山东赫达 20260903

2026H1 业绩分析：胶囊业务量价齐升，产能战略调整支撑全球扩张

摘要

- 2026H1 业绩逆势增长，纤维素醚通过工艺优化使建材级/医药级单位成本分别下降 1,800/3,300 元/吨，带动综合毛利率同比升 7pct 至 33.82%。
- 植物胶囊业务量价齐升，H1 销量 158 亿粒（+50.8%），均价涨 37 元/万粒，毛利率达 56.74%；罗盖特、龙沙等竞对退出或动荡，公司核心客户获取加速。
- 美国工厂因设计沟通及钢材短缺预计延期半年投产；公司通过技改及国内新增 3 套装置对冲，11 月将新增年化产能 80 亿粒，远期总产能目标上调至 900 亿粒。
- 植物胶囊全球市占率目标 40%-50%，H1 增速超行业 10 倍；美国市场 H1 销 88 亿粒，欧洲目标从 2025 年 <70 亿粒提升至 2026 年 100 亿粒以上。
- 价格策略维持稳健，通过提价转嫁美国关税成本，毛利率保持 50%+；为挤压濒临关停的竞对，公司短期内无主动提价计划，旨在加速行业出清。
- 第二代植物胶囊已完成药企关联评审，但因保健品市场空间尚大且医药端替代周期长，预计未来 3-5 年医药领域销量不会大幅增长。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年的整体经营表现，特别是医药级纤维素醚和植物胶囊的产销情况，以及美国胶囊工厂的最新进展？

2026 年上半年，公司在纤维素醚与植物胶囊两大主业行业背景并未显著起色的情况下，凭借自身优势实现了良好的经营业绩。 在纤维素醚业务方面，销量与毛利率均实现增长。建材级纤维素醚销量同比增长 14.6%，毛利率提升 6.3 个百分点；医药级纤维素醚销量同比增长 22.2%，毛利率提升 3.14 个百分点。业绩提升主要得益于内部挖潜和成本控制，而非行业环境好转。建材级市场整体仍处于产能过剩、供大于求的局面，需求端降幅虽有收窄，但未见明显改观。公司通过以下几项措施实现了逆势增长：首先，通过成立科技攻关小组，对反应路线、工艺配方进行梳理与优化，在保证品质的前提下，将反应时间缩短了 1 至 2 小时，

显著降低了能耗。其次，对现有环保装置进行技术改造，调整了部分处理流程，降低了污水处理成本。这些举措使得2026年上半年建材级产品的单位平均成本较2025年同期下降了1,800元/吨，医药级产品下降了3,300元/吨。尽管产品销售价格有一定下调，但降幅远低于成本下降的幅度，从而推动了毛利率的显著提升。 在植物胶囊业务方面，表现更为亮眼。2026年上半年销量达到158亿粒，同比增长50.8%。每万粒平均价格为232元，较2025年同期增长37元。植物胶囊业务的平均毛利率达到56.74%，同比提升3.27个百分点。整体来看，公司2026年上半年的全部产品综合毛利率达到33.82%，较2025年同期上涨7个百分点。胶囊业务的快速增长主要源于几个方面：第一，主要竞争对手的竞争力在弱化。例如，法国罗盖特已确定在2026年年底前完全关闭其相关业务；瑞士龙沙在2026年3月前已将其胶囊业务出售，目前内部尚不稳定，市场竞争力减弱。公司借此机会获取了部分核心客户。国内同行业部分企业则处于停产或半停产状态，产能利用率能达到60%-70%已属较好水平。第二，美国工厂的产能在市场上形成了积极预期。全球约60%的植物胶囊市场份额集中在美国，许多美国客户优先选择本土有产能的供应商，以确保供应链的稳定性。尽管美国工厂的投产有所延迟，但明确的建设计划增强了客户的信心，许多以往难以攻克的美国客户已开始主动接洽并采购。 关于备受关注的美国工厂项目，原计划于2026年年底前开始陆续投产，分三批在2027年第三季度前完全达产。但根据目前情况，该时间表将有所延后，预计延期半年左右，具体时间仍在与施工方协商。延期的主要原因有两点：首先，与美国设计院的沟通影响了工期。项目在进行优化变更时，与设计方的反复沟通和修改耗费了3到4个月的时间。其次，施工前的钢材采购成为制约点。由于美国本土基础设施建设及部分制造业回流导致对钢材的刚性需求急剧增加，而本土钢厂产能有限，进口钢材关税高达50%以上，导致目前订购钢材需要6个月后才能供货。公司正在与施工方商议采用进口钢材替代的方案，但这需要履行相应的流程并通过美国相关部门的检测，同样需要时间。

公司为应对美国项目延期采取了哪些措施，具体的产能调整计划和时间节点是怎样的？

为应对美国项目延期，公司已在数月前开始调整战略。首先，通过对部分生产线进行技术改造和提速，自2026年7月起，月产能已提升约3亿粒。2026年上半年平均月产能为25.1亿粒左右，7月份已提升至28亿粒。其次，公司决定将原计划发往美国的3套装置提前在国内投产，目前已在对现有车间进行改造，计划于2026年11月中旬前后形成产能，预计每月可新增产能3.3亿粒左右。此举相当于新增年化产能约80亿粒，旨在有效对冲项目延期带来的不利影响。若美国项目进一步延期，公司还将采取其他应对措施。

