下载日志已记录，仅供内部参考

山东赫达（002810.SZ）

强烈推荐（维持）

三季度业绩同比大幅提升

事件：公司发布 2026 年三季报，公司 2026 年前三季度实现营收 17.86 亿元，同比增长 24.31%，归母净利润 2.83 亿元，同比增长 103.31%，其中三季度实现营收 5.61 亿元，同比增长 20.7%，归母净利润 7025 万元，同比增长 168.29%。

- **公司前三季度业绩同比大幅提高，公司二次腾飞在路上。**2026 年前三季度，公司业绩增长的主要原因是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。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。
- **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，纤维素醚全系列产品开始提价，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
- **进一步拓展美洲市场，完善公司全球化布局。**为进一步拓展美国及周边市场，公司在美国投资建设 200 亿粒/年植物胶囊项目，该项目的投资建设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，使公司得以应对多变的国际贸易形势。本项目计划投资金额不超过人民币 5 亿元，项目资金通过自有资金或外部融资方式筹集，总规划建设工期约 20 个月，计划 2027 年全部投产。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，其加征关税和反倾销行为将导致市场竞争格局出现较大变化，本次对美投资项目的实施，符合行业发展趋势，能够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，是公司实现全球化可持续性发展战略的必要举措。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**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 3.32 亿元、5.33 亿元、6.97 亿元，EPS 分别为 0.95 元、1.53 元和 2.00 元。当前股价对应 PE 分别为 17.2 倍、10.7 倍和 8.2 倍。
- **风险提示：原材料价格波动风险，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	425	675	879
同比增长	-1%	-27%	126%	59%	30%
归母净利润(百万元)	222	142	332	533	697
同比增长	1%	-36%	134%	60%	31%
每股收益(元)	0.64	0.41	0.95	1.53	2.00
PE	25.8	40.3	17.2	10.7	8.2

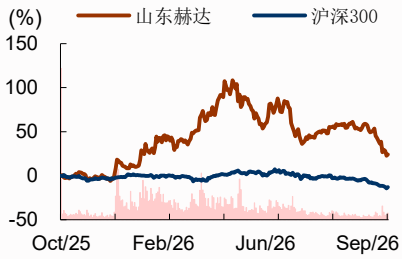
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：16.41 元

基础数据

总股本（百万股）	348
已上市流通股(百万股)	323
总市值（十亿元）	5.7
流通市值（十亿元）	5.3
每股净资产（MRQ）	6.8
ROE（TTM）	12.1
资产负债率	43.9%
主要股东	毕心德
主要股东持股比例	26.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	-37	24
相对表现	-15	-23	34



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《山东赫达（002810）—上半年业绩同比大幅提高，二次腾飞在路上》2026-08-19
2、《山东赫达（002810）—上半年业绩同比大幅提高，二次腾飞在路上》2026-07-07
3、《山东赫达（002810）—植物胶囊单季度销量创历史新高，二次腾飞新起点》2026-04-27

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
赵晨曦 S1090523010001
zhaochenxi@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

PB	2.6	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 纤维素醚.....4
1、 纤维素醚概览.....4
2、 建材级纤维素醚.....5
3、 医药级纤维素醚.....6
4、 食品级纤维素醚.....7
二、 植物胶囊.....7
三、 竞争优势.....9
1、 研发优势.....9
2、 产品优势.....9
3、 品牌优势.....10
4、 客户资源优势.....10
5、 人才优势.....10

附：财务预测表.....12

下载日志已记录，仅供内部参考

一、纤维素醚

纤维素醚具有“工业味精”之美誉，具有增稠性、水溶性、悬浮或乳胶稳定性、保护胶体、成膜性、保水性等优良 特性，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应、蜂窝陶瓷、航天航空及新能 源电池等诸多领域。纤维素醚具有用途广、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点，在其添加领域内可明显改善和优化产品性能，有利于提高资源利用效率和产品附加值，是国民经济各领域必不可少的环保型添加剂。

