砂浆产品体系，包括瓷砖胶、水泥基抹灰、石膏基抹灰、保温等新型特种建筑材料中，也被应用水性涂料产品等建筑材料中。医药级纤维素醚是一种优质药用辅料，在药品片剂包衣、缓控释制剂、植物胶囊等药用辅料中具有广泛应用。食品级纤维素醚作为一种食品安全添加剂，被应用在烘焙食品、纤维素肠衣、植脂奶油、酱料与肉类等食品中，发挥增稠、保水和改善口感等作用。与建材级纤维素醚相比，医药级和食品级纤维素醚的生产技术与附加值更高，价格水平也更高。此外，根据电离性特征，纤维素醚还可以分为非离子型纤维素醚、离子型纤维素醚。由于非离子型纤维素醚在高温、不同 pH 值、不同浓度的金属离子的使用环境中所表现出来的理化特征与离子型纤维素醚相比更为稳定，因此应用范围更为广泛。

2、HPMC 行业发展趋势

(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，因其增稠、保水、缓凝等优良特性，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、环保以及其他功能性要求，提高建筑、装饰的施工效率。建材级纤维素醚具有使用范围广、市场需求量大、客户分散等特点。

我国城镇化率水平仍有提升空间，推动建筑行业健康发展。根据国家统计局公布的数据显示，我国城镇化率近十年来保持稳定增长。2024 年末，我国常住人口城镇化率为 67.00%，比 2023 年末提高 0.84 个百分点，远超 2010 年末的 49.95%，但仍低于发达国家城镇化率近 80% 的水平。城镇化已成为我国未来经济发展新的巨大“引擎”，为我国大规模工程建设提供了广阔的市场空间。尤其是在着力培育发展现代化都市圈、实施新型城镇化、区域协调发展等国家重要战略的背景下，我国城镇化进程已经迈入新阶段，新增城镇人口也将带来工程建设领域的更多需求，为建筑业企业高质量发展产生良好的积极效应。

装配式建筑是指在工厂预制构件和配件等运输到建筑施工现场，通过可靠的连接方式在现场装配安装而成的建筑。与传统的现浇施工相比，装配式建筑的施工现场不需要大量的人力物力，多数建筑部件、构件在生产车间完成，减少了建材的损耗和建筑垃圾的产生，降低整个建筑生命周期内的碳排放，是最契合“碳中和”理念的建造方式，符合国家绿色发展和可持续发展理念，是国家在建筑领域的重要发展方向。

使用预拌砂浆而非现场拌合砂浆已成为建筑工程行业降低 PM2.5 排放的重要手段之一。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同时带动建材级纤维素醚的需求增长。瓷砖胶替代水泥砂浆也将带来建材级纤维素醚需求提升。2021 年 12 月 14 日，住建部发布公告禁止“饰面砖水泥砂浆粘贴工艺”。纤维素醚的下游——瓷砖胶等粘结剂作为水泥砂浆的替代，具有粘结强度高、不易老化脱落的优点，但由于使用成本较高，普及率较低。水泥拌砂浆工艺被禁止背景下，预计瓷砖胶等粘结剂使用普及将带来建材级纤维素醚有望需求提升。

（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，被广泛应用于植物胶囊、缓控释制剂、片剂包衣、助悬剂等领域。其中，用于医药缓控释制剂专用的纤维素醚（尤其是用于控释制剂的纤维素醚），是目前技术难度最大、附加值最高的纤维素醚产品之一。HPMC、MC、HPC、EC 等纤维素醚产品在 2020 版《中国药典》和《美国药典 35》中均有所收录。

药用辅料，是指为使药物制成适宜剂型而加入的其他所有物料的总称，是药物制剂的基础材料和重要组成部分，是保证药物制剂生产和发展的物质基础，在制剂剂型和生产中起着关键的作用。从药物制剂的组成成分来讲，药用辅料占比通常在 50% 以上。一方面，随着人口老龄化的加剧，医疗需求将持续增加，尤其是老年人群体对健康管理、慢性病治疗和长期护理等需求的大幅提升。根据国家统计局数据，2023 年中国 65 岁及以上人口已占总人口的 14.8%，预计到 2050 年，这一比例将达到 38.6%。在药品供应多样化和用药需求不断增长的推动下，中国医药市场发展带动药用辅料市场呈现稳步上升趋势。

医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料，制成的 HPMC 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，需求集中在经济发展水平高、保健品市场成熟的美国、欧洲、日本等发达国家。全球保健品行业目前呈现稳定增长的发展趋势，据 Euromonitor 的数据显示，2017-2022 年，全球保健品行业市场规模逐年上升，2022 年全球保健品行业市场规模超过 1 万亿美元，同比上升 5.31%。