考虑到美国工厂项目延期，公司在产能规划方面有何战略性调整，以及这对中美两大生产基地的市场供应格局将产生什么影响？

针对美国项目延期，公司进行了战略性调整。最初的规划是国内产能不超过300亿粒，美国建设500亿粒产能。最新的调整是将国内产能上限提升至400亿粒，

而美国 500 亿粒的最终目标保持不变，从而将公司总的远期产能目标从 800 亿粒提升至 900 亿粒。这一调整也考虑了市场需求，即使美国工厂按原计划投产，其产能也无法完全满足美国本土市场的需求。因此，在未来较长一段时间内，美国市场将由中国基地和美国基地共同供应，以填补美国本土产能的不足。

美国工厂在不同产能规模下的利润测算是怎样的，其盈利能力与国内产能相比有何差异？

根据项目可研报告的口径，美国工厂的生产成本预计在每万粒 140 至 160 元之间。当前美国市场的售价约为每万粒 300 元，因此毛利率与国内产能相似，均在 50%左右。然而，美国工厂的盈利能力预计会更优，因为它将直接面向终端市场，报表上体现的是终端价格，单位产品的毛利额会高于国内产能。此外，随着未来产能的持续扩张，成本存在进一步降低的空间。整体厂区是按照 500 亿粒的规模规划的，前期 200 亿粒产能建设包含了部分公共设施投入，未来随着产能提升，固定成本的分摊比例将逐步降低，从而带动盈利水平相应提升。

2026 年上半年产品价格同比有所增长，请问公司未来的价格策略是怎样的？同时，能否详细拆分上半年近 160 亿粒胶囊销量的区域分布情况？

2026 年上半年价格同比上涨主要是由于对美国市场进行了提价，以应对关税因素。尽管 2025 年至 2026 年上半年美国关税波动较大，但通过及时的价格调整，毛利率始终维持在 50%以上，关税带来的影响在很大程度上由消费者承担。目前的价格水平对公司而言较为理想，既能保证可观的毛利率，也对竞争对手形成压力。因此，公司不会主动采取提价措施，以避免盘活一些濒临关停的竞争对手。关于 2026 年上半年的销量区域分布，与以往类似，仍以欧美市场为主。其中，美国市场的销量为 88 亿粒，欧洲市场为 50 亿粒多一点，其他地区的分布则相对分散。

公司 2026 年下半年的销量展望如何，以及目前的胶囊库存水平是怎样的？

目前公司的库存水平非常低，国内仓库的货架大部分是空的，在美国和欧洲的库存也比较少，存在补库存的需求。关于下半年的具体销量数据，因涉及未公开的客户指标，不便透露。从趋势来看，纤维素和植物胶囊两大主业在下半年将持续向好。这两个产品没有明显的周期性特征，预计未来 5 到 10 年甚至更长时间内都将处于高景气度区间，尤其是植物胶囊。公司在植物胶囊领域的竞争优势正在进一步扩大，2026 年上半年公司销量增幅超过 50%，而行业整体增幅仅为 5-6%，显示出强大的市场竞争力。公司的目标是占据行业 40%至 50%的市场份额，从目前的推进情况看，实现这一目标的可能性越来越大，行业格局将趋向于一家独大。

公司在欧洲市场的胶囊销售规划是怎样的？另外，建材级纤维素醚产品是否存在价格弹性？

欧洲是仅次于美国的第二大胶囊市场，预计 2026 年市场容量约为 400 亿粒，而美国市场预计在 850 亿粒以上。公司正持续加大在欧洲的营销力度，2026 年上半年在欧洲的销量已超过 50 亿粒，而 2025 年全年销量不到 70 亿粒。2026 年的目标是超过 100 亿粒，2027 年目标是达到 140 亿至 150 亿粒。与美国市场一样，公司在欧洲的目标也是占据 40%至 50%的市场份额，目前进展基本符合预期。 关于建材级纤维素醚，目前整体市场环境仍较疲软，价格持续走低，2026 年上半年平均价格比 2025 年每吨降低了 570 元。虽然在 2026 年 3 月中旬和 4 月中旬为对冲原材料波动影响进行了两次价格上调，但当前市场尚不具备价格整体上涨的推动力，行业仍在出清过程中。近期调研信息显示，国内有六七家年产能在 1 万吨以下的小厂家可能在年底前后关停，这将有助于市场供需关系改善，并可能推动价格理性回归。公司通过内部成本控制，该业务已在 2026 年实现由亏转盈，竞争力得到强化，有信心坚持到行业复苏。

公司第二代植物胶囊的研发进展和市场推广情况如何？

第二代植物胶囊主要是为进入医药领域而准备的，其溶解曲线与明胶通用，便于药企接受。该产品推出已有两年，但近两年的市场表现并不突出，主要应用仍局限于保健品领域，且在该领域不具备明显的价格优势。公司目前未在医药领域投入巨大精力进行市场拓展，主要原因在于保健品市场仍有巨大的开拓空间，且开拓难度远低于医药领域。因此，销售人员的工作重点仍集中在保健品市场。尽管公司已完成植物胶囊在药企的关联评审流程，为医药领域的应用扫清了程序障碍，但预计未来两三年甚至三五年内，在医药行业的销量不会出现大幅增长。当保健品市场（包括欧美及欧美以外市场）的替代率接近饱和、遇到增长天花板时，公司才可能将主要精力转移至医药领域的市场攻关。

人在草木间