



华鲁恒升 (600426.SH): 25 年业绩承压, 产品涨价有望带来盈利增量

2026 年 4 月 1 日

强烈推荐/维持

华鲁恒升

公司报告

华鲁恒升发布 2025 年年报: 全年实现营业收入 309.69 亿元, YoY-9.52%, 归母净利润 33.15 亿元, YoY-15.04%。

产品价格承压下行, 拖累公司业绩增长。 2025 年, 公司主要产品尿素、异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯等价格整体同比有所下滑。公司新能源新材料相关产品销量同比增长 17.64% 至 300.23 万吨, 营收同比下滑 5.33% 至 155.57 亿元; 化学肥料销量同比增长 22.07% 至 575.15 万吨, 营收同比微增 0.12% 至 73.06 亿元; 有机胺系列产品销量微降 0.26% 至 58.59 万吨, 营收同比下滑 5.98% 至 23.61 亿元; 醋酸及衍生品销量同比增长 0.77% 至 156.23 万吨, 营收同比下滑 16.78% 至 33.87 亿元。整体来看, 公司产品销量的增长未能抵消价格的降幅, 拖累公司整体业绩增长。

伊朗地缘冲突导致油价抬升, 驱动相关化工产品价格上涨, 有望为公司带来盈利增量。 今年 3 月伊朗地缘冲突爆发之后, 国际油价大幅上行, 推动相关大宗化工品价格上涨。公司主要化工产品尿素、己二酸、醋酸等市场价格自 3 月以来大幅提升, 预计公司 2 季度盈利水平有望相应提升。

项目建设稳步推进, 为公司后续发展提供新动能。 公司统筹存量优化和增量升级, 积极推进项目建设。根据公司年报, 公司酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸项目相继建成, BDO 和 NMP 一体化项目装置顺利投产, 气化平台升级改造项目开工建设, 其他技改项目正在稳步推进, 为公司后续发展提供新动能。

公司盈利预测及投资评级: 公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势, 不断提升降本增效能力, 同时未来新产品相继落地, 提升公司盈利能力。基于公司 2025 年年报, 我们相应调整公司 2026~2028 年盈利预测。我们预测公司 2026~2028 年归母净利润分别为 45.23、48.63 和 52.39 亿元, 对应 EPS 分别为 2.13、2.29 和 2.47 元, 当前股价对应 P/E 值分别为 17、16 和 15 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 原材料和产品价格大幅波动; 项目建设进度不及预期; 下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	34,226	30,969	34,546	36,900	38,657
增长率 (%)	25.55%	-9.52%	11.55%	6.82%	4.76%
归母净利润 (百万元)	3,903	3,315	4,523	4,863	5,239
增长率 (%)	9.14%	-15.04%	36.43%	7.50%	7.74%
净资产收益率 (%)	12.58%	10.02%	12.38%	12.17%	12.01%
每股收益 (元)	1.84	1.56	2.13	2.29	2.47
PE	20	23	17	16	15

公司简介:

华鲁恒升是多业联产的现代化工企业, 主要产品为肥料、多元醇、有机胺、醋酸及衍生品、己二酸及中间品等。公司打造了洁净煤气化、羰基合成、“一头多线”柔性多联产等多个产业和技术平台。公司将加快结构调整和优化产业布局, 推动传统产能改造升级, 积极发展合成气下游深加工项目, 与石油化工下游产业链融合, 打造高端新材料板块。

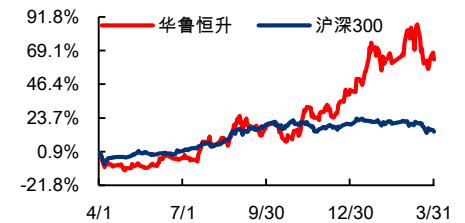
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	41.41-20.03
总市值 (亿元)	768.59
流通市值 (亿元)	767.24
总股本/流通 A 股 (万股)	212,319/212,319
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.48