缓控释制剂在发达国家广泛应用于药品生产。缓释制剂可实现药效缓慢释放的作用，控释制剂则可实现控制药效释放时间及剂量的作用。缓控释制剂可保持服用者血药浓度平稳，消除普通制剂吸收特性造成血药浓度的峰谷现象引致的毒副作用，并延长药物作用时间，减少服药次数和用药量，提高药效，可大幅度提高药品的附加值。医药级纤维素醚是生产缓控释制剂的关键原料之一，长期以来，控释制剂专用 HPMC（CR 级）的核心生产技术掌握在少数国际知名企业手中，价格昂贵，制约了产品的推广应用和我国医药产业升级。发展缓控释专用的纤维素醚，有利于加快我国医药产业升级，对保护人民生命健康有重要意义。

（2）食品级纤维素醚

纤维素醚是公认的食品安全添加剂，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，在发达国家得到普遍应用，主要用于烘焙食品、蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类以及其他蛋白质产品、油炸食品等。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许非离子型纤维素醚 HPMC 和离子型纤维素醚 CMC 作为食品添加剂使用。美国食品和药物管理局（FDA）颁布的食品添加剂药典和国际食品法典均收录了 HPMC；根据 2024 年 02 月 08 日中华人民共和国国家卫生健康委员会和国家市场监督管理总局发布的自 2025 年 02 月 08 日开始实施的《GB2760 食品安全国家标准食品添加剂使用标准》，HPMC 被列入“可在各类食品中（表 A.2 中编号为 1-68 的食品类别除外）按生产需要适量使用的食品添加剂名单”，未被限定最大使用剂量，可由厂家根据实际需要掌握用量。

食品级纤维素醚的应用范围正在不断拓宽，例如植物性人造肉领域。根据人造肉的概念及制造工艺，人造肉可以分为植物肉与培养肉两类，目前市场上已具备成熟的植物肉制造技术，培养肉制造成本高、温室气体排放“潜力”大，无法实现大规模商业化生产。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。近年来，随着原料选择和加工工艺的改进，新型植物蛋白肉已具有较强纤维感，口感、质地与真实肉类差距极大缩小，有利于提升消费者对于人造肉的接受程度。

据 GIR（GlobalInfoResearch）调研，按收入计算，2024 年全球植物肉收入约 21.95 亿美元，预计 2031 年达到 63.98 亿美元，2025 年至 2031 年期间，年复合增长率为 16.7%。欧美地区是全球主要的人造肉市场，根据 ResearchandMarkets 公布的数据显示，2020 年，欧洲、亚太和北美地区的植物肉市场规模占全球市场的份额分别达到 35%、30%与 20%。在植物肉制造过程中，纤维素醚可以提升其口感和质地，并且保持水分。未来，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，这将进一步拓展食品级纤维素醚的应用，拉动其市场需求。

二、植物胶囊

胶囊剂是仅次于片剂的第二大口服剂型。内容物可以是粉末、粒子、微丸、甚至是流体或半流体。胶囊可分为空心胶囊和软胶囊，两者应用范围不同。软胶囊是成膜材料与内容物同时加工而成，一般用于油性物质；空心胶囊由帽体两部分组成，一般用于水溶性药物。根据原材料的不同，空心胶囊可以进一步分为明胶胶囊与植物胶囊。明胶胶囊的主要成分是药用明胶，明胶的来源是动物皮、骨中的胶原。植物胶囊的原材料则是 HPMC、淀粉、海藻等植物来源。明胶胶囊是目前最主要的胶囊剂形式，但由于全世界动物源传染性疾病的发生，使明胶胶囊的安全性遭到一定质疑。与之相比，植物胶囊在安全性、稳定性、环保性等方面具有一定优势。

随着社会进步和经济发展，人类健康意识明显增强，全球居民的健康消费水平逐年攀升，世界各国对保健品需求越来越大，推动保健品全球市场规模不断增长。美国、英国和欧盟国家是传统的保健品消费市场，亚洲的主要消费国则包括日本、韩国、新加坡、中国等。Euromonitor 的数据显示，2017-2022 年美国保健品市场规模逐年上升，2022 年美国保健品行业市场规模为 2368 亿美元，同比上升 5.5% 全球保健品市场稳步增长，预计 2026 年达 2011 亿美元，2018-2026 年北美、亚太、欧洲地区复合年均增长率约 7%，北美市场体量最大。