图 1：纤维素醚



资料来源：公司 2026 年半年报、招商证券

1、纤维素醚概览

根据产品应用领域的不同，HPMC 纤维素醚可以分为建材级（市场亦称之为“工业级”）、医药级、食品级和日化级等。

建材级纤维素醚具有增稠、保水和缓凝的优良特性，被广泛应用于水泥、石膏等为胶凝材料的干粉建筑砂浆产品体系，包括瓷砖胶、水泥基抹灰、石膏基抹灰、保温等新型特种建筑材料中，也被应用于水性涂料产品等建筑材料中。

医药级纤维素醚是一种优质药用辅料，在药品片剂包衣、缓控释制剂、植物胶囊等药用辅料中具有广泛应用。食品级纤维素醚作为一种食品安全添加剂，被应用在烘焙食品、纤维素肠衣、植脂奶油、酱料与肉类等食品中，发挥增稠、保水和改善口感等作用。与建材级纤维素醚相比，医药级和食品级纤维素醚的生产技术与附加值更高，价格水平也更高。此外，根据电离性特征，纤维素醚还可以分为非离子型纤维素醚、离子型纤维素醚。由于非离子型纤维素醚在高温、不同 pH 值、不同浓度的金属离子的使用环境中所表现出来的理化特征与离子型纤维素醚相比更为稳定，因此应用范围更为广泛。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、建材级纤维素醚

建筑材料领域是纤维素醚的主要需求领域，因其增稠、保水、缓凝等优良特性，被广泛用于改善和优化包括预拌砂浆（含湿拌砂浆和干混砂浆）、PVC 树脂制造、乳胶漆、腻子、瓷砖胶、保温砂浆、地坪材料等在内的建材产品的性能，使之符合节能、环保以及其他功能性要求，提高建筑、装饰的施工效率。建材级纤维素醚具有使用范围广、市场需求量大、客户分散等特点。

在中高端型号的建材级 HPMC 中，凝胶温度为 75℃的建材级 HPMC 主要应用于干混砂浆等领域，具有较强的耐高温性能和很好的应用效果，其应用性能是凝胶温度为 60℃的建材级 HPMC 无法替代的。在一些终端用途中，能够充分发挥纤维素醚作为保水材料的优异保水性，同时对于砂浆的强度影响较低，能够保持胶凝材料的强度充分得到发挥。同时，生产凝胶温度为 75℃的 HPMC 有一定技术难度，生产装置的投资规模较大，进入门槛较高，产品售价要明显高于凝胶温度为 60℃的建材级 HPMC，应用场景也更为丰富和多样。

我国城镇化率水平仍有提升空间，推动建筑行业健康发展。国家统计局公布的数据显示，我国城镇化率近十年来保持稳定增长。2024 年末，我国常住人口城镇化率为 67.00%，比 2023 年末提高 0.84 个百分点，远超 2010 年末的 49.95%，但仍低于发达国家城镇化率近 80%的水平。城镇化已成为我国未来经济发展新的巨大“引擎”，为我国大规模工程建设提供了广阔的市场空间。尤其是在着力培育发展现代化都市圈、实施新型城镇化、区域协调发展等国家重要战略的背景下，我国城镇化进程已经迈入新阶段，新增城镇人口也将带来工程建设领域的更多需求，为建筑业企业高质量发展产生良好的积极效应

国家产业政策将继续鼓励和大力支持建筑业的发展。近年来，建筑业总产值增长速度放缓。“十四五”期间，国内建筑市场将从中速增长期进入中低速发展期，但中国仍将拥有全球最大的建设规模。根据《全球建筑业 2030》报告的预测，中国的建筑业在“十四五”期间将以 4.8%左右的速度增长，2025 年国内建筑行业总产值将达到约 33 万亿元，存在结构性增长空间。建筑业面临的宏观环境及下游需求有望继续改善。与此同时，房地产市场在政策组合拳作用下积极变化增多，市场信心在逐步提振。随着存量政策和增量政策的有效落实，下阶段房地产市场有望继续改善。从中长期来看，我国新型城镇化还没有完成，刚需和改善性住房需求还有潜力，更多安全舒适、绿色智慧的好房子的需求还会增加，房地产市场发展的新模式也将逐步的构建，这有助于房地产市场平稳健康发展。

