

基础化工

2025 年 04 月 01 日

阳谷华泰 (300121)

——年底费用计提影响，盈利明显下滑，25 年有望轻装上阵

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司公告：**2024 年实现收入 34.31 亿元 (YoY-0.7%)，实现归母净利润 1.92 亿元 (YoY-36.9%)，实现扣非归母净利润 1.88 亿元 (YoY-36.4%)，主要由于促进剂、不溶硫盈利低迷以及转债费用增加；其中 24Q4 实现收入 8.96 亿元 (YoY+8.24%，QoQ+5.62%)，实现归母净利润 716 万元 (YoY-84%，QoQ-84.5%)，实现扣非归母净利润 2316 万元 (YoY-48.4%，QoQ-43.2%)，主要由于年底费用计提影响，以及部分原料成本上行影响，非经损失主要为减值影响。
- **24 年助剂销量得益于公司头部地位及下游轮胎需求稳健，稳步提升，但促进剂及不溶硫受格局及原料波动影响，盈利承压，部分新项目投入初期盈利压力较大。**依据公告内容，公司高性能橡胶助剂（主要包括防焦剂、促进剂、不溶硫）2024 年收入约 19.58 亿元 (YoY-5.76%)，销量受益于下游需求拉动及公司稳健的市场地位，同比增加 4.1%至 12.2 万吨。产品价格及盈利方面，防焦剂价格及盈利相对稳定，不溶硫及促进剂格局暂未改变，原料如液硫价格全年上行（依据百川资讯，从年初约 1020 元/吨上涨至年底 1600 元/吨），不溶硫价格上行略有滞后盈利承压，促进剂价格及盈利底部震荡，使得高性能橡胶助剂板块毛利率同比下滑 6.01pct 至 16.98%。剩余多功能橡胶助剂相对稳健，2024 年实现收入 14.55 亿元 (YoY+6.34%)，销量同比提升 5.0%至 10.95 万吨，毛利率同比下滑 2.01pct 至 19.18%，当中有部分新项目如硅烷偶联剂、氨基树脂等产品处于投入初期，盈利压力较大。整体公司毛利率同比下滑 4.15pct 至 18.16%。费用方面，销售费用、管理费用、研发费用整体稳定，利息费用由于转债费用有所增加。整体带动净利润率同比下滑 3.21pct 至 5.6%。
- **四季度收入创年内新高，销量较为稳健，盈利受年底减值计提较多及不溶硫等品种盈利低迷影响。**四季度助剂销量持续向好，收入创年内新高，部分品种如不溶硫原料快速提升，依据百川资讯，液硫均价环比提升约 19%，而不溶硫价格还未完全传导，因此盈利受损，四季度毛利率环比下滑 1.89pct 至 15.76%。费用端，年底转债费用、资产减值损失（主要为存货跌价）、信用减值损失、投资损失，使得净利润率环比下滑 4.63pct 至 0.81%。
- **部分新项目陆续开始转固，泰国基地建设当中。**截止 2024 年底，公司固定资产、在建工程分别变化+3.82 亿元、-2.25 亿元，主要为促进剂 DZ 生产项目、1 万吨防焦剂改扩建项目等。泰国基地目前处于建设当中，泰国基地有利于完善公司海外战略布局，建立海外产品供应能力，提升全球范围内的销售能力，更加灵活地应对关税影响。波米收购事宜顺利推进当中，实现主营业务向电子化学品领域的延伸，增强市场竞争力。
- **盈利预测与估值：**考虑不溶硫及促进剂短期格局难以改变，盈利底部震荡，下调 2025-2026 年不溶硫及促进剂毛利率和盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计三年归母净利润约 2.49、3.05（原预测 3.7、4.2 亿元）、3.53 亿元，对应 PE 约 22、18、15 倍。参考助剂可比公司彤程新材、中化国际 25 年 PE 约 30.5、48.2 倍 (Wind 一致预期) 以及其他轮胎上游原料帘子布企业海利得、白炭黑企业确成股份 25 年 PE 分别约 13.5、12.5 倍 (Wind 一致预期)，四家公司平均 PE 约 26 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原料大幅度波动影响价格和盈利；新项目进展不及预期

财务数据及盈利预测

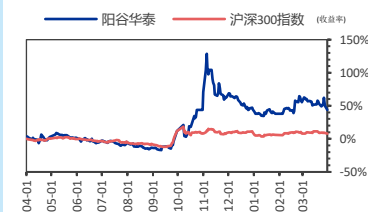
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,455	3,431	3,810	4,133	4,391
同比增长率 (%)	-1.8	-0.7	11.1	8.5	6.2
归母净利润 (百万元)	304	192	249	305	353
同比增长率 (%)	-41.0	-36.9	29.7	22.5	15.5
每股收益 (元/股)	0.75	0.47	0.56	0.68	0.79
毛利率 (%)	22.3	18.2	18.7	18.8	19.0
ROE (%)	9.5	5.5	6.9	7.8	8.2
市盈率	18	28	22	18	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 03 月 31 日
收盘价 (元)	11.99
一年内最高/最低 (元)	20.78/6.66
市净率	1.6
股息率% (分红/股价)	3.09
流通 A 股市场值 (百万元)	5,186
上证指数/深证成指	3,335.75/10,504.33
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2024 年 12 月 31 日
每股净资产 (元)	7.66
资产负债率%	21.58
总股本/流通 A 股 (百万)	449/433
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵文琪 A0230523060003
zhaowq@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

赵文琪
(8621)23297818x
zhaowq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,455	3,431	3,810	4,133	4,391
其中: 营业收入	3,455	3,431	3,810	4,133	4,391
减: 营业成本	2,684	2,808	3,096	3,355	3,558
减: 税金及附加	22	26	29	31	33
主营业务利润	749	597	685	747	800
减: 销售费用	72	79	88	87	88
减: 管理费用	175	161	179	182	189
减: 研发费用	84	89	95	95	97
减: 财务费用	10	22	20	11	-1
经营性利润	408	246	303	372	427
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-38	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	1	-15	0	0	0
加: 投资收益及其他	15	18	6	6	6
营业利润	384	249	309	379	434
加: 营业外净收入	-3	-12	-3	-3	0
利润总额	381	237	306	376	434
减: 所得税	77	45	57	70	81
净利润	304	192	249	306	353
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	304	192	249	305	353

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。