长期来看，中国保健品行业具备高成长性的市场发展潜力。随着国内老龄人口的增加，居民健康意识的提高，以及国家对保健品行业监管的日益规范，国内保健品市场将健康快速发展。华经产业研究院发布的数据显示，中国保健品市场规模已从 2013 年的约千亿元增长至 2023 年的超过 3000 亿元（预计），其中养生保健食品市场规模近年来保持稳步增长态势，从 2019 年的 1740 亿元增长至 2023 年的 2159.2 亿元，预计 2024 年增长至约 2308.2 亿元。另有数据显示，中国保健品市场规模近五年来一直保持稳步增长，预计 2027 年有望达到 4237 亿元。保健品行业是目前植物胶囊的主要下游行业，其市场规模扩张将有效推动植物胶囊行业的需求增长。GlobalInfoResearch 的数据显示，预计全球植物胶囊市场规模将从 2020 年的 11.84 亿美元增长至 2026 年的 15.85 亿美元，年复合增长率达 7.6%。

植物胶囊的特性能够满足特殊宗教信仰人群和素食主义者的需求，目前植物胶囊已经在全球保健品领域逐步推广应用。由于不同生产企业的生产工艺不同，使用的凝胶剂种类不同，添加量也不同，导致 HPMC 植物胶囊在药物制剂中的应用受到一定限制。为此，胶囊行业的技术人员研究出了不含凝胶的 HPMC 空心胶囊，解决了 HPMC 空心胶囊特性一致的问题，为医药制剂产品提供了新的选择。目前，国内外只有包含赫尔希在内的、极少数的厂家可以生产无凝胶剂的 HPMC 植物空心胶囊，随着未来行业技术水平不断提高，尤其对植物胶囊溶出度的改善，以及国内对于药品包装材料相关政策逐步完善，植物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。

三、公司核心竞争力

1、纤维素醚竞争优势

在研发投入方面，公司每年以较高金额投入研发创新工作，持续强化科研实力，打造科技创新生态。2024 年研发投入金额 2.75 亿元，同比增长 14.65%。在公司高研发投入的持续孵化下，产品领先成果初现，公司拥有三项全球创新、八项国内创新以及十七项国内先进的技术成果。

（1）研发优势

资金：公司近几年持续加大研发投入，搭建小试及中试生产线、建立了精密仪器实验室，并且建设了能够模拟实际应用的现代化实验室，通过以上投入，我们不但可以快速研发新产品，而且能够在实验室模拟客户的应用，准确评价和评估产品在应用上的表现。

设备：公司引进全自动化的高精度生产设备及智控系统，并通过自主研发，改善和提升设备适应性。同时，公司引入了专业的设备管理团队，通过科学的维护、保养、管理措施，使得工艺设备先进性达到世界先进水平。人员：通过三十余年的积累，公司培养了大批专业技术人才，技术有传承。同时，公司积极引入国内外同行业及相关行业专业技术人才，在稳定产品品质的同时，搭建技术攻关团队，为客户提供产品应用指导。国内外技术专家以及高学历、高层次人才的不加入，助力公司攻克了一个又一个技术难题。作为国内第一、世界前列的纤维素醚生产企业，公司经历了从模仿、仿制到自主创新的全过程，现已成为国内同行业产品研发的领路人，同时也让国外同行感受到了我们在创新、发展上带来的压力，赢得了全世界同行的尊重。

产品：目前，公司拥有包括缓控释专用高硬度高溶出稳定性羟丙基甲纤维素醚、低色度植物胶囊用羟丙基甲纤维素醚、高醇溶性药片包衣用羟丙基甲纤维素醚、高强度蜂窝陶瓷用羟丙基甲纤维素醚、超低凝胶温度食品用羟丙基甲纤维素醚、高分散性聚氯乙烯用羟丙基甲纤维素醚、高纯度高透光率个人护理用品用羟乙基纤维素醚及新能源电池用高纯度高电镀性用羟乙基纤维素醚和低碳绿色建材用甲基纤维素醚等在内的数十余种中高端纤维素醚品类，公司深耕纤维素醚行业近三十年，拥有建材级、医药食品级等普通型及中高端纤维素醚品类七十余项、一百多种型号。公司产品结构丰富，技术领先优势突出，盈利能力不断提升。

社会：公司十分重视环境保护工作，在环境治理升级改造项目中总投资近 2 亿元人民币。污水处理采用独有研发技术，将绝大部分有机物转变为沼气并回用于生产，替代大约 60% 天然气。排水水质可满足回用要求，回用率可达 50-60%，大大降低了对化石能源和水资源的消耗量。废气处理采用最高级别的焚烧处理工艺，将厂内所有的废气进行分类收集，实现完全自主燃烧，无需消耗天然气；并通过余热锅炉回收约 50% 的热量，副产蒸汽 55t/d 回用于生产，最大程度将废热资源化。