产业转型升级，建材级纤维素醚市场发展空间进一步扩大建筑行业转型升级步伐加快，《“十四五”建筑业发展规划》《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》《城乡建设领域碳达峰实施方案》等发布，智能制造试点示范行动部署开展,绿色化、智能化将成为建筑业发展的主线，装配式建筑、智能建造、绿色建造等将引领行业发展。国内新建绿色建筑占比已超 90%，建筑业数字化转型稳步推进。根据《“十四五”建筑业发展规划》，到 2025 年，中国装配式建筑占新建建筑的比例将达到 30%以上。装配式建筑是指在工厂预制构件和配件等运输到建筑施工现场，通过可靠的连接方式在现场装配安装而成的建筑。

与传统的现浇施工相比，装配式建筑的施工现场不需要大量的人力物力，多数建筑部件、构件在生产车间完成，减少了建材的损耗和建筑垃圾的产生，降低整个建筑生命周期内的碳排放，是最契合“碳中和”理念的建造方式，符合国家绿色发

下载日志已记录，仅供内部参考

展和可持续发展理念，是国家在建筑领域的重要发展方向。使用预拌砂浆而非现场拌合砂浆已成为建筑工程行业降低 PM2.5 排放的重要手段之一。建材级纤维素醚在预拌砂浆中的添加量一般占万分之二左右，添加纤维素醚有助于实现预拌砂浆增稠、保水和改善施工性能，国内预拌砂浆产量和使用量的增加将同时带动建材级纤维素醚的需求增长。瓷砖胶替代水泥砂浆也将带来建材级纤维素醚需求提升。2021 年 12 月 14 日，住建部发布公告禁止“饰面砖水泥砂浆粘贴工艺”。纤维素醚的下游——瓷砖胶等粘结剂作为水泥砂浆的替代，具有粘结强度高、不易老化脱落的优点，但由于使用成本较高，普及率较低。水泥拌砂浆工艺被禁止背景下，预计瓷砖胶等粘结剂使用普及将有望带来建材级纤维素醚需求提升。

3、医药级纤维素醚

在医药领域，纤维素醚是重要的药用辅料，被广泛应用于植物胶囊、缓控释制剂、片剂包衣、助悬剂等领域。其中，用于医药缓控释制剂专用的纤维素醚（尤其是用于控释制剂的纤维素醚），是目前技术难度最大、附加值最高的纤维素醚产品之一。HPMC、MC、HPC、EC 等纤维素醚产品在 2020 版《中国药典》和《美国药典 35》中均有所收录。

药用辅料市场快速、高质量发展，产业政策带动医药级纤维素醚需求增长。药用辅料，是指为使药物制成适宜剂型而加入的其他所有物料的总称，是药物制剂的基础材料和重要组成部分，是 保证药物制剂生产和发展的物质基础，在制剂剂型和生产中起着关键的作用。我国药用辅料行业起步于 20 世纪 80 年代， 经过几十年发展逐步形成相对完整的产业体系。近年来，伴随着医药行业的不断发展和国家相关政策的实施和推动，我 国医用辅料行业发展良好，市场规模持续扩容。随着仿制药、创新药等需求不断升级，我国药用辅料发展空间将进一步 扩大，其市场规模也在实现持续增长。目前，国内药用辅料在整个药品制剂产值中占比 3%-5%，而国外药用辅料占整个 药品制剂产值的 10%-20%，药用辅料仍具备较大的发展空间；中国药用辅料的市场规模近年来呈现持续增长的发展态势，市场规模从 2019 年的 673 亿元增长至 2023 年的 886 亿元，行业发展前景可观。

医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料，市场需求潜力大 医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料，制成的 HPMC 植物胶囊具有安全卫生、适用性广、无交联反应风险、 稳定性高等优势。目前，HPMC 植物胶囊主要应用于保健品行业，需求集中在经济发展水平高、保健品市场成熟的美国、 欧洲、日本等发达国家。全球保健品行业目前呈现稳定增长的发展趋势，据 Euromonitor 的数据显示，2017-2022 年， 全球保健品行业市场规模逐年上升，2022 年全球保健品行业市场规模超过 1 万亿美元，同比上升 5.31%

