

纤维素醚价格中枢上行，美国工厂投产在即

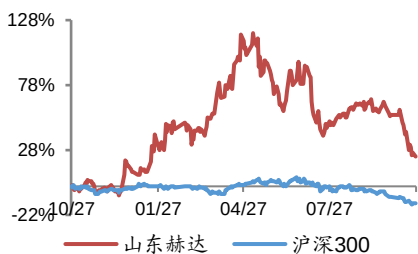
投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-27

主要观点：

收盘价（元） 16.13
近 12 个月最高/最低（元） 29.63/12.37
总股本（百万股） 348
流通股本（百万股） 323
流通股比例（%） 92.79
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

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：韩浩然

执业证书号：S0010126040034

邮箱：hanhr@hazq.com

● 事件描述

10 月 24 日公司发布三季度报，前三季度公司实现营业收入 17.86 亿元，同比增长 24.31%；归属于母公司所有者净利润 2.83 亿元，同比增长 103.31%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 2.71 亿元，同比增长 109.52%；其中三季度公司实现营业收入 5.61 亿元，同比增长 20.70%，环比减少 10.67%；归属于母公司所有者净利润 0.7 亿元，同比增长 168.29%，环比减少 36.30%。

● 主营产品产销提升推动前三季度业绩高增，HPMC 价格中枢上行。

2026 年前三季度，公司归属于上市公司净利润大幅增长，主要原因为：1.公司国内外市场竞争实力不断加强，产品结构持续优化，植物空心胶囊、纤维素醚等主营产品销量较去年同期实现较大幅度增长。2.公司改进生产工艺、提高产能利用率，植物胶囊产品、纤维素醚产品产量得到有效提升，固定资产折旧及其他摊销费用降低。据百川盈孚数据，2026 年国内纤维素醚市场完成多轮提价，截至 10 月底，HPMC 市场均价为 17850 元/吨，月度涨幅 1.6%，年内涨幅达 11.56%。公司深耕纤维素醚领域近三十年，覆盖建材级、医药食品级等普通及中高端赛道，拥有七十余个品类、一百余种型号，产品矩阵完善。受益于医药、食品级等高附加值产品国产替代进程加快与价格中枢上行，公司纤维素醚板块盈利水平稳步改善。

● 全球布局有序推进，美国工厂投产在即。

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。此前美国商务部对中国、巴西、印度、越南空心硬胶囊启动双反调查，公司全资子公司山东赫尔希初裁反倾销税率 172.24%，后终裁下调至 18.71%，降幅显著。为应对海外贸易政策波动、深化全球布局，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。目前美国产能建设正按照预定计划持续推进，预计 2026 年下半年投产，有望进一步推动公司深入美国及周边市场，提升产品全球市占率与品牌影响力。

● 投资建议

受产品需求增长不及预期影响，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 4.06、5.39、7.50 亿元（2026-2028 年原值为 4.55、5.81、7.59 亿元），同比增长 186.4%、32.8%、39.1%，对应 PE 分别为 14、10、7 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- （1）新项目推进不及预期；
- （2）原材料价格波动风险；
- （3）行业竞争加剧风险；
- （4）安全生产风险；
- （5）环保政策及能耗政策变化风险；
- （6）宏观经济下行风险。

相关报告

1.【华安化工】山东赫达：2026 上半年业绩高增，美国工厂打开成长空间 2026-08-21

2.【华安化工】山东赫达：植物胶囊双反制裁落地，美国工厂有望贡献增量 2025-12-25

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1912	2256	2671	3341
收入同比 (%)	-2.3%	18.0%	18.4%	25.1%
归属母公司净利润	142	406	539	750
净利润同比 (%)	-36.1%	186.4%	32.8%	39.1%
毛利率 (%)	25.9%	35.8%	37.8%	40.3%
ROE (%)	6.5%	16.1%	17.6%	19.7%
每股收益 (元)	0.41	1.17	1.55	2.15
P/E	36.17	13.84	10.42	7.49
P/B	2.36	2.23	1.84	1.48
EV/EBITDA	12.00	7.89	5.86	3.59