（2）产品优势

公司十分重视产品质量控制和管理，将生产优质产品视为公司竞争力的核心要素，通过严格执行 ISO9001:2015、FSSC22000（含 ISO22000:2018）、EXCI PACT Standards Booklet 2021 等标准要求，强化质量控制措施，推动公司

产品质量达到欧美等发达国家标准要求。

目前，公司的中高端型号建材级纤维素醚的技术指标和应用性能已达到国际知名企业的同类产品标准，医药、食品级纤维素醚的产品质量也达到了食品安全国家标准、中国药典、美国药典、英国药典、印度药典等标准的相关要求，具备了替代进口产品和国际同类产品的能力。

公司拥有一批专业的纤维素醚生产和质量管理人员，具有丰富的生产控制和质量管理经验。同时，公司拥有完善的产品质量管理体系，建有原材料、半成品及成品质量检测中心，并搭建包括建材应用研发中心和医药应用研发中心在内的应用研发中心，应用研发中心根据不同产品的应用领域，从产品应用指标和效果表现等方面保证了产品质量稳定性。

（3）品牌优势

自 2000 年进入纤维素醚市场以来，通过持续提升产品质量和客户服务能力，“赫达”品牌逐渐树立起高端、优质的品牌形象，得到国内外客户的广泛认可。“赫达”商标被山东省工商行政管理局认定为“山东省著名商标”，公司先后荣获国家级“高新技术企业”、国家级“专精特新”小巨人企业、国家级“绿色工厂”、“中国精细化工百强”、“中国精细化工绿色低碳发展企业十强”、“中国石油和化工行业技术创新示范企业”、“山东省制造业高端培育品牌企业”，并多次获得“中国石油和化工企业 500 强”、“山东省单项冠军企业”、“山东知名品牌”、“淄博市“双百强”企业等荣誉称号。2024 年，公司荣获国家知识产权优势企业、山东省数字经济“晨星工厂”，并荣登 2024 山东民营企业创新 100 强榜单。

（4）客户资源优势

公司在纤维素醚行业深耕多年，凭借优秀的产品质量和服务能力树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源与销售渠道。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（KnaufGipsKG）、美国雷帝、西卡德高、立邦涂料、三棵树、东方雨虹、北新建材等；医药行业——美国卡乐康、美国 KERRYBIOSCIENCE、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、悦康药业集团股份有限公司、江苏德源药业股份有限公司、河南天方药业股份有限公司等。该类客户对纤维素醚供应商的技术研发能力和产品质量要求较高，公司在提升纤维素醚质量稳定性和优化关键理化指标方面做出了持续努力，并取得了显著进步，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。

2024 年 7 月，公司与全球化学品分销领导者 IMCD 正式签署独家代理协议，IMCD 成为公司建材级纤维素醚在中东、东非和巴西三大战略市场的独家代理商。IMCD 集团，总部位于荷兰鹿特丹，是全球领先的特种化学品和辅料的分销合作伙伴及配方提供商，中东、东非和巴西三大市场，因其独特的地理位置和快速发展的经济潜力，是公司全球战略的重要组成部分。通过与 IMCD 的合作，公司将进一步深耕全球市场，为客户提供更加便捷、高效的服务。目前，公司产品已稳定销往德国、法国、意大利、西班牙、俄罗斯、土耳其、美国、加拿大、巴西、印度、日本、韩国、澳大利亚、马来西亚、新加坡等 100 多个国家和地区。与国内众多竞争对手相比较，公司的客户资源优势明显，国内外市场均衡发展。

（5）人才优势

自公司成立伊始，管理团队就展现出了卓越的稳定性和高度的专业精神。核心管

理层的持续稳定保障了企业经营策略的延续性和长期性，进而培养出了具有强烈共识和团队凝聚力的专业团队。这种稳固的经营基础不仅吸引了行业内的顶尖人才，也促进了这些人才的成长与发展，同时集团还有一套完善的人才发展体系，包括内部培训、职业规划和国际交流机会，这些都大大增加了员工的职业成长速度和工作满意度，从而使得公司在人才激烈的竞争市场中保持优势。

同样，行业的发展依赖于研发、生产以及产品应用开发方面的深厚实践经验。作为国内该行业的先驱之一，我们不仅积累了丰富的知识和经验，而且培养了一批在技术研发和市场销售方面极具才干的核心人才。他们对国内外市场环境有着深入的了解，这使得我们能够灵敏地捕捉市场需求，研发出与市场高度匹配的产品，从而确保了产品的市场竞争力和畅销性。