医药级纤维素醚是生产医药缓控释制剂的关键原料之一 缓控释制剂在发达国家广泛应用于药品生产。缓释制剂可实现药效缓慢释放的作用，控释制剂则可实现控制药效释 放时间及剂量的作用。缓控释制剂可保持服用者血药浓度平稳，消除普通制剂吸收特性造成血药浓度的峰谷现象引致的 毒副反应，并延长药物作用时间，减少服药次数和用药量，提高药效，可大幅度提高药品的附加值。医药级纤维素醚是 生产缓控释制剂的关键原料之一，长期以来，控释制剂专用 HPMC（CR 级）的核心生产技术掌握在少数国际知名企业手中， 价格昂贵，制约了产品的推广应用和我国医药产业升级。发展缓控释专用的纤维素醚，有利于加快我国医药产业升级， 对保护人民生命健康有重要意义。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、食品级纤维素醚

纤维素醚是公认的食品安全添加剂，可用作食品增粘剂、稳定剂和保湿剂，起到增稠、保水、改善口感等作用，在发达国家得到普遍应用，主要用于烘焙食品、蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类以及其他蛋白质产品、油炸食品等。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许非离子型纤维素醚 HPMC 和离子型纤维素醚 CMC 作为食品添加剂使用。美国食品和药物管理局（FDA）颁布的食品添加剂药典和国际食品法典均收录了 HPMC; 根据 2024 年 02 月 08 日中华人民共和国国家卫生健康委员会和国家市场监督管理总局发布的自 2025 年 02 月 08 日开始实施的《GB2760 食品安全国家标准食品添加剂使用标准》，HPMC 被列入“可在各类食品中（表 A.2 中编号为 1-68 的食品类别除外）按生产需要适量使用的食品添加剂名单”，未被限定最大使用剂量，可由厂家根据实际需要掌握用量。

我国的食品级纤维素醚在食品生产中的使用比例较低，主要原因是，国内消费者对纤维素醚作为食品添加剂功能认识的起步较晚，在国内市场仍处于应用推广阶段，加上食品级纤维素醚的售价较高，纤维素醚在我国的食品生产中的使用领域较少。随着未来人们对健康食品认识的不断提高，食品级纤维素醚作为健康添加剂的渗透率将有所提升，国内食品行业对纤维素醚的消费量有望进一步增长。食品级纤维素醚的应用范围正在不断拓宽，例如植物性人造肉领域。根据人造肉的概念及制造工艺，人造肉可以分为植物肉与培养肉两类，目前市场上已具备成熟的植物肉制造技术，培养肉制造成本高、温室气体排放“潜力”大，无法实现大规模商业化生产。相较于天然肉，人造肉可以规避肉类食品饱和脂肪、反式脂肪和胆固醇含量高的问题，其生产过程可以节约更多资源，减少温室气体排放。近年来，随着原料选择和加工工艺的改进，新型植物蛋白肉已具有较强纤维感，口感、质地与真实肉类差距极大地缩小，有利于提升消费者对于人造肉的接受程度。2020 年 12 月，中国食品科学技术学会发布《植物基肉制品》团体标准，规定了植物肉制品的基本要求、检验规则、判定规则、包装、运输和储存等，这标志着植物肉行业已有国家层面的行业标准，安全保障也相应提高。行业标准的出台明确了植物肉的定义，有利于该行业健康发展。

二、植物胶囊

胶囊剂是仅次于片剂的第二大口服剂型。内容物可以是粉末、粒子、微丸、甚至是流体或半流体。胶囊可分为空心胶囊和软胶囊，两者应用范围不同。软胶囊是成膜材料与内容物同时加工而成，一般用于油性物质；空心胶囊由帽体两部分组成，一般用于水溶性药物。根据原材料的不同，空心胶囊可以进一步分为明胶胶囊与植物胶囊。明胶胶囊的主要成分是药用明胶，明胶的来源是动物皮、骨中的胶原。植物胶囊的原材料则是 HPMC、淀粉、海藻等植物来源。明胶胶囊是目前最主要的胶囊剂形式，但由于全世界动物源传染性疾病的发生，使明胶胶囊的安全性遭到一定质疑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：植物胶囊