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

PB	2.50	2.34	2.12	1.94	1.78
----	------	------	------	------	------

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	7374	8885	16319	22133	28416	营业收入	34226	30969	34546	36900	38657
货币资金	1398	2085	9285	14919	20873	营业成本	27821	25037	26873	28705	29893
应收账款	84	31	89	95	100	营业税金及附加	201	219	245	261	274
其他应收款	52	23	25	27	240	营业费用	89	93	104	111	117
预付款项	641	865	929	992	1033	管理费用	335	310	346	370	387
存货	1319	1493	1603	1712	1783	财务费用	220	263	268	209	167
其他流动资产	3881	4388	4388	4388	4388	资产减值损失	28	25	5	2	1
非流动资产合计	39283	40292	38783	36626	34371	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-32	-20	-20	-20	-20
固定资产	34888	35455	34055	32001	29842	营业利润	5008	4251	5697	6167	6694
无形资产	2367	2857	2790	2723	2656	营业外收入	7	14	0	0	0
其他非流动资产	2028	1981	1937	1902	1873	营业外支出	1	2	0	0	0
资产总计	46658	49177	55101	58759	62787	利润总额	5015	4262	5697	6167	6694
流动负债合计	5526	5765	7949	7851	7780	所得税	836	607	811	878	953
短期借款	0	776	776	776	776	净利润	4178	3656	4886	5289	5741
应付账款	2304	1325	1422	1519	1582	少数股东损益	276	340	363	427	501
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	3903	3315	4523	4863	5239
一年内到期的非流动负债	1198	1997	1997	1997	1997	EBITDA	7759	7411	9112	9606	10114
非流动负债合计	8305	8262	8177	8092	8007	EPS (元)	1.84	1.56	2.13	2.29	2.47
长期借款	8224	8139	8055	7970	7885	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
负债合计	13830	14027	16126	15943	15787	成长能力					
少数股东权益	1810	2070	2433	2860	3361	营业收入增长	26%	-10%	12%	7%	5%
实收资本(或股本)	2123	2123	2123	2123	2123	营业利润增长	13%	-15%	34%	8%	9%
资本公积	2425	2442	2442	2442	2442	归属于母公司净利润增长	9%	-15%	36%	8%	8%
未分配利润	25511	27661	30671	33599	36757	获利能力					
归属母公司股东权益合计	31018	33080	36542	39956	43639	毛利率(%)	19%	19%	22%	22%	23%
负债和所有者权益	46658	49177	55101	58759	62787	净利率(%)	11%	11%	13%	13%	14%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						2024A					
						2025A					
						2026E					
						2027E					
						2028E					
经营活动现金流	4968	4198	10614	8876	9262	偿债能力					
净利润	3903	3315	4523	4863	5239	资产负债率(%)	30%	29%	29%	27%	25%
折旧摊销	2800	3226	3510	3656	3755	流动比率	1.33	1.54	2.05	2.82	3.65
财务费用	220	263	268	209	167	速动比率	1.10	1.28	1.85	2.60	3.42
应收帐款减少	-27	53	-58	-6	-5	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.65	0.66	0.65	0.64
投资活动现金流	-5075	-3646	-2000	-1500	-1500	应收账款周转率	487	541	577	401	397
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.18	17.07	25.15	25.09	24.93
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-32	-20	-20	-20	-20	每股收益(最新摊薄)	1.84	1.56	2.13	2.29	2.47
筹资活动现金流	-388	80	-1414	-1743	-1809	每股净现金流(最新摊薄)	-0.22	0.30	3.39	2.65	2.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.61	15.58	17.21	18.82	20.55
长期借款增加	876	-85	-85	-85	-85	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.86	23.37	17.13	15.94	14.79
资本公积增加	40	17	0	0	0	P/B	2.50	2.34	2.12	1.94	1.78
现金净增加额	-476	639	7200	5634	5954	EV/EBITDA	11.02	11.65	8.67	7.63	6.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

10 余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉, 包括 2016~2018 年水晶球公募榜连续入围, 2017 年水晶球公募榜第一名、总榜第二名, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526