（6）环保优势

公司十分重视环境保护工作，在环境治理升级改造项目中总投资近 2 亿元人民币。污水站采用独有的组合工艺水处理技术，将绝大部分有机物转变为沼气并回用于生产，替代大约 60% 天然气。同时，排水水质可满足回用要求，根据生产需求，回用率可达 50-60%，大大降低了对化石能源和水资源的消耗量。废气处理采用最高级别的焚烧处理工艺，将厂内所有的工艺废气、常压罐废气及污水站废气进行分类收集，低浓度废气进入蓄热焚烧炉，可实现完全自主燃烧，无需消耗天然气；高浓度废气进入直燃炉彻底处理，并通过余热锅炉回收约 50% 的热量，副产蒸汽 55t/d 回用于生产，最大程度将废热资源化。厂区内不存在其他无组织废气排放，极大提升了工厂及周边环境质量。我们通过具体行动，响应可持续发展方针，履行自身社会责任，打造一流的环境友好型企业。

（7）区位优势

公司位于山东省淄博市，交通便利，是我国化工行业集中区，所需主要原料的生产企业众多，采购半径小，降低了原料采购成本和储存成本。同时作为化工重镇，我们也更容易招聘到化工行业相关技术以及管理人才。

（8）资质优势

公司医药食品级纤维素醚执行《中国药典》和《食品添加剂国标》设定的标准，从生产过程到最终产品均实现了标准化，确保了产品安全性，并已取得多项产品资质。公司医药级产品羟丙甲纤维素、甲基纤维素、乙基纤维素已取得关联审评登记号：羟丙甲纤维素 F20180001142、甲基纤维素 F20209990424、乙基纤维素 F20209990425，目前与制剂共同审评审批结果均为“A”，代表公司相关产品属于“已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材”；医药级羟丙甲纤维素已取得美国 FDA 的 DMF 注册，并取得 DMF 注册号：032729。

公司已取得食品生产许可证，许可证品种明细为食品添加剂羟丙基甲基纤维素和甲基纤维素，许可证编号为：SC20137030600273，最新的证书发证日期为 2024 年 12 月 04 日，有效期至 2029 年 12 月 03 日。此外，公司医药食品级纤维素醚产品取得了 HALAL 认证、OUKosher 犹太认证；公司医药级羟丙甲纤维素与甲基纤维素通过了 EXCI PACT 国际药用辅料供应商 GMP 认证；公司通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证、FSSC22000 食品安全管理体系认证。根据欧盟相关规定，公司的纤维素醚已完成与化工原料环氧丙烷、环氧乙烷和氯甲烷有关的 REACH 注册。

2、植物胶囊竞争优势

（1）一体化优势

医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料之一，而公司是国内纤维素醚行业的主要生产商，公司发挥原料方面的优势，于 2014 年成立了子公司——山东赫尔希胶囊有限公司，并进军纤维素醚的下游——植物胶囊行业。在行业内，实现了从上游纤维素醚到植物胶囊产业链的完整整合，成为少数一体化企业之一。这种一体化的生产模式，使公司具备了显著的成本优势。

（2）技术与研发优势

公司经过在植物胶囊领域的持续研发投入，已具备成熟的植物胶囊生产技术和较高的工艺水平。子公司赫尔希作为国内植物空心胶囊的品牌企业，是国内少有的实现 HPMC 植物胶囊大规模量产的企业，拥有多项技术储备。截至 2024 年 12 月 31 日，赫尔希拥有植物胶囊领域相关专利 28 项，其中 7 项发明专利、21 项实用新型专利。

赫尔希被认定为国家级“高新技术企业”、国家级“绿色工厂”，获得山东省工信厅授予的省级“一企一技术”创新企业、省级“专精特新”中小企业和山东省中小企业“隐形冠军”企业等荣誉称号，同时，赫尔希拥有省市级研发平台，包括山东省企业技术中心，淄博市工业设计中心，为公司进一步开展产品研发、改进生产工艺创造了有利条件。公司“速溶型植物胶囊开发”项目于 2024 年被山东省评定为“山东省技术创新项目”。

2024 年，赫尔希公司围绕植物胶囊领域完成六项核心技术攻关，形成“品质升级+效能革新”双轨并进的研发布局。在品质提升方面，“速溶型植物空心胶囊研发”项目通过创新配方设计突破国际技术封锁，实现内容物释放速率提升 30%，有效增强产品市场竞争力；“不含凝胶剂的植物软胶囊研发”则通过原料体系重构开发出更高纯度产品，目前已完成技术储备。在智能制造领域，公司针对生产全链条实施设备升级计划，通过自主研发胶囊毛毡填充机、磁力联轴器装置等四套专用设备，构建起胶囊干燥、填充、分装全流程自动化体系，实现生产效率提升 25%，人工干预环节减少 40%。

