

基础化工

2026年04月27日

山东赫达 (002810)

——26Q1 业绩超预期，植物胶囊拐点已现，静待美国工厂量利齐升

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年04月24日

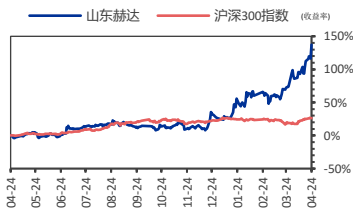
收盘价(元)	28.91
一年内最高/最低(元)	28.91/10.85
市净率	4.5
股息率%(分红/股价)	0.35
流通A股市值(百万元)	9,359
上证指数/深证成指	4,079.90/14,940.30

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	6.38
资产负债率%	42.73
总股本/流通A股(百万)	349/324
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。**25 年公司实现营业收入 19.12 亿元 (YoY-2%)，归母净利润 1.42 亿元 (YoY-36%)，扣非后归母净利润 1.60 亿元 (YoY-17%)，毛利率 25.94% (YoY-1.04 pct)，净利率 7.56% (YoY-3.77 pct)，业绩符合预期。其中 25Q4 公司实现营业收入为 4.75 亿元 (YoY-9%，QoQ+2%)，归母净利润为 0.02 亿元 (YoY-90%，QoQ-91%)，扣非后归母净利润为 0.30 亿元 (YoY+119%，QoQ+25%)，毛利率 26.85% (YoY+0.18 pct，QoQ+3.63 pct)，净利率 1.08% (YoY-3.44 pct，QoQ-4.55 pct)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.00 元 (含税)，2025 年合计现金分红 1.04 亿元，回购金额为 0.51 亿元，两者合计占全年归母净利润的比例为 109%，同时公司董事会拟提请股东会授权董事会制定 2026 年中期利润分配方案。
- **同时公司发布 2026 年一季报，业绩超预期。**26Q1 公司实现营业收入为 5.97 亿元 (YoY+28%，QoQ+26%)，归母净利润为 1.03 亿元 (YoY+127%，QoQ+4208%)，扣非后归母净利润为 0.99 亿元 (YoY+145%，QoQ+226%)，毛利率 32.32% (YoY+7.08 pct，QoQ+5.47 pct)，净利率 17.65% (YoY+7.98 pct，QoQ+16.57 pct)，确认汇兑损失约 0.13 亿元，业绩超预期。
- **25 全年建材级纤维素醚底部震荡，植物胶囊受关税影响盈利下滑。**25 年纤维素醚实现毛利 2.50 亿元 (YoY-6%)，毛利率 17.81% (YoY-1.32 pct)，实现销量 5.50 万吨 (YoY+8%)，均价 25550 元/吨 (YoY-6%)。25 年植物胶囊实现毛利 2.23 亿元 (YoY-4%)，毛利率 52.78% (YoY-3.67 pct)，实现销量 206 亿粒 (YoY+6%)，均价 205 元/万粒 (YoY-3%)，子公司赫尔希实现净利润 0.66 亿元 (YoY-59%)。25 全年建材级纤维素醚景气维持底部震荡，植物胶囊受美国关税及双反初裁税率影响，盈利能力有所下滑。
- **业绩拐点已现，26Q1 植物胶囊销量显著提升，产品供不应求。**26Q1 公司不断加大国内外市场开拓力度，持续优化产品结构，植物空心胶囊等高附加值产品销量同比实现较大幅度增长。同时产能利用率的提升，有效降低了固定资产折旧及其他摊销费用。作为全球稀缺的同时具备医药级纤维素醚及植物胶囊的企业，公司产品品质优异，深受美国客户认可，叠加美国工厂投建预期，26Q1 植物胶囊市占率显著提升，产品供不应求，业绩拐点已现。
- **美国工厂即将投产，公司置身蓝海市场，充分享受量利齐升。**25 年 12 月 19 日，美国对来自巴西、中国、印度和越南的硬壳空心胶囊终裁落地，多数企业双反税率为 25.61%，叠加其他关税，海外厂商出口至美国的植物胶囊盈利将显著下降，而美国蓝海市场格局优异，进入壁垒进一步提升。公司于 24 年底规划出海美国建厂，直面终端客户，截止 25 年底，200 亿粒/年植物胶囊项目进展约 31.04%，有望于今年下半年投产，且具备持续扩产条件，或充分受益于美国市场优异格局，迎来量利齐升。
- **盈利预测与投资评级：**由于前次预测时间久远，纤维素醚景气逐步触底，但公司实际经营业绩超出近期市场预期，我们下调公司 2026 年归母净利润预测为 4.26 亿元 (前值为 4.89 亿元)，新增 2027-2028 年归母净利润预测为 5.83、7.62 亿元，对应 PE 估值分别为 24X、17X、13X，我们看好公司植物胶囊美国工厂量利齐升，维持“增持”评级。
- **核心假设风险：**植物胶囊格局恶化；原材料大幅波动影响盈利水平。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,912	597	2,225	2,731	3,276
同比增长率(%)	-2.3	27.8	16.4	22.7	20.0
归母净利润(百万元)	142	103	426	583	762
同比增长率(%)	-36.1	127.4	200.8	36.9	30.7
每股收益(元/股)	0.41	0.30	1.22	1.67	2.19
毛利率(%)	25.9	32.3	34.9	37.7	40.4
ROE(%)	6.5	4.5	17.0	20.9	23.8
市盈率	71		24	17	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,957	1,912	2,225	2,731	3,276
其中：营业收入	1,957	1,912	2,225	2,731	3,276
减：营业成本	1,429	1,416	1,448	1,701	1,953
减：税金及附加	20	19	22	27	32
主营业务利润	508	477	755	1,003	1,291
减：销售费用	37	41	44	55	67
减：管理费用	109	110	122	147	180
减：研发费用	91	86	96	117	144
减：财务费用	27	21	18	11	5
经营性利润	244	219	475	673	895
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-11	-18	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-17	-7	0	0	0
加：投资收益及其他	28	6	27	29	29
营业利润	257	188	502	699	921
加：营业外净收入	3	-11	0	0	0
利润总额	261	178	502	699	921
减：所得税	39	33	73	103	136
净利润	222	144	428	596	785
少数股东损益	0	3	2	13	23
归属于母公司所有者的净利润	222	142	426	583	762

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。