

山东赫达 (002810.SZ)

植物胶囊单季度销量创历史新高，二次腾飞新起点

事件：公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，公司 2025 年全年营收 19.12 亿元，同比下降 2.28%，归母净利润 1.42 亿元，同比下降 36.06%；2026 年一季度实现营收 5.97 亿元，同比增长 27.78%，归母净利润 1.03 亿元，同比增长 127.38%。

□ 纤维素醚行业有望在今年触底出清，公司作为行业龙头优先受益。根据百川盈孚统计，纤维素醚价格当前处于近三年低位，也处于历史底部区间。整个行业多数企业处于亏损状态，部分企业甚至开始亏现金流。我们认为 2026 年纤维素醚行业有望触底出清，部分企业在逐步退出行业。而公司作为国内行业龙头，2026 年医药级纤维素醚销量有望实现 30-50% 销量增长，毛利率也维持在 35% 以上，建材级纤维素醚也处于微利。同时从 3 月底开始，纤维素醚全系列开始提价，所有产品提价 1000~2000 元/吨，从 4 月开始执行，产品价差逐步扩大，凸显公司优秀的产品实力。

□ 2026 年一季度植物胶囊销量创单季度新高，产品量价齐升。公司目前拥有 350 亿粒/年产能，毛利率预计在 50% 左右，在美国投资建设的 200 亿粒/年产能有望 2026 年四季度投产，新产能建成后美国市场毛利率有望进一步提高。2026 年一季度公司利润同比大增，主要就是因为一季度植物胶囊销量创下单季度历史新高，我们预计今年全年销量有望进一步创新高，预计将达到 300 亿粒/年。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，公司美国工厂建成投产后，将成为全球最大的植物胶囊生产企业。该项目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，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，实现全球化可持续性发展战略。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司一季度业绩同比大幅增长，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 26.73 亿元、33.77 亿元和 37.95 亿元，归母净利润分别为 3.61 亿元、5.66 亿元、7.46 亿元，EPS 分别为 1.04 元、1.62 元和 2.14 元。当前股价对应 PE 分别为 27.9 倍、17.8 倍和 13.5 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1957	1912	2673	3377	3795
同比增长	26%	-2%	40%	26%	12%
营业利润(百万元)	257	188	461	716	939
同比增长	-1%	-27%	145%	55%	31%
归母净利润(百万元)	222	142	361	566	746
同比增长	1%	-36%	155%	57%	32%
每股收益(元)	0.63	0.41	1.04	1.62	2.14
PE	45.5	71.2	27.9	17.8	13.5
PB	4.6	4.6	4.0	3.3	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值：NA

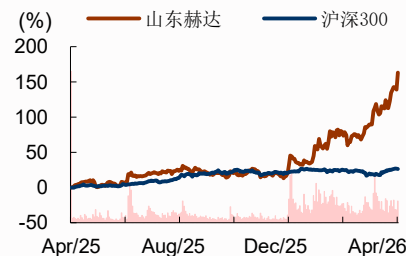
当前股价：28.91 元

基础数据

总股本 (百万股)	349
已上市流通股 (百万股)	324
总市值 (十亿元)	10.1
流通市值 (十亿元)	9.4
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	8.7
资产负债率	42.7%
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	42	115	151
相对表现	36	113	125



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《山东赫达 (002810) — 植物胶囊单季度销量创历史新高，公司有望二次腾飞》2026-03-31
- 《山东赫达 (002810) — 公司砥砺前行，继续降本增效》2025-10-29
- 《山东赫达 (002810) — 公司克服外界阻力，积极面对挑战》2025-08-28

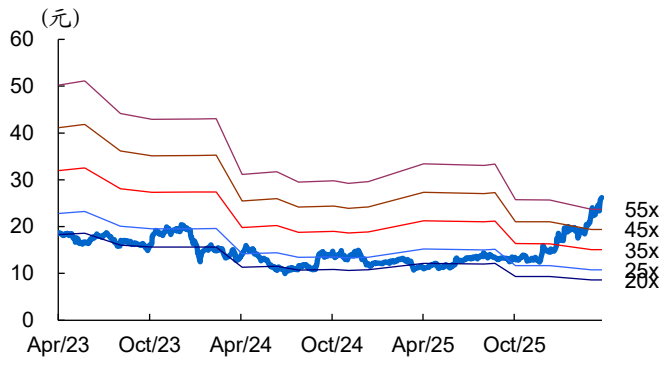
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