公司全部研发项目均基于实际生产需求与市场导向，构建起“产品创新-工艺优化-装备升级”三位一体的研发模式。该体系不仅有效解决了现有生产痛点，更为后续新产品开发及生产工艺改进建立了标准化技术平台，为企业可持续发展奠定坚实基础。

（3）产品优势

公司胶囊产品品类丰富，可满足不同客户的多种需求。目前产品主要有一代 HPMC 胶囊、二代 HPMC 胶囊、抗酸胶囊、无钛胶囊，同时自主研发充液胶囊封口技术及植物软胶囊生产技术，全部获得专利许可。一代 HPMC 胶囊是以羟丙甲纤维素为主要原料的空心胶囊，羟丙甲纤维素来源于植物，绿色健康，该产品同时具有低水分不易脆碎、不滋生细菌的特点。二代 HPMC 胶囊只含有羟丙甲纤维素和水，成分更加纯净，其溶出性能与明胶胶囊相似，有利于原研药和仿制药的开发。抗酸胶囊具有一定的耐酸性能，在 PH1.2 条件下崩解时间大于 30 分钟，适用于对酸敏感型内容物。无钛胶囊为不含钛白粉的白色胶囊，欧盟禁止在食品药品中添加钛白粉，该产品可有效规避法规风险。充液胶囊封口技术可在

空心胶囊体帽连接处缠绕一圈“绑带”，能够有效降低内容物氧化、渗漏的几率。植物软胶囊生产技术是我公司的一项技术储备，该技术能够生产一款植物源的软胶囊，缝合效果与抗压能力接近明胶软胶囊。

（4）资质优势

公司生产的羟丙甲纤维素空心胶囊已取得关联审评登记号：F20170000082，目前与制剂共同审评审批结果均为“A”，A代表“已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材”。同时公司已取得 KOSHER 犹太认证、HALAL 清真认证、BRC 认证（英国零售商协会制定的国际性技术标准认证）、美国 NSF（CGMP）认证，并已取得美国、英国、德国及法国等多国客户的供货认证。

（5）销售渠道优势

为拓展业务，公司于成立之初在植物胶囊两个最大的市场——美国和欧洲分别设立了合资公司，并在其他主要海外市场设立了多处海外仓并和多个知名经销商建立战略合作伙伴关系。凭借自身具有竞争力的技术、质量、价格等优势，公司的植物胶囊产品已销往美国、印度、英国、法国、西班牙、意大利、德国、阿联酋、澳大利亚、新西兰等 60 多个国家和地区。公司植物胶囊业务目前处于快速发展阶段，结合公司长期战略，同时针对客户对于供应链及时性、稳定性的需求，公司近年来合理、有序对植物胶囊产品进行产能布局和建设，不仅持续深化了与主要客户的合作，而且不断扩大了业务规模和合作范围。未来，公司将在与原有老客户维持双方良好合作关系的同时，加强推广力度，不断开发新的国家市场和新的客户，吸引更多潜在客户，进一步提升全球市场份额。

四、盈利预测

主要假设：

- 1、随着公司新建产能释放，预计公司 2025-2027 年，纤维素醚收入分别为 17.76 亿元、18.76 亿元和 20.45 亿元。
- 2、随着公司新建产能释放，预计公司 2025-2027 年，植物胶囊收入分别为 4.2 亿元、4.83 亿元和 5.50 亿元。
- 3、随着公司新建产能释放，预计公司 2025-2027 年，石墨设备收入分别为 0.5 亿元、0.5 亿元和 0.5 亿元。
- 4、随着公司新建产能释放，预计公司 2025-2027 年，化工品贸易收入分别为 0.8 亿元、0.8 亿元和 0.8 亿元。

表 1：公司各产品收入预测

	2025E	2026E	2027E
一、纤维素醚			
收入（百万）	1,776.00	1,876.00	2,045.00
增速	14.14%	5.63%	9.01%

