

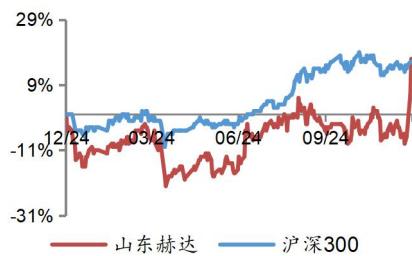
植物胶囊双反制裁落地，美国工厂有望贡献增量

投资评级：买入（上调）

报告日期：2025-12-24

收盘价（元）	15.99
近 12 个月最高/最低（元）	15.99/10.00
总股本（百万股）	348
流通股本（百万股）	322
流通股比例（%）	92.59
总市值（亿元）	56
流通市值（亿元）	52

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

12月21日，山东赫达发布公告，美国商务部对来自巴西、中国、印度和越南的硬壳空心胶囊产品反倾销、反补贴调查作出最终肯定性裁定。山东赫达为强制应诉企业，税率为18.71%，较初裁大幅降低153.53个百分点。

● 双反制裁积极应对，终裁税率大幅削减。

2024年11月，美国商务部对原产于中国、巴西、印度、越南的硬壳空心胶囊产品发起“双反调研”；2025年5月，美国商务部初步裁定公司全资子公司山东赫尔希胶囊有限公司获得的反倾销税率为172.24%；2025年12月，美国商务部做出反倾销终裁，公司为强制应诉企业，税率为18.71%，较初裁大幅降低153.53%。

● 纤维素醚-植物胶囊一体化优势突出，产能逐步释放。

公司在纤维素醚的产销规模、生产技术、产品种类、产品质量稳定性和生产环保措施等方面具有较强竞争实力，现已成长为国内第一、全球第四的纤维素醚供应商。同时公司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。截至2024年底，公司纤维素醚产品已有产能7.4万吨/年，植物空心胶囊已有产能350亿粒/年，其中植物胶囊在建工程丰富，伴随“年产165亿粒植物胶囊及智慧工厂提升”“年产150亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造”等项目产能逐步释放，公司业绩有望同步提升。

● 深化全球布局，美国工厂有序推进。

美国是全球最大的植物胶囊需求国，为应对海外贸易政策波动、深化全球布局、深入美国及周边市场，2024年12月公司发布对外投资公告，拟在美国建设200亿粒/年植物胶囊项目，计划投资不超过5亿元。目前美国产能建设正按照预定计划持续推进，截至2025年半年报，美国基地工程进度达31.92%。

● 投资建议

我们预计山东赫达2025-2027年归母净利润2.01、2.97、3.40亿元，对应PE为25.14、17.06、14.86。上调为“买入”评级。

● 风险提示

- (1)项目投产进度不及预期；
- (2)原材料价格大幅波动；
- (3)相关政策变动风险；

相关报告

(4) 国际贸易风险。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1957	1997	2236	2447
收入同比 (%)	25.7%	2.1%	12.0%	9.4%
归属母公司净利润	222	201	297	340
净利润同比 (%)	0.6%	-9.2%	47.4%	14.8%
毛利率 (%)	27.0%	26.5%	29.0%	29.6%
ROE (%)	10.0%	8.7%	11.3%	11.5%
每股收益 (元)	0.65	0.58	0.85	0.98
P/E	19.77	25.14	17.06	14.86
P/B	2.02	2.18	1.93	1.71
EV/EBITDA	9.59	11.54	9.10	7.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1616	2026	2457	3128
现金	489	1131	1429	2120
应收账款	528	404	466	485
其他应收款	63	42	57	45
预付账款	65	46	53	60
存货	422	344	388	348
其他流动资产	50	59	64	69
非流动资产	2530	2439	2353	2256
长期投资	31	30	27	23
固定资产	2058	1922	1796	1669
无形资产	205	209	213	214
其他非流动资产	236	277	318	350
资产总计	4146	4465	4810	5384
流动负债	1052	1207	1206	1389
短期借款	255	274	298	327
应付账款	440	667	527	743
其他流动负债	357	266	381	319
非流动负债	884	934	984	1034
长期借款	110	160	210	260
其他非流动负债	774	774	774	774
负债合计	1936	2141	2190	2423
少数股东权益	0	0	0	0
股本	348	344	344	344
资本公积	165	117	117	117
留存收益	1697	1864	2160	2501
归属母公司股东权益	2210	2324	2621	2961
负债和股东权益	4146	4465	4810	5384

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	286	764	317	698
净利润	222	201	297	340
折旧摊销	250	154	155	155
财务费用	30	42	45	47
投资损失	-14	-11	-19	-18
营运资金变动	-204	368	-159	175
其他经营现金流	427	-156	454	163
投资活动现金流	-108	-62	-49	-39
资本支出	-88	-78	-75	-65
长期投资	19	5	8	8
其他投资现金流	-39	11	19	18
筹资活动现金流	-169	-60	30	32
短期借款	65	19	24	29
长期借款	36	50	50	50
普通股增加	6	-4	0	0
资本公积增加	34	-48	0	0
其他筹资现金流	-311	-77	-45	-47
现金净增加额	16	642	298	691

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1957	1997	2236	2447
营业成本	1429	1467	1588	1721
营业税金及附加	20	20	22	25
销售费用	37	41	44	49
管理费用	109	118	134	144
财务费用	27	37	33	33
资产减值损失	-17	-10	0	1
公允价值变动收益	9	0	0	0
投资净收益	14	11	19	18
营业利润	257	236	349	400
营业外收入	5	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	261	236	349	400
所得税	39	35	52	60
净利润	222	201	297	340
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	222	201	297	340
EBITDA	511.56	426.20	516.21	568.44
EPS (元)	0.65	0.58	0.85	0.98

主要财务比率

会计年度	主要财务比率			
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	25.7%	2.1%	12.0%	9.4%
营业利润	-1.1%	-8.3%	47.6%	14.8%
归属于母公司净利润	0.6%	-9.2%	47.4%	14.8%
盈利能力				
毛利率 (%)	27.0%	26.5%	29.0%	29.6%
单位:百万元	11.3%	10.1%	13.3%	13.9%
ROE (%)	10.0%	8.7%	11.3%	11.5%
ROIC (%)	7.1%	7.0%	8.3%	8.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.7%	47.9%	45.5%	45.0%
净负债比率 (%)	87.6%	92.1%	83.6%	81.8%
流动比率	1.54	1.68	2.04	2.25
速动比率	1.07	1.35	1.67	1.95
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.46	0.48	0.48
应收账款周转率	4.47	4.29	5.14	5.14
应付账款周转率	3.03	2.65	2.66	2.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.58	0.85	0.98
每股经营现金流(摊薄)	0.82	2.20	0.91	2.01
每股净资产	6.35	6.68	7.53	8.51
估值比率				
P/E	19.77	25.14	17.06	14.86
P/B	2.02	2.18	1.93	1.71
EV/EBITDA	9.59	11.54	9.10	7.18

分析师与研究助理简介

分析师: 王强峰

分析师: 潘宁馨

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。