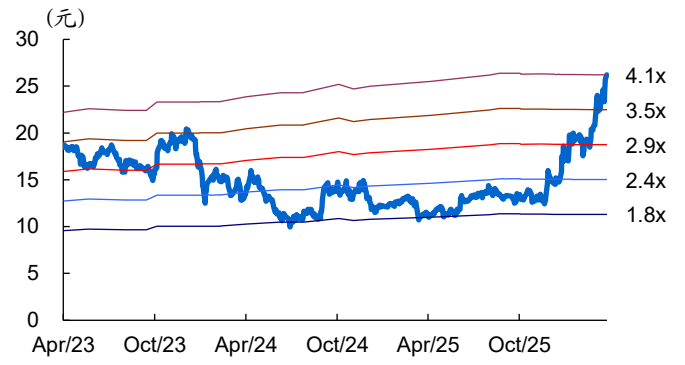
✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1616	1709	1948	2772	3693
现金	489	562	375	818	1535
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	19	27	34	38
应收款项	528	441	616	778	875
其它应收款	63	171	239	302	339
存货	422	366	486	585	624
其他	111	150	206	256	283
非流动资产	2530	2346	2154	1983	1831
长期股权投资	31	46	46	46	46
固定资产	2058	1863	1690	1537	1402
无形资产商誉	343	199	179	161	145
其他	98	239	238	238	238
资产总计	4146	4055	4101	4755	5524
流动负债	1052	972	685	796	840
短期借款	255	330	0	0	0
应付账款	627	378	502	604	645
预收账款	17	29	38	46	49
其他	153	235	145	146	146
长期负债	884	829	829	829	829
长期借款	110	117	117	117	117
其他	774	712	712	712	712
负债合计	1936	1801	1514	1625	1669
股本	348	349	349	349	349
资本公积金	212	88	88	88	88
留存收益	1649	1756	2083	2614	3325
少数股东权益	0	62	69	80	94
归属于母公司所有者权益	2210	2193	2519	3050	3761
负债及权益合计	4146	4055	4101	4755	5524

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	286	378	336	531	801
净利润	222	144	368	577	760
折旧摊销	248	243	234	212	193
财务费用	30	30	21	8	3
投资收益	(14)	8	4	4	4
营运资金变动	(188)	(53)	(292)	(270)	(160)
其它	(13)	5	0	0	0
投资活动现金流	(108)	(284)	(45)	(45)	(45)
资本支出	(95)	(240)	(41)	(41)	(41)
其他投资	(13)	(44)	(4)	(4)	(4)
筹资活动现金流	(169)	55	(478)	(43)	(38)
借款变动	(124)	314	(422)	0	0
普通股增加	6	0	0	0	0
资本公积增加	5	(124)	0	0	0
股利分配	(52)	(52)	(35)	(35)	(35)
其他	(4)	(82)	(21)	(8)	(3)
现金净增加额	9	148	(188)	443	717

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1957	1912	2673	3377	3795
营业成本	1429	1416	1879	2261	2413
营业税金及附加	20	19	26	33	38
营业费用	37	41	53	68	76
管理费用	109	110	134	169	190
研发费用	91	86	94	118	133
财务费用	27	21	21	8	3
资产减值损失	(24)	(26)	0	0	0
公允价值变动收益	9	(10)	(10)	(10)	(10)
其他收益	14	14	14	14	14
投资收益	14	(8)	(8)	(8)	(8)
营业利润	257	188	461	716	939
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	1	13	13	13	13
利润总额	261	178	451	705	929
所得税	39	33	83	128	168
少数股东损益	0	3	7	11	15
归属于母公司净利润	222	142	361	566	746

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	26%	-2%	40%	26%	12%
营业利润	-1%	-27%	145%	55%	31%
归母净利润	1%	-36%	155%	57%	32%
获利能力					
毛利率	27.0%	25.9%	29.7%	33.0%	36.4%
净利率	11.3%	7.4%	13.5%	16.8%	19.7%
ROE	10.3%	6.4%	15.3%	20.3%	21.9%
ROIC	9.6%	6.4%	14.4%	19.9%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	44.4%	36.9%	34.2%	30.2%
净负债比率	9.3%	13.3%	2.9%	2.5%	2.1%
流动比率	1.5	1.8	2.8	3.5	4.4
速动比率	1.1	1.4	2.1	2.7	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.7
存货周转率	3.9	3.6	4.4	4.2	4.0
应收账款周转率	4.4	3.9	4.8	4.6	4.4
应付账款周转率	2.4	2.8	4.3	4.1	3.9
每股资料(元)					
EPS	0.63	0.41	1.04	1.62	2.14
每股经营净现金	0.82	1.08	0.96	1.52	2.29
每股净资产	6.33	6.28	7.21	8.74	10.77
每股股利	0.15	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	45.5	71.2	27.9	17.8	13.5
PB	4.6	4.6	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	21.5	25.3	15.7	12.1	9.9

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。