成本 (百万)	1424.16	1477.48	1556.50
毛利 (百万)	351.84	398.52	488.50
毛利率	19.81%	21.24%	23.89%
二、植物胶囊			
收入 (百万)	420.00	483.00	550.00
增速	-4.55%	15.00%	13.87%
毛利 (百万)	184.80	217.35	264.00
成本 (百万)	235.20	265.65	286.00
毛利率	44%	45%	48%
三、石墨设备			
收入 (百万)	50	50	50
增速	0%	0%	0%
毛利 (百万)	15	15	15
成本 (百万)	35	35	35
毛利率	30%	30%	30%
四、化工品贸易			
收入 (百万)	80	80	80
增速	0%	0%	0%
毛利 (百万)	8	8	8
成本 (百万)	72	72	72
毛利率	10%	10%	10%
营业总收入 (百万)	2,325.00	2,488.00	2,724.00
增速	18.86%	7.01%	9.48%
营业成本 (百万)	1766.36	1850.13	1949.50
营业成本/营业收入	75.94%	74.33%	71.54%
毛利 (百万)	559.64	638.87	775.50

资料来源：公司公告、招商证券

下调到“增持”投资评级。由于美国加税有一定影响，暂时下调评级到增持，公司已在美国准备建厂，投产后关税将不再影响，而且会加强公司竞争力，扩大市场份额。预计公司 2025-2027 年收入分别为 23.25 亿元、24.88 亿元和 27.24 亿元，归母净利润分别为 2.29 亿元、2.83 亿元和 3.52 亿元，EPS 分别为 0.66 元、0.81 元和 1.01 元。当前股价对应 PE 分别为 17.6 倍、14.2 倍和 11.4 倍。

五、风险提示

1、市场竞争风险

公司主要产品纤维素醚及植物胶囊在国内具有较明显的技术和规模优势。如果出现国内外市场的竞争格局或供需关系发生不利于本公司的重大变化，或者公司的产品整体市场需求低迷，或者公司的产品竞争力不足，或者公司的产销规模增速落后于市场需求增速等情形，则不排除因此导致主营产品盈利能力下降、公司的经营业绩出现下降的风险。

2、宏观经济风险

近几年国内外经济活动受国际局势影响，给产业、经济运行带来较大不确定性。预计随着应对通胀措施的出台以及国际局势的缓和，各国经济将平稳复苏、市场信心将逐步修复，国际海运费、主要货币汇率逐步回归常态，一般而言可以使各

国居民的消费意愿和消费能力逐渐恢复，进而带动公司下游需求的增加，一定程度提升公司的订单规模。但若未来不利因素进一步失控，居民购买能力和消费信心下降，可能会长期影响终端客户的需求，进而对公司经营业绩产生不利影响。

3、原材料价格波动风险

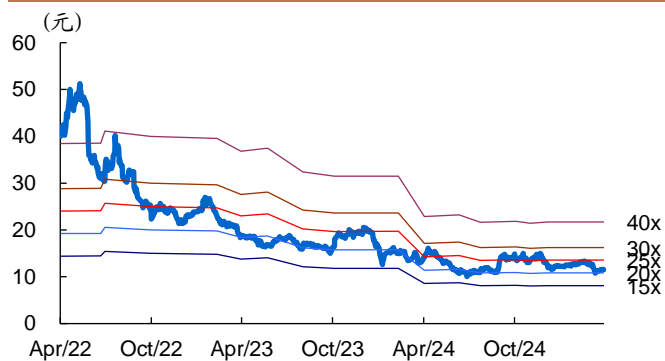
公司主要原料为精制棉、棉浆粕、木浆以及氯甲烷、环氧丙烷等基础化工原料，生产过程需耗用蒸汽和电力等能源。上述主要原料的价格波动会对纤维素醚等主要产品的毛利率产生一定程度的影响，从而使公司经营存在风险。如果今后出现主要原料和能源的价格涨幅大于产品的售价涨幅，或者出现产品售价降幅大于主要原料和能源价格降幅的情形，或者公司不能及时改进工艺、维持产品的品质稳定性、提高效率、增加产销量，则不排除公司因此导致经营业绩下降的风险。

4、国际贸易风险

公司出口业务占比较高，进出口政策及汇率政策的变化都会对公司的经营产生影响。如果主要进口国政治环境、行业标准、关税税率以及贸易政策等因素发生不利变化，或者主要进口国针对公司产品发生贸易摩擦，将对公司的出口业务产生负面影响，存在收入和利润下降的风险。