资料来源：公司 2026 年半年报、招商证券

随着社会进步和经济发展，人类健康意识明显增强，全球居民的健康消费水平逐年攀升，世界各国对保健品需求越 来越大，推动保健品全球市场规模不断增长。美国、英国和欧盟国家是传统的保健品消费市场，亚洲的主要消费国则包 括日本、韩国、新加坡、中国等。 Euromonitor 的数据显示，2017-2022 年美国保健品市场规模逐年上升，2022 年美国保健品行业市场规模为 2368 亿 美元，同比上升 5.5%

全球保健品市场稳步增长，预计 2026 年达 2011 亿美元，2018-2026 年北美、亚太、欧洲地区复合年均增长率约 7%， 北美市场体量最大。 长期来看，中国保健品行业具备高成长性的市场发展潜力。随着国内老龄人口的增加，居民健康意识的提高，以及 国家对保健品行业监管的日益规范，国内保健品市场将健康快速发展。华经产业研究院发布的数据显示，中国保健品市 场规模已从 2013 年的约千亿元增长至 2023 年的超过 3000 亿元（预计），其中养生保健食品市场规模近年来保持稳步增 长态势，从 2019 年的 1740 亿元增长至 2023 年的 2159.2 亿元，预计 2024 年增长至约 2308.2 亿元。另有数据显示，中 国保健品市场规模近五年来一直保持稳步增长，预计 2027 年有望达到 4237 亿元。保健品行业是目前植物胶囊的主要下 游行业，其市场规模扩张将有效推动植物胶囊行业的需求增长。Global Info Research 的数据显示，预计全球植物胶囊 市场规模将从 2020 年的 11.84 亿美元增长至 2026 年的 15.85 亿美元，年复合增长率达 7.6%。 补充剂用植物软胶囊是一种软胶囊，具有坚固的外壳和内部包裹液体或半固体（内部填充物）活性成分，这些活性 成分可以掺入外壳、内部填充物或两者中。根据 QYResearch 最新调研报告显示，预计 2031 年全球补充剂用植物软胶囊 市场规模将达到 575.39 百万美元，未来几年年复合增长率 CAGR 为 5.4%（2025-2031）。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、竞争优势

1、研发优势

资金：公司近几年持续加大研发投入，搭建小试及中试生产线、建立了精密仪器实验室，并且建设了能够模拟实际应用的现代化实验室，通过以上投入，我们不但可以快速研发新产品，而且能够在实验室模拟客户的应用，准确评价和评估产品在应用上的表现。设备：公司引进全自动化的高精度生产设备及智控系统，并通过自主研发，改善和提升设备适应性。同时，公司引入了专业的设备管理团队，通过科学的维护、保养、管理措施，使得工艺设备先进性达到世界先进水平。

人员：通过三十余年的积累，公司培养了大批专业技术人才，技术有传承。同时，公司积极引入国内外同行业及相关行业专业技术人才，在稳定产品品质的同时，搭建技术攻关团队，为客户提供产品应用指导。国内外技术专家以及高学历、高层次人才的不断加入，助力公司攻克了一个又一个技术难题。作为国内第一、世界前列的纤维素醚生产企业，公司经历了从模仿、仿制到自主创新的全过程，现已成为国内同行业产品研发的领路人，同时也让国外同行感受到了我们在创新、发展上带来的压力，赢得了全世界同行的尊重。

产品：目前，公司拥有包括缓控释专用高硬度高溶出稳定性羟丙基甲纤维素醚、低色度植物胶囊用羟丙基甲纤维素醚、高醇溶性药片包衣用羟丙甲纤维素、高强度蜂窝陶瓷用羟丙基甲纤维素醚、超低凝胶温度食品用羟丙基甲纤维素醚、高分散性聚氯乙烯用羟丙基甲纤维素醚、高纯度高透光率个人护理品用羟乙基纤维素醚及新能源电池用高纯度高电镀性用羟乙基纤维素醚和低碳绿色建材用甲基纤维素醚等在内的数十余种中高端纤维素醚品类，公司深耕纤维素醚行业近三十年，拥有建材级、医药食品级等普通型及中高端纤维素醚品类七十余项、一百多种型号。公司产品结构丰富，技术领先优势突出，盈利能力不断提升。

