

山东赫达 (002810.SZ)

公司砥砺前行，继续降本增效

事件：公司发布 2025 年三季报，公司 2025 年前三季度实现营收 14.37 亿元，同比增长 0.11%，归母净利润 1.39 亿元，同比下降 29.65%，其中三季度实现营收 4.65 亿元，同比下降 7%，归母净利润 2619 万元，同比下降 64.67%

□ 2025 年公司面对复杂的内部环境，砥砺前行。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。三季度以来，受到中美贸易摩擦的影响，公司营收同比负增长，利润有所下滑。我们认为短期内公司出货会受到一定影响，但长期来看美国进入降息周期，保健品属于刚需，对于植物胶囊的需求有望持续增长。同时公司在美国积极建厂，预计明年厂房将投入使用，关税不确定性将大大降低。随着中美贸易摩擦的缓解，关税对公司的影响有望逐步减少。

□ 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

□ 维持“增持”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 19.57 亿元、20.94 亿元和 22.92 亿元，归母净利润分别为 1.88 亿元、2.16 亿元和 2.36 亿元，EPS 分别为 0.54 元、0.62 元和 0.68 元。当前股价对应 PE 分别为 24.9 倍、21.6 倍和 19.8 倍。

□ 风险提示：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	1957	2094	2292
同比增长	-10%	26%	0%	7%	9%
营业利润(百万元)	260	257	217	251	275
同比增长	-37%	-1%	-16%	15%	10%
归母净利润(百万元)	220	222	188	216	236
同比增长	-38%	1%	-15%	15%	9%
每股收益(元)	0.63	0.64	0.54	0.62	0.68
PE	21.2	21.1	24.9	21.6	19.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：13.42 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）	4.7
流通市值（十亿元）	4.3
每股净资产（MRQ）	6.7
ROE（TTM）	7.0
资产负债率	43.0%
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	3	16	-3
相对表现	-1	-9	-22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《山东赫达（002810）—公司克服外界阻力，积极面对挑战》2025-08-28
- 2、《山东赫达（002810）—积极应对挑战，公司将继续砥砺前行》2025-04-27
- 3、《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

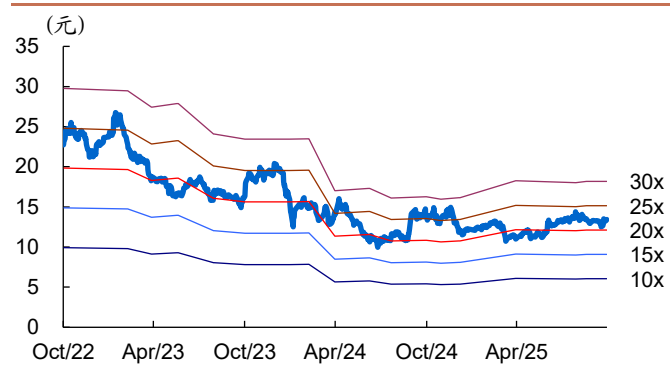
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 山东赫达历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 山东赫达历史 PB Band



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	1614	1913	2234
现金	237	489	464	686	899
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	4	3	3	3	4
应收款项	348	528	528	565	619
其它应收款	39	63	63	67	74
存货	318	422	442	470	507
其他	70	111	114	122	132
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	4001	4171	4378
流动负债	871	1052	806	848	906
短期借款	189	255	0	0	0
应付账款	553	627	657	698	754
预收账款	30	17	18	19	21
其他	100	153	131	131	131
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	1690	1732	1790
股本	342	348	348	348	348
资本公积金	207	212	212	212	212
留存收益	1546	1649	1750	1879	2028
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2095	2210	2310	2439	2588
负债及权益合计	3793	4146	4001	4171	4378

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	180	286	431	394	383
净利润	220	222	188	216	236
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)	8	(35)	(51)
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)	(375)	(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	(25)	222	213

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1556	1957	1957	2094	2292
营业成本	1100	1429	1497	1589	1717
营业税金及附加	16	20	20	21	23
营业费用	29	37	49	52	69
管理费用	110	109	109	117	138
研发费用	67	91	91	97	106
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	217	251	275
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	220	254	278
所得税	39	39	33	38	42
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	220	222	188	216	236

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-10%	26%	0%	7%	9%
营业利润	-37%	-1%	-16%	15%	10%
归母净利润	-38%	1%	-15%	15%	9%
获利能力					
毛利率	29.3%	27.0%	23.5%	24.1%	25.1%
净利率	14.2%	11.3%	9.6%	10.3%	10.3%
ROE	11.1%	10.3%	8.3%	9.1%	9.4%
ROIC	9.1%	9.6%	7.7%	8.6%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	44.8%	46.7%	42.2%	41.5%	40.9%
净负债比率	7.3%	9.3%	2.8%	2.6%	2.5%
流动比率	1.2	1.5	2.0	2.3	2.5
速动比率	0.8	1.1	1.5	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.9	3.9	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	4.3	4.4	3.7	3.8	3.8
应付账款周转率	1.9	2.4	2.3	2.3	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.63	0.64	0.54	0.62	0.68
每股经营净现金	0.52	0.82	1.24	1.13	1.10
每股净资产	6.02	6.35	6.64	7.01	7.44
每股股利	0.00	0.15	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	21.2	21.1	24.9	21.6	19.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	14.1	11.2	12.0	11.8	11.6

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。