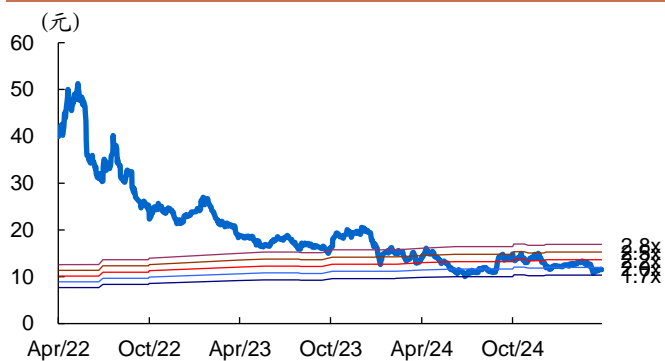
当前贸易摩擦给产业、经济运行均带来较大不确定性。公司出口美国的产品被列入美国加征关税的商品目录中，若继续提高加征关税税率将进一步增加美国客户购买相关商品的成本，或将影响部分美国客户的采购决策；若中美贸易摩擦继续升级，公司部分美国客户可能会减少订单，从而导致公司对美国的出口销量下降，对公司的出口收入、主营业务利润等带来一定影响；同时因我国的反制措施导致公司部分进口原材料成本上升，亦对公司主营业务盈利等带来一定影响。

图 2: 山东赫达历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 山东赫达历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1018	1616	1778	2139	2563
现金	237	489	414	694	1007
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	4	3	4	4	4
应收款项	348	528	628	672	735
其它应收款	39	63	75	80	88
存货	318	422	522	547	576
其他	70	111	135	143	153
非流动资产	2775	2530	2386	2258	2144
长期股权投资	41	31	31	31	31
固定资产	2180	2058	1949	1852	1766
无形资产商誉	357	343	309	278	250
其他	197	98	98	98	98
资产总计	3793	4146	4164	4398	4707
流动负债	871	1052	928	966	1011
短期借款	189	255	0	0	0
应付账款	553	627	775	812	856
预收账款	30	17	22	23	24
其他	100	153	131	131	132
长期负债	826	884	884	884	884
长期借款	74	110	110	110	110
其他	752	774	774	774	774
负债合计	1698	1936	1812	1850	1895
股本	342	348	348	348	348
资本公积金	207	212	212	212	212
留存收益	1546	1649	1791	1987	2252
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2095	2210	2352	2548	2812
负债及权益合计	3793	4146	4164	4398	4707

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	180	286	382	452	482
净利润	220	222	229	283	352
折旧摊销	156	248	262	246	232
财务费用	17	30	12	4	2
投资收益	(31)	(14)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(182)	(188)	(83)	(44)	(66)
其它	0	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(152)	(108)	(81)	(81)	(81)
资本支出	(103)	(95)	(118)	(118)	(118)
其他投资	(50)	(13)	37	37	37
筹资活动现金流	82	(169)	(376)	(91)	(89)
借款变动	(33)	(124)	(277)	0	0
普通股增加	(0)	6	0	0	0
资本公积增加	91	5	0	0	0
股利分配	(657)	(52)	(87)	(87)	(87)
其他	683	(4)	(12)	(4)	(2)
现金净增加额	110	9	(75)	280	313

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1556	1957	2325	2488	2724
营业成本	1100	1429	1766	1850	1949
营业税金及附加	16	20	24	25	28
营业费用	29	37	58	62	82
管理费用	110	109	130	139	163
研发费用	67	91	108	115	126
财务费用	8	27	12	4	2
资产减值损失	(11)	(24)	0	0	0
公允价值变动收益	3	9	9	9	9
其他收益	11	14	14	14	14
投资收益	31	14	14	14	14
营业利润	260	257	266	330	412
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	259	261	269	334	415
所得税	39	39	40	51	63
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	220	222	229	283	352

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-10%	26%	19%	7%	9%
营业利润	-37%	-1%	3%	24%	25%
归母净利润	-38%	1%	3%	24%	24%
获利能力					
毛利率	29.3%	27.0%	24.1%	25.7%	28.5%
净利率	14.2%	11.3%	9.8%	11.4%	12.9%
ROE	11.1%	10.3%	10.0%	11.6%	13.1%
ROIC	9.1%	9.6%	9.2%	11.0%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	44.8%	46.7%	43.5%	42.1%	40.3%
净负债比率	7.3%	9.3%	2.6%	2.5%	2.3%
流动比率	1.2	1.5	1.9	2.2	2.5
速动比率	0.8	1.1	1.4	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.9	3.9	3.7	3.5	3.5
应收账款周转率	4.3	4.4	4.0	3.8	3.8
应付账款周转率	1.9	2.4	2.5	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.63	0.64	0.66	0.81	1.01
每股经营净现金	0.52	0.82	1.10	1.30	1.39
每股净资产	6.02	6.35	6.76	7.32	8.08
每股股利	0.00	0.15	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	18.2	18.1	17.6	14.2	11.4
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.9	10.3	10.0	9.3	8.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。