社会：公司十分重视环境保护工作，在环境治理升级改造项目中总投资近 2 亿元人民币。污水处理采用独有研发技术，将绝大部分有机物转变为沼气并回用于生产，替代大约 60%天然气。排水水质可满足回用要求，回用率可达 50-60%，大大降低了对化石能源和水资源的消耗量。废气处理采用最高级别的焚烧处理工艺，将厂内所有的废气进行分类收集，实现完全自主燃烧，无需消耗天然气；并通过余热锅炉回收约 50%的热量，副产蒸汽 55t/d 回用于生产，最大程度将废热资源化。

2、产品优势

公司十分重视产品质量控制和管理，将生产优质产品视为公司竞争力的核心要素，通过严格执行 ISO9001:2015、FSSC22000（含 ISO22000:2018）、EXCiPACTStandardsBooklet2021 等标准要求，强化质量控制措施，推动公司产品质量达到欧美等发达国家标准要求。目前，公司的中高端型号建材级纤维素醚的技术指标和应用性能已达到国际知名企业的同类产品标准，医药、食品级纤维素醚的产品质量也达到了食品安全国家标准、中国药典、美国药典、英国药典、印度药典等标准的相关要求，具备了替代进口产品和国际同类产品的能力。公司拥有一批专业的纤维素醚生产和质量管理人员，具有丰富的生产控制和质量管理

下载日志已记录，仅供内部参考

经验。同时，公司拥有完善的产品质量管理体系，建有原材料、半成品及成品质量检测中心，并搭建包括建材应用研发中心和医药应用研发中心在内的应用研发中心，应用研发中心根据不同产品的应用领域，从产品应用指标和效果表现等方面保证了产品质量稳定性。

3、品牌优势

自 2000 年进入纤维素醚市场以来，通过持续提升产品质量和客户服务能力，“赫达”品牌逐渐树立起高端、优质的品牌形象，得到国内外客户的广泛认可。“赫达”商标被山东省工商行政管理局认定为“山东省著名商标”，公司先后荣获国家级“高新技术企业”、国家级“专精特新”小巨人企业、国家级“绿色工厂”、“中国精细化工百强”、“中国精细化工绿色低碳发展企业十强”、“中国石油和化工行业技术创新示范企业”、“山东省制造业高端培育品牌企业”，并多次获得“中国石油和化工企业 500 强”、“山东省单项冠军企业”、“山东知名品牌”、淄博市“双百强”企业等荣誉称号。2024 年，公司荣获国家知识产权优势企业、山东省数字经济“晨星工厂”，并荣登 2024 山东民营企业创新 100 强榜单。

4、客户资源优势

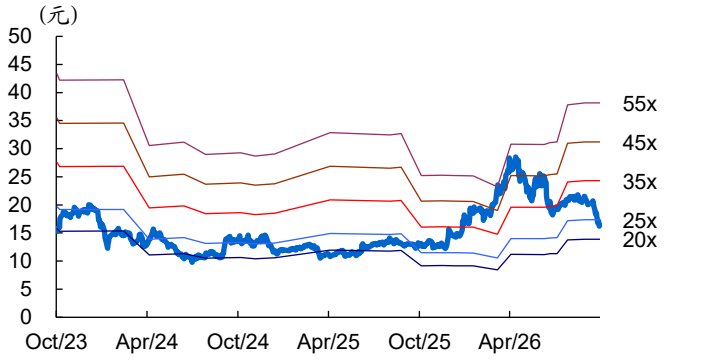
公司在纤维素醚行业深耕多年，凭借优秀的产品质量和服务能力树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源与销售渠道。公司主要客户包括：建材行业——意大利马贝（Mapei）、法国圣戈班（Saint-Gobain）、德国可耐福公司（KnaufGipsKG）、美国雷帝、西卡德高、立邦涂料、三棵树、东方雨虹、北新建材等；医药行业——美国卡乐康、美国 KERRYBIOSCIENCE、正大天晴药业集团股份有限公司、石家庄市华新药业有限责任公司、悦康药业集团股份有限公司、江苏德源药业股份有限公司、河南天方药业股份有限公司等。该类客户对纤维素醚供应商的技术研发能力和产品质量要。