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					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	1709	2672	3185	4768					
现金	562	1498	2094	3176					
应收账款	441	612	427	873					
其他应收款	171	17	101	38					
预付账款	56	54	66	77					
存货	366	390	376	476					
其他流动资产	114	101	121	129					
非流动资产	2346	2233	2115	1996					
长期投资	46	51	57	64					
固定资产	1863	1726	1597	1464					
无形资产	199	197	192	187					
其他非流动资产	239	259	270	280					
资产总计	4055	4905	5300	6764					
流动负债	972	1443	1243	1898					
短期借款	330	390	456	521					
应付账款	313	614	396	813					
其他流动负债	328	438	391	564					
非流动负债	829	879	929	979					
长期借款	117	167	217	267					
其他非流动负债	712	712	712	712					
负债合计	1801	2322	2172	2877					
少数股东权益	62	66	72	81					
股本	349	347	347	347					
资本公积	86	76	76	76					
留存收益	1758	2095	2634	3384					
归属母公司股东权益	2193	2518	3057	3807					
负债和股东权益	4055	4905	5300	6764					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	378	992	562	1055					
净利润	144	410	545	759					
折旧摊销	245	153	154	155					
财务费用	30	48	52	56					
投资损失	8	-13	-7	-8					
营运资金变动	-92	384	-182	89					
其他经营现金流	279	37	729	675					
投资活动现金流	-284	-37	-30	-32					
资本支出	-236	-45	-31	-33					
长期投资	0	-5	-6	-7					
其他投资现金流	-48	13	7	8					
筹资活动现金流	55	-19	64	59					
短期借款	76	60	66	65					
长期借款	7	50	50	50					
普通股增加	0	-2	0	0					
资本公积增加	-78	-10	0	0					
其他筹资现金流	50	-117	-52	-56					
现金净增加额	151	936	596	1082					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	1912	2256	2671	3341					
营业成本	1416	1447	1661	1993					
营业税金及附加	19	23	27	33					
销售费用	41	43	53	66					
管理费用	110	134	155	195					
财务费用	21	42	37	35					
资产减值损失	-7	-10	-1	-4					
公允价值变动收益	-10	0	0	0					
投资净收益	-8	13	7	8					
营业利润	188	482	641	893					
营业外收入	2	1	1	1					
营业外支出	13	1	1	1					
利润总额	178	482	641	893					
所得税	33	72	96	134					
净利润	144	410	545	759					
少数股东损益	3	4	6	9					
归属母公司净利润	142	406	539	750					
EBITDA	475.03	675.06	826.22	1079.02					
EPS (元)	0.41	1.17	1.55	2.15					

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-2.3%	18.0%	18.4%	25.1%
营业利润	-26.8%	155.9%	33.0%	39.2%
归属于母公司净利润	-36.1%	186.4%	32.8%	39.1%
获利能力				
毛利率 (%)	25.9%	35.8%	37.8%	40.3%
净利率 (%)	7.4%	18.0%	20.2%	22.4%
ROE (%)	6.5%	16.1%	17.6%	19.7%
ROIC (%)	5.6%	11.7%	12.8%	14.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.4%	47.3%	41.0%	42.5%
净负债比率 (%)	79.9%	89.9%	69.4%	74.0%
流动比率	1.76	1.85	2.56	2.51
速动比率	1.28	1.51	2.17	2.20
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.50	0.52	0.55
应收账款周转率	3.95	4.29	5.14	5.14
应付账款周转率	3.76	3.12	3.29	3.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	1.17	1.55	2.15
每股经营现金流(摊薄)	1.09	2.85	1.62	3.03
每股净资产	6.29	7.23	8.78	10.93
估值比率				
P/E	36.17	13.84	10.42	7.49
P/B	2.36	2.23	1.84	1.48
EV/EBITDA	12.00	7.89	5.86	3.59

分析师与研究助理简介

分析师：王强峰，华安证券化工首席分析师，浙江大学化工硕士，2 年大型能源化工央企工作经验，7 年化工行业研究经验，所在团队连续多年获 Wind 基础化工金牌分析师、Choice 石油化工最佳分析师，负责能源、化工及新材料领域的研究。

联系人：韩浩然，华东理工大学工学学士、金融学硕士，两年大型能源化工国企产业投资及投后管理经验，2026 年加入华安证券研究所。

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。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 15%；

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。