5、人才优势

自公司成立伊始，管理团队就展现出了卓越的稳定性和高度的专业精神。核心管理层的持续稳定保障了企业经营策 略的延续性和长期性，进而培养出了具有强烈共识和团队凝聚力的专业团队。这种稳固的经营基础不仅吸引了行业内的 顶尖人才，也促进了这些人才的成长与发展，同时集团还有一套完善的人才发展体系，包括内部培训、职业规划和国际 交流机会，这些都大大增加了员工的职业成长速度和工作满意度，从而使得公司在人才激烈的竞争市场中保持优势。 同样，行业的发展依赖于研发、生产以及产品应用开发方面的深厚实践经验。作为国内该行业的先驱之一，我们不 仅积累了丰富的知识和经验，而且培养了一批在技术研发和市场销售方面极具才干的核心人才。他们对国内外市场环境 有着深入的了解，这使得我们能够灵敏地捕捉市场需求，研发出与市场高度匹配的产品，从而确保了产品的市场竞争力 和畅销性。

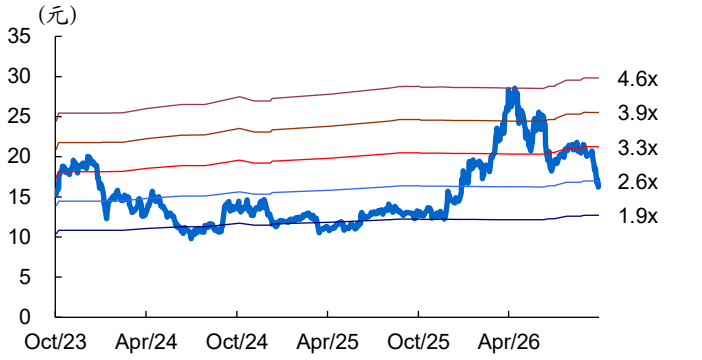
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：山东赫达历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 4：山东赫达历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

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	1929	2721	3598
现金	489	562	345	754	1422
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	495	595	639
其他	111	150	208	258	285
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**	**4082**	**4703**	**5429**
流动负债	1052	972	695	808	857
短期借款	255	330	0	0	0
应付账款	627	378	512	615	661
预收账款	17	29	39	46	50
其他	153	235	145	146	147
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**	**1524**	**1637**	**1686**
股本	348	349	349	349	349
资本公积金	212	88	88	88	88
留存收益	1649	1756	2054	2552	3215
少数股东权益	0	62	68	79	92
归属于母公司所有者权益	2210	2193	2490	2988	3651
负债及权益合计	**4146**	**4055**	**4082**	**4703**	**5429**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	286	378	306	498	752
净利润	222	144	339	543	711
折旧摊销	248	243	234	212	193
财务费用	30	30	22	8	4
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)	(39)
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)	(22)	(8)	(4)
现金净增加额	9	148	(217)	410	668

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	1915	2302	2472
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	22	8	4
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	425	675	879
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	415	664	869
所得税	39	33	76	121	158
少数股东损益	0	3	6	10	14
归属于母公司净利润	222	142	332	533	697

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%	126%	59%	30%
归母净利润	1%	-36%	134%	60%	31%
获利能力					
毛利率	27.0%	25.9%	28.4%	31.8%	34.9%
净利率	11.3%	7.4%	12.4%	15.8%	18.4%
ROE	10.3%	6.4%	14.2%	19.5%	21.0%
ROIC	9.6%	6.4%	13.4%	19.1%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	44.4%	37.3%	34.8%	31.1%
净负债比率	9.3%	13.3%	2.9%	2.5%	2.2%
流动比率	1.5	1.8	2.8	3.4	4.2
速动比率	1.1	1.4	2.1	2.6	3.5
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	0.64	0.41	0.95	1.53	2.00
每股经营净现金	0.82	1.09	0.88	1.43	2.16
每股净资产	6.35	6.30	7.15	8.58	10.48
每股股利	0.15	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	25.8	40.3	17.2	10.7	8.2
PB	2.6	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.3	15.6	10.2	7